

Özet Finansal Veriler

Kimpur Finansallar (Milyon TL)

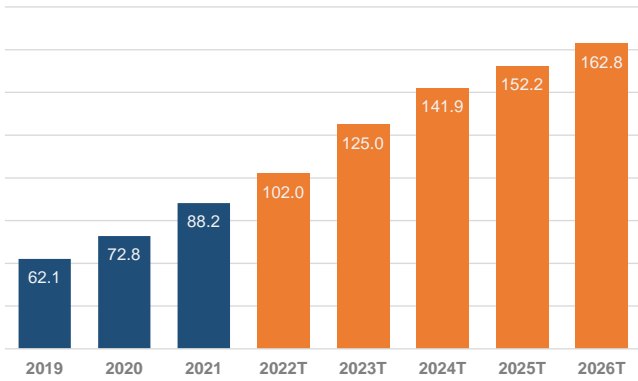
Gelir Tablosu	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Satış	584	715	939	2173	4760	6716	8387
% büyüme		22.4%	31.3%	131.4%	119.1%	41.1%	24.9%
Net Satış (Milyon EUR)	103	113	117	207	264	317	360
% büyüme		9.3%	3.7%	77.3%	27.7%	19.8%	13.5%
Brüt Kar	122	115	192	379	833	1175	1468
% marj	20.9%	16.1%	20.4%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
Faaliyet Giderleri	-29	-39	-45	-91	-148	-201	-252
% satışlara oran	-4.9%	-5.4%	-4.8%	-4.2%	-3.1%	-3.0%	-3.0%
Faaliyetlerden Diğer Gelir Gider	-23	8	10	248	156	100	100
Net Finansal Gelir/Gider	-51	-38	-56	-135	-274	-387	-435
Vergi Öncesi Kar	20	44	100	407	763	937	1131
Vergi	-3	-8	-19	-90	-114	-141	-204
% efektif vergi oranı	-14.5%	-17.8%	-19.4%	-22.2%	-15.0%	-15.0%	-18.0%
Net Kar (Ana Ortaklık Payı)	17	36	80	316	649	796	928
% marj	2.9%	5.1%	8.6%	14.6%	13.6%	11.9%	11.1%
FAVÖK (faaliyetlerden diğer gelirler hariç)	98	85	158	302	701	1006	1255
% marj	16.7%	11.9%	16.8%	13.9%	14.7%	15.0%	15.0%
FAVÖK (Milyon EUR)	17.2	13.4	19.6	28.8	38.9	47.5	53.8
FAVÖK (faaliyetlerden diğer gelirler dahil)	74	93	168	551	857	1106	1355
% marj	12.7%	13.0%	17.8%	25.4%	18.0%	16.5%	16.2%

Bilanço TL	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
VARLIKLAR							
Nakit ve Nakit Benzerleri	27	53	327	554	1,373	2,052	2,746
Ticari Alacaklar	369	309	477	1,065	1,804	2,244	2,811
Diğer Alacaklar	1	4	9	7	7	7	8
Stoklar	80	98	119	360	716	954	1,131
Peşin Ödenmiş Giderler	2	2	10	37	39	41	43
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	5	0	0	0	0	0	0
Diğer	10	19	23	48	47	49	52
Dönen Varlıklar	494	486	966	2,071	4,020	5,383	6,826
Ticari Alacaklar	1	2	11	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	1	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	77	71	69	108	308	370	382
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	9	17	26	31	35	40
Kullanım Hakları	0	4	4	3	3	3	3
Duran Varlıklar	82	88	100	137	341	408	424
Toplam Varlıklar	576	574	1,065	2,208	4,361	5,792	7,250
KAYNAKLAR							
Kısa Vadeli Borçlanmalar	280	182	522	1,033	1,935	2,731	3,410
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Borçlar	0	2	2	1	1	1	1
Ticari Borçlar	61	148	206	440	853	977	1,180
Diğer	50	23	48	156	162	168	174
Kısa Vadeli Yükümlülükler	391	356	778	1,630	2,951	3,877	4,765
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11	10	12	12	11	11	12
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	173	208	275	567	1,399	1,904	2,473
TOPLAM KAYNAKLAR	576	574	1,065	2,208	4,361	5,792	7,250
Net Borç	253	133	199	483	565	681	667
Net Borç / FAVÖK (diğer gelir hariç)	2.6	1.6	1.3	1.6	0.8	0.7	0.5
Net Borç / FAVÖK (diğer gelir dahil)	3.4	1.4	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5

Kaynak: YF Araştırma

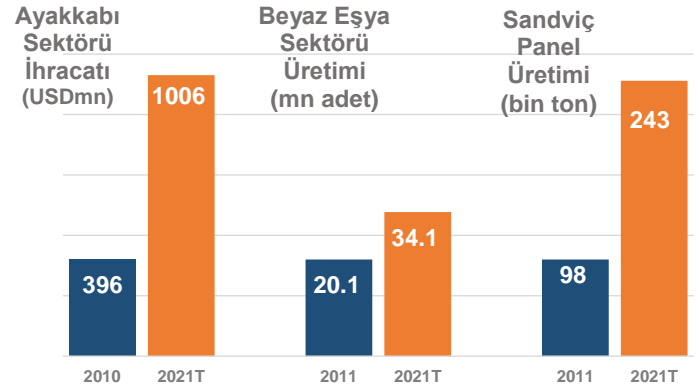
Önemli Grafikler

Satış hacminde istikrarlı büyüme Çift haneli büyüme eğilimi devam edecek



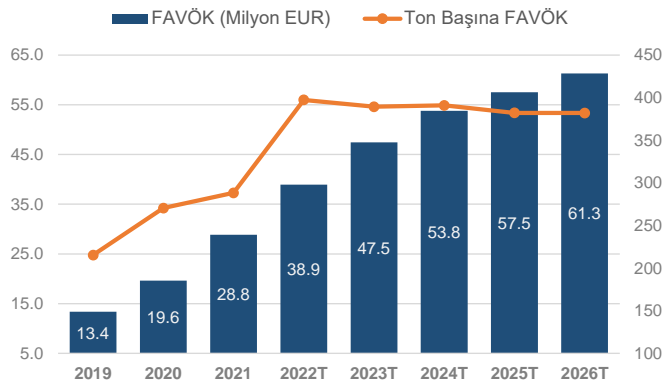
Kaynak: YF Araştırma

Poliüretan tüketicisi endüstrilerin artan üretimi Ayakkabı, beyaz eşya, yalıtım sektörleri büyümekte



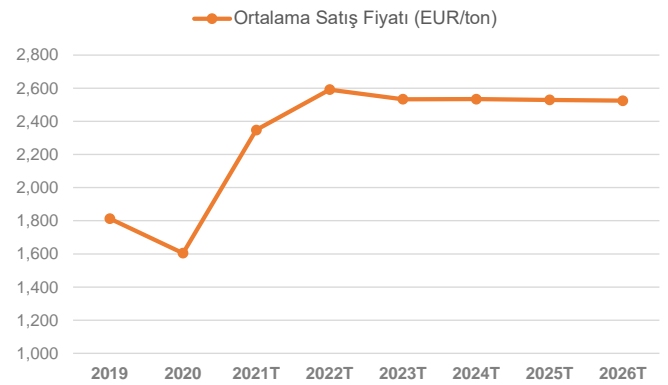
Kaynak: YF Araştırma

Artan satış hacmi, faaliyet karını da büyütüyor EUR bazında faaliyet karı ve ton başına karlılık



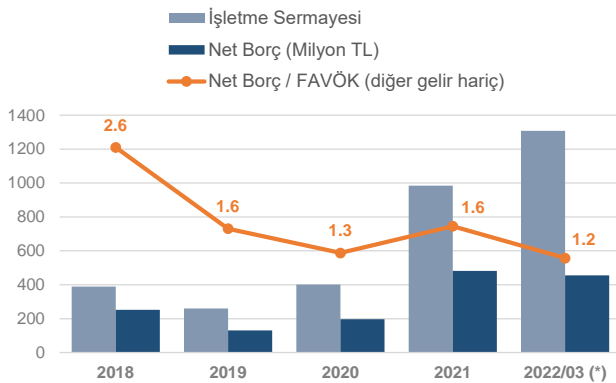
Kaynak: YF Araştırma

Ortalama satış fiyatları da yukarı yönlü seyir izlemekte Emita fiyatları satış fiyatlarını yukarı çekiyor (EUR/ton)



Kaynak: YF Araştırma

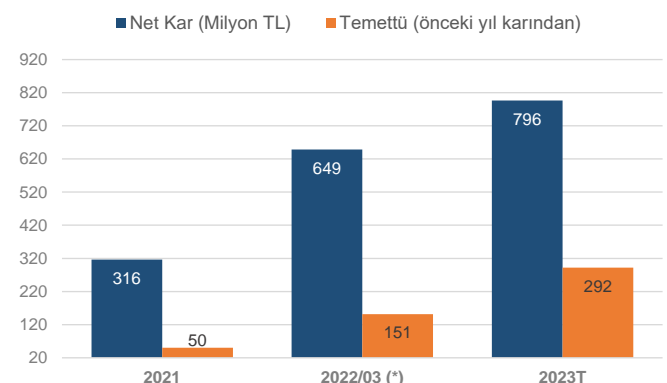
İşletme sermayesi ihtiyacı yönetilebilir boyutta Net Borç / FAVÖK



Kaynak: YF Araştırma

(*) Halka arz sonrası

Güçlü bilanço temettü potansiyelini destekliyor 2023 yılında %7,4 temettü verimi tahmin ediyoruz

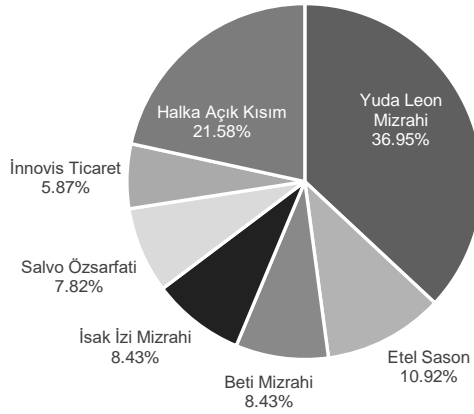


Kaynak: YF Araştırma

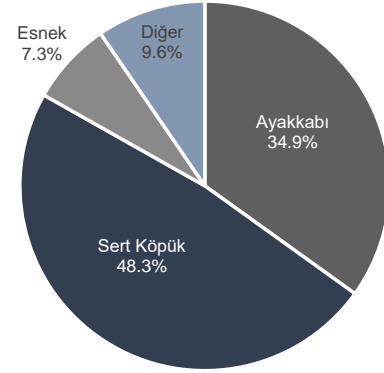
Şirket Profili

1983 yılında kurulan Kimteks Kimya Tekstil Ürünleri Sanayi ve Ticaret AŞ ilk olarak suni deri, ayakkabı tabanı, kauçuk, yapıştırıcı ve boya gibi farklı sektörlere hammadde tedariki alanlarında faaliyet göstermiş, 1999 yılında "Poliüretan Sistem Evi" yatırımı ile ayakkabı, otomotiv, mobilya, yapı ve inşaat sektörlerine yönelik kimyasal hammadde ve katkı malzemelerinden olan "Poliüretan Sistemleri'nin üretim, satış ve dağıtımına başlamıştır. 2008 yılında Gebze'de bulunan mevcut fabrikasında üretime başlayan şirket, Kimteks Poliüretan tüzel kişiliğine ise 2015 yılı sonunda Kimteks Kimya'nın asimetrik bölünmesi sonrasında kavuşmuştur. Bölünme öncesinde 28,5 bin ton üretim hacmi olan şirket, 2021 yılı itibarıyla satış hacmini 88 bin tona yükseltmiştir. Türkiye'deki ilk yerli sermayeli poliüretan sistemleri üreticisi olmanın yanı sıra, en büyük yurtiçi üretici konumundadır. Şirketin çalışan sayısı 26'sı Ar-Ge, 98'i Beyaz Yaka ve 95'i Mavi Yaka olmak üzere toplam 219 kişidir. Kimpur 2021 yılında İstanbul Sanayi Odası'nın hazırladığı En Büyük 500 Sanayi Şirketi listesinde 93 sıra birden yükseliş göstererek 221. sırada yer almıştır. Toplamda 47 farklı ülkeye ihracatı bulunan Kimpur'un toplam cirosu içinde ihracat payı 2021 yılında %27 olarak gerçekleşmiştir.

Kimpur - Ortaklık Yapısı



Kimpur – Gelir Dağılımı (ürün grubu)



Kaynak: YF Araştırma

Şirketin üretimini gerçekleştirdiği poliüretan sistemler başta ayakkabı, beyaz eşya, yapı-izolasyon, otomotiv ve mobilya olmak üzere birçok sektörde hammadde olarak kullanılmaktadır. Kimpur 1000'den fazla müşterisine yaklaşık 600 farklı sistem ürün kodu ile hizmet vermekte, küresel tedarik zincirinden satın aldığı hammaddeleri çeşitli reaksiyon ve prosesler sonucu yarı mamul ve ürüne dönüştürmekte, poliüretan sistem çözümü olarak sıvı formda son kullanıcılarına ulaştırmaktadır.

Sermayedarlar Hakkında

Şirketin ana ortağı sermayedeki %36,95 oranındaki payıyla Yönetim Kurulu Başkanı Yuda Leon Mizrahi'dir. Beti Mizrahi ve İsak İzi Mizrahi'nin %8,43 oranında payları bulunmakta olup, Yönetim Kurulu'nda yer almayan ortaklardan Etel Sason %10,92 ve Salvo Özserfati %7,82 paya sahiptir. Şirketin Genel Müdürü Cavidan Karaca'nın ortağı olduğu Innovis Ticaret ise Kimpur'da %5,87 paya sahiptir. Halka açıklık oranı %21,58 seviyesindedir.

Yönetim Hakkında

Şirketin Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Başkanvekili olarak görev yapan Cavidan Karaca, 2014 yılında Kimpur'da YK Danışmanı olarak çalışmaya başlamış, daha sonrasında ise Genel Müdür görevine getirilmiştir. Kimpur'dan önce Omsan Lojistik, Arçelik ve Erkunt Sanayi şirketlerinde yöneticilik yapmış olan Sn. Karaca, Kimpur'da ayrıca azınlık hissedar konumundadır. Yönetimin de şirkette sermaye payının bulunmasının, azınlık ortaklar ile yönetim ve ana sermayedarların çıkarlarının uyumlu olması adına olumlu bir resim çizdiğini düşünüyoruz.

Tarihçe

- 1983** ▪ Kimteks Kimya, suni deri, ayakkabı tabanı, kauçuk, yapıştırıcı ve boya sektörlerine hammadde tedariki sağlanması amacıyla kurulmuştur.
- 1999** ▪ Poliüretan Sistem Evi yatırımı ile Ayakkabı Taban Sistemleri, Esnek Köpük Sistemleri, Sert Köpük Sistemler, Polyester Polioller ve Case Kaplama, Yapıştırıcı, Mastik ve Elastomerleri'de içeren 5 ana ürün grubunda üretim, satış ve dağıtım Hadımköy tesisinde başlamıştır.
- 2008** ▪ Üretim tesisi Gebze Plastikçiler Organize Sanayi Bölgesi'ne taşınmıştır. Halen üretime Gebze'deki tesiste devam edilmektedir.
- 2009** ▪ Devam etmekte olan ayakkabı sektörünün yanı sıra izolasyon paneli ve beyaz eşya sektörü için izolasyon amaçlı sert köpük sistemleri geliştirilerek ürün grubuna eklenmiştir.
- 2010** ▪ Otomotiv ve mobilya endüstrisinde kullanılmak üzere esnek köpük sistemleri (FLEX) geliştirilmiş olup ürün grubuna eklenmiştir.
- 2015** ▪ Kimteks Kimya, iki iş grubunda iki farklı firma olarak devam etme kararı alarak asimetrik bölünme işlemi ile poliüretan iş kolunu Kimpur şirketi altında yürütme kararı aldı. Kimteks Kimya hammadde distribütörlük ve dağıtım faaliyetlerine devam etmektedir.
- 2016** ▪ Kimteks Poliüretan Ar-Ge ekibi kurulmuştur. Şirket 2016 yılını %33 büyüme ile tamamlamıştır.
- 2017** ▪ İSO 500 listesine giriş yapan Kimpur, Ar-Ge merkezi sertifikası almaya hak kazanmıştır.
- 2020** ▪ Turkishtime dergisi tarafından düzenlenen Ar-Ge 250 listesine giren tek poliüretan üreticisi olan Kimpur, Kimya sektöründe de en fazla Ar-Ge harcaması yapan ilk 10 şirket arasında yer almıştır.
- 2021** ▪ EVA ürün grubunda üretim faaliyeti göstermek üzere Kimplast firmasının kuruluşu gerçekleştirilmiştir. Ayrıca Avrupa'da faaliyetleri genişletmek amacıyla bir şirket satın alınması için karar alınmıştır. Malta merkezli olmak üzere %100 Kimpur iştiraki olan Kimpur Malta kurulmuştur. 2021 yılında şirketin satış hacmi 88 bin tona ulaşarak, 5 yıl önceki seviyesine göre %200 üzerinde büyüme göstermiştir.
- 2022** ▪ Nisan ayında halka arzını gerçekleştiren Kimpur, 29.0 TL hisse fiyatı ile İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Mayıs ayında Düzce yatırımı için temel atma töreni gerçekleştirilmiştir.

Kimpur İştirak Yapısı ve Tesisler

Poliüretan Sistem Evi – Gebze Üretim Tesisi

Üretim Kapasitesi: 129 bin ton/yıl (2021 itibariyle)
Büyükük: 15 bin metrekare

Düzce Üretim Tesisi (yapım aşamasında)

Üretim Kapasitesi: 50 bin ton/yıl (2023 itibariyle) PU sistemler
 5 bin ton/yıl PET geri dönüşüm tesisi ve 5 bin ton PET bazlı polyol üretimi
 10 bin ton/yıl EVA granül hammadde üretim kapasitesi
Büyükük: 17 bin metrekare

Kimplast

Kimplast EVA Compound olarak adlandırılan, yüksek kaliteli ayakkabı, orta taban, tabanlık, dış taban, terlik ve benzeri üretimler için uygun olan ürünlerin Ar-Ge'sini ve üretimini yapmaktadır. Kimpur'un sahiplik oranı %100'dür.

Kimpur Russia

Rusya'da satış, depolama ve dağıtım hizmeti vermek amacı ile bağlı ortaklık olarak kurulmuştur. Şirketin sermayesi 3.000.000 RUB olup Kimpur'un sermayedeki payı %100'dür.

Kimpur Europe

Üretim Kapasitesi: 10 bin ton/yıl (2021 itibariyle)

Letonya'da poliüretan sistemleri konusunda faaliyet gösteren bir firmanın satın alımıyla 10.000 ton kapasiteyle üretime başlanması beklenmektedir. Kimpur'un sermayedeki payı %75'tir. Üretimde tek vardiyadan üç vardiya sistemine geçiş ile, üretim kapasitesinin 30 bin tona kadar çıkması hedeflenmektedir.

Kimpur Malta

Hammadde tedariki ve ihracat amaçlı faaliyetler yürütmektedir. Kimpur'un sermayedeki payı %100'dür.

Lojistik Depo ve Tesisler

Gebze: Kiralık 2 farklı lojistik merkez ve depo
Gaziantep: Şirket mülkiyetinde ve kiralık depolar
Mersin: Kiralık Depo
Adana: Kiralık Depo

Şirket'in, Gaziantep'te kendi bünyesinde ve sözleşmeli olmak üzere toplam 4 depolama alanı bulunmaktadır. Gaziantep'te bulunan depo, özellikle GAP bölgesindeki müşterilere hizmet vermektedir. Lojistik yönetiminde Gebze Fabrikası'ndaki depoları dışında, ithal hammaddelerin stoklanması için 10 km yarıçapında bir alanda iki adet lojistik firmasından depolama hizmeti almaktadır. Yine bu depolarda, nihai ürünler de depolanarak, müşterilere ulaştırılmaktadır.

Şirket bulk MDI'ları Mersin Liman ve Adana'daki depodan lojistiğini sağlamaktadır. Şirket işletme sermayesi yönetimi sonucu depoları kiralamakta olup, tedarik zinciri ve dağıtım alanlarının öne çıktığı bölgelerde konumlanmaktadır.

Küresel Poliüretan Sektörü

Günlük yaşamda birçok alanda kullanımı bulunan poliüretan, hedeflenen sertlik, dayanıklılık, esneklik gibi farklı özelliklerde üretim ve kullanım imkânı ile öne çıkan polimerik malzeme sınıfıdır.

Dünya genelinde poliüretan pazar büyüklüğünün 2020 yılında 23,9 milyon ton olduğu tahmin edilmektedir. 2015-2020 yılları arasında küresel olarak sektörün yıllık büyüme oranı ortalama %2,1 olmuştur. 2020'de pandemi nedeniyle toplam pazar büyüklüğü yıllık bazda %-4,8 daralmış olsa da, 2021 yılı için %3,5 büyüme kaydedilmesi beklenmektedir. 2021 – 2026 yılları arasında küresel talepte yıllık ortalama %1,95 artış öngörülmektedir.

Küresel Poliüretan Sektörünün Gelişimi



Kaynak: A.Austin, D.A. Hicks, A review of the global PU industry 2016 and outlook for 2017

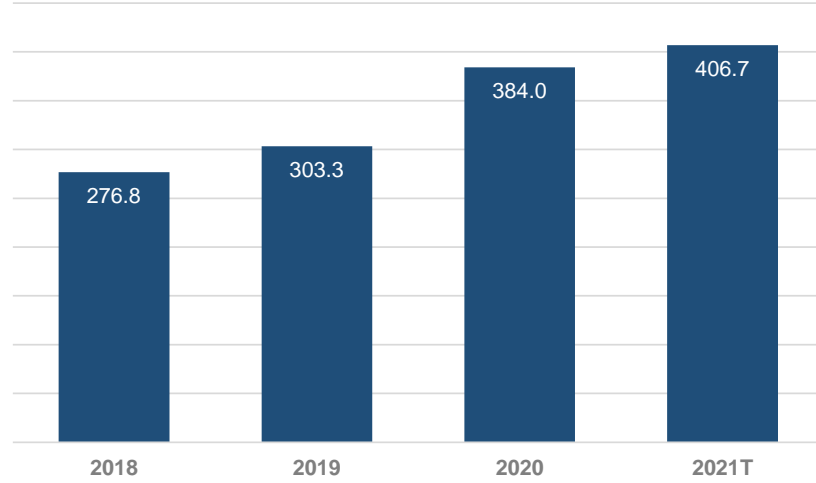
2020 yılı itibarıyla küresel poliüretan tüketiminde, Çin %40,5 pay ile lider konumdadır. Çin'i EMEA bölgesi (Avrupa, Orta Doğu) %25,3, NAFTA bölgesi %16,6, Asya Pasifik bölgesi %14,1 ve Güney Amerika bölgesi %3,4 ile takip etmektedir.

Poliüretan sistemlerin çeşitlerine bakıldığında, Sert köpük 2020 yılında esnek köpüğü geçerek en büyük ürün segmenti haline gelmiştir ve EMEA bölgesinde toplam poliüretan pazarında %33,6 paya sahiptir. Bunu %32,6 pay ile esnek köpük takip etmektedir. Poliüretan kaplamalar ise sektörde toplam üretimin %14,3'lük bölümünü oluşturmaktadır.

Türkiye’de Poliüretan Sektörü

Türkiye’de poliüretan pazarının toplam büyüklüğünün 500 bin ton üzerinde olduğu tahmin edilirken, Kimpur’un faaliyeti olan ürün segmentlerine yönelik pazar büyüklüğünün (polieter foam –slabstock sektörü için kullanılan poliüretan sistemleri hariç) 2021 yılında 407 bin ton civarında olması beklenmektedir. Bu rakam 2018 yılına göre son 3 yılda toplam tüketimde yıllık ortalama %13 sektörel büyüme yakalandığına işaret etmektedir. Türkiye özellikle ayakkabı-terlik grubu, beyaz eşya ve yalıtım panelleri üretiminde etkin bir üretim merkezi olup, önemli bir ihracatçı konumundadır.

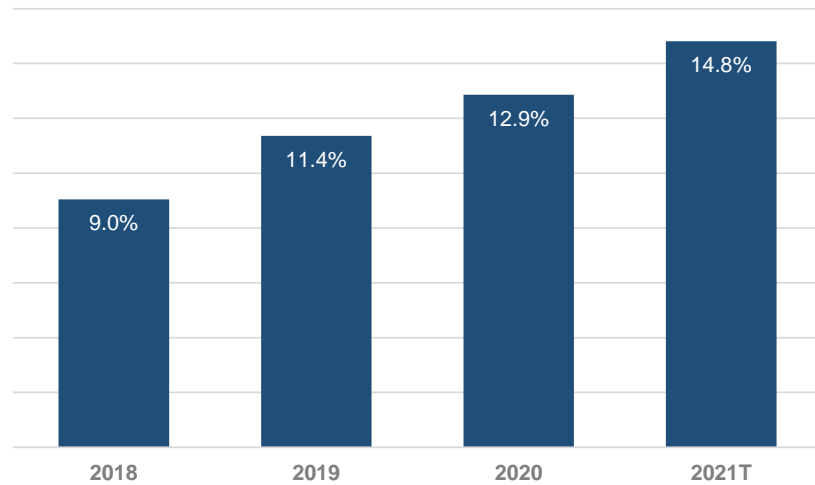
Türkiye Poliüretan Sektörü (*) Pazar Büyüklüğü (Bin Ton)



Kaynak: Kimpur

(*) Kimpur’un faaliyet gösterdiği ürün grupları dikkate alınmıştır.

Kimpur – Hesaplanan tahmini Türkiye pazar payı (*)



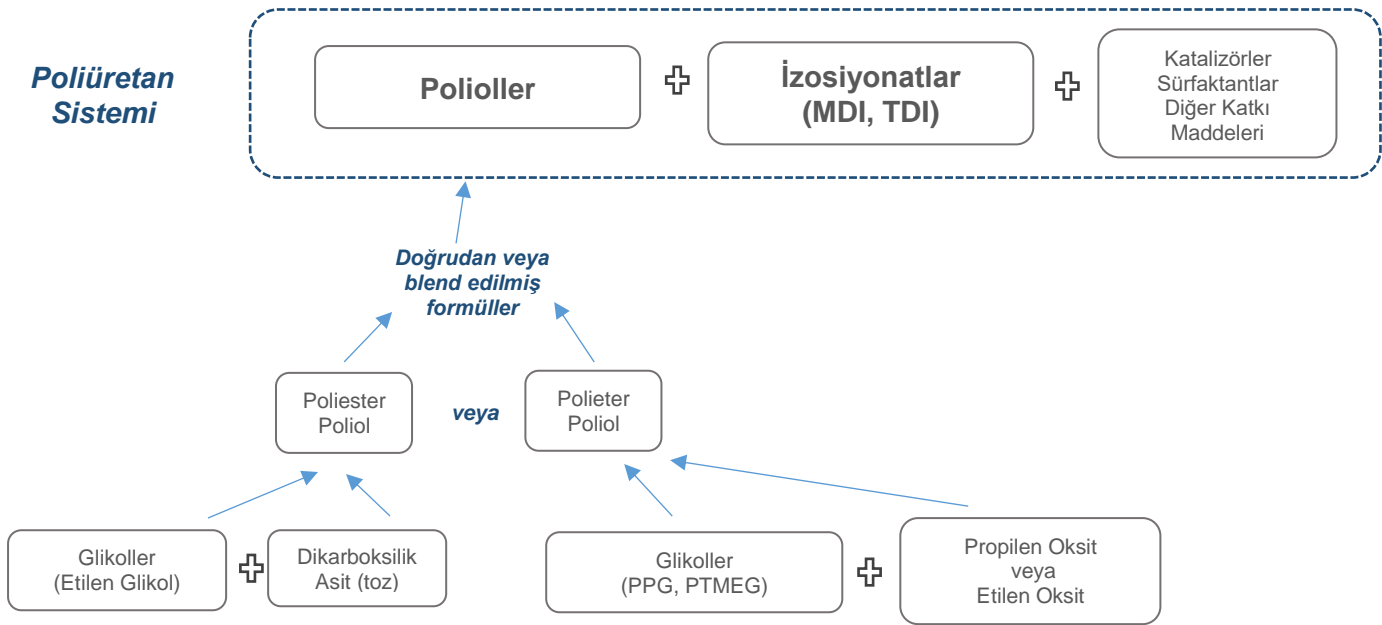
Kaynak: Kimpur, YF Araştırma

(*) Kimpur’un faaliyet gösterdiği ürün grupları dikkate alınmıştır.

Poliüretan Kimyası ve Üretim Prosesleri

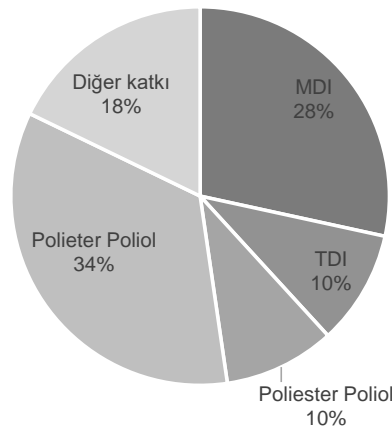
Poliüretan kimyasal olarak alkol (OH) içeren polioller ve (NCO) içeren izosiyanatların reaksiyonu sonucu üretilir. Kullanılan polioller polyester ve polieter bazlı olmak üzere iki ana grupta yer almakta olup, en çok kullanılan izosiyanat türleri ise TDI (toluen diizosiyanat) ve MDI (metilendifenil diizosiyanat) molekülleridir. Poliüretan sistemi bileşenleri genellikle likit formda iken hammadde olarak kullanılacağı tesise sevk edilir ve müşteri tarafından bileşenler özel reçeteye göre karıştırılarak nihai poliüretan şekline dönüşür (esnek, yarı-sert, sert köpük vb.).

Poliüretan Sistem Bileşenleri



Kaynak: YF Araştırma

Poliüretan Sektörü Hammadde Kullanımı (tonaj bazında dağılım)



Kaynak: A.Austin, D.A. Hicks, A review of the global PU industry 2016

Kimpur Üretim Süreçleri

Kimpur Poliüretan Sistem Evi olarak, poliester poliöl üretimini ve prepolimer üretimlerini kendisi gerçekleştirirken, polieter bazlı ürünler ise ithal edilen polieter poliöl kullanarak, yine poliöl paketi olarak formüle edilmektedir. İzosiyanat (MDI), katalizör ve performans artırıcı katkı maddeleri de ithal edilen bileşenler arasındadır.

Şirketin üretim süreçleri temin edilen hammaddelerin belirli koşullarda reaksiyon tanklarında kimyasal tepkimeye sokularak poliüretan sistem bileşenlerinin elde edilmesini kapsamaktadır. Üretimde yüksek otomasyon kullanılmakta olduğundan direkt işçilik giderinin maliyetler içinde payı düşüktür. Fabrikada reaktörlerin gerekli ısıya ulaşması için doğal gaz enerjisi kullanılmaktadır. Ayrıca bazı kimyasalların düşük, bazı kimyasalların da yüksek sıcaklıkta saklanması gerektiğinden, sıcak ve soğuk depolama alanları mevcuttur. Bu işlemlerin gereksinimi olan enerji giderlerinin, toplam üretim maliyeti içindeki payı %1'in altındadır. Gebze tesisinde değişik hacimlerde toplam 27 adet reaksiyon tankı, 13 adet bitmiş ürün ve yarı mamul depolama tankı mevcuttur.

Polyester Poliöl: Polyester polioller, çeşitli dikarboksilik asit ve glikollerin reaksiyonu sonucunda üretilen hidroksil (alkol) grubu (-OH) sonlu yarı mamul ürünlerdir. Poliöl üretimi için ana girdiler olan glikoller otomasyon ile silolardan reaktör tankına aktarılmakta, toz halindeki dikarboksilik asitler yine otomasyon kontrolünde bir yükleme sistemi ile reaktörlere gönderilmektedir. Tanımlı süreler boyunca homojen bir karışım elde edilinceye kadar karıştırılan bileşenler, reaktör sıcaklığı tanımlı sıcaklıklara kadar yükseltilmesiyle kimyasal tepkimeye girmektedir. Glikol ve asitler bu şartlar altında yaklaşık 24 saat bekletilirken, bu sırada tepkime sonucu çıkan su soğutma kolonu ile reaktörden uzaklaştırılmaktadır. Böylece reçetede tanımlı poliester poliöl ürünü elde edilmektedir. Tepkime tamamlandıktan sonra kalite kontrol testleri ve laboratuvar onayına geçilir.

Polimiks: Poliester poliöl, polieter poliöl, sürfaktant, katalist, su ve şişirici ajanların fiziksel karışımıdır. Üretim çeşidine göre otomasyon sistemine tanımlanan reçete girdileri hammadde bunkerlerinden dozajlanarak hassas tartım bunkerlerinde tartılır. Tartılan girdiler endüstriyel mikserlere aktarılır ve tanımlı süreler boyunca homojen bir karışım elde edilinceye kadar karıştırılır. Karışım tamamlandıktan sonra Kalite Kontrol testleri yapılarak ürün otomatik dozajlama ile iş emrinde talep edilen miktarlarda ambalajlanır ve barkod etiketlenmesi yapılır. Etiketler SAP programında çıkarılır ve doldurulmuş ambalajlara üretim personeli tarafından yapıştırılır. Barkod etiketlemesi yapılan ambalajlar palet üzerine dizilir, ambalajların mühürlenmesi ve şeritlenmesi yapılır, dış etkenlerden koruma için streç naylonu sarılarak stok alanında depolanır.

Prepolimer: Prepolimer üretiminde, ürün çeşidine göre otomasyon sistemine tanımlanan reçete girdileri olarak MDI ve polioller hassas tartım ile reaktörlere yüklenir. Tanımlı süreler boyunca homojen bir karışım elde edilinceye kadar reaktör karıştırılır ve reaktör sıcaklığı tanımlı sıcaklıklara artırılır. Tepkimesi tamamlanan üründen alınan numune Kalite Kontrol Laboratuvarında test edilir. Kalite Kontrol onayı alınan ürün otomatik dozajlama ile iş emrinde talep edilen miktarlarda ambalajlanır ve barkod etiketlemesi yapılır. Etiketler SAP programında çıkarılır ve doldurulmuş ambalajlara üretim personeli tarafından yapıştırılır. Barkod etiketlemesi yapılan ambalajlar palet üzerine dizilir, ambalajların mühürlenmesi ve şeritlenmesi yapılır, dış etkenlerden koruma için streç naylonu ile sarılarak stok alanında depolanır.

Kimpur Ürün Grupları

Kimpur tarafından üretimi gerçekleştirilen poliüretan sistemler 4 ana ürün grubu içerisinde takip edilmektedir.

- 1) **Kim FOOT** – Ayakkabı ve terlik sektörü için Poliüretan Sistemler
- 2) **Kim RIGID** – İzolasyon paneli ve Beyaz Eşya sektörleri için Sert Köpük Sistemler
- 3) **Kim FLEX** – Ofis mobilyaları ve Otomotiv sektörleri için Esnek Köpük Sistemler
- 4) **Kim CASE** – Kaplamalar, Yapıştırıcılar, Dolgu malzemeleri vb. uygulamalar

Şirket, ayakkabı ve terlik sistemleri ile başladığı üretim ve satış faaliyetlerine, diğer ürün gruplarını da yıllar içinde eklemiştir. Birçoğu aynı zamanda hammadde üreticisi de olan küresel üreticiler ile rekabet eden Kimpur, farklı sektörlere ürün sağlayan “geniş ürün gamı”; sektörde ilk yerli üretici olması, ürün kalitesi, etik değerleri ile yüksek bir marka bilinirliğine sahiptir. Bu faktörler şirketin pazar payının yıllar geçtikçe artmasını sağlamaktadır.

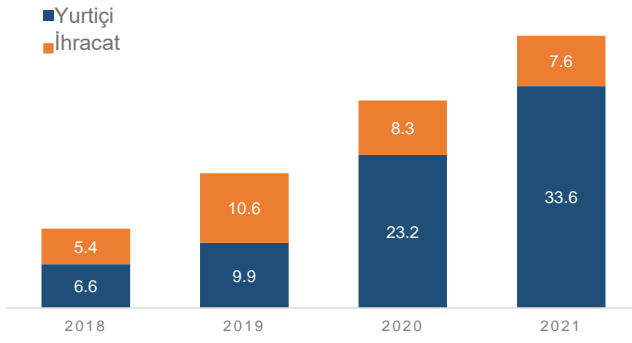
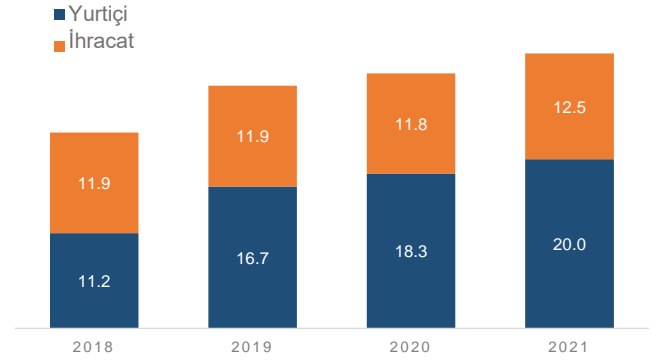
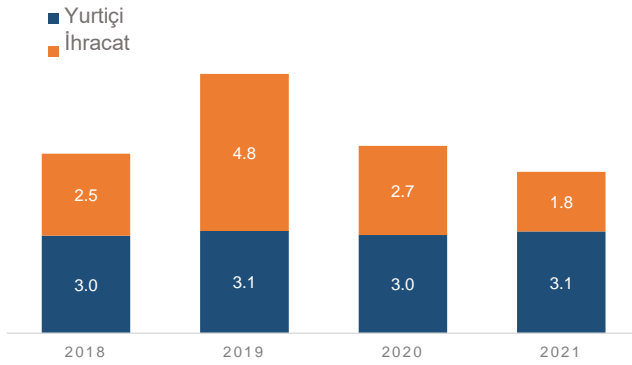
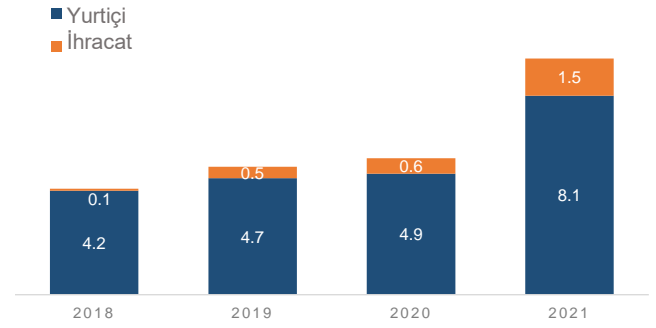
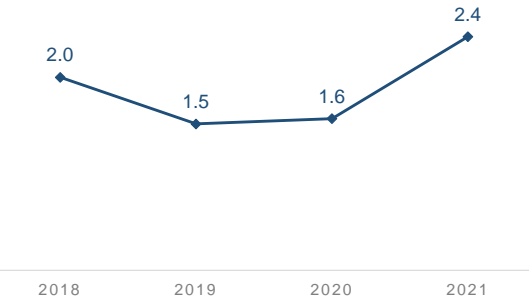
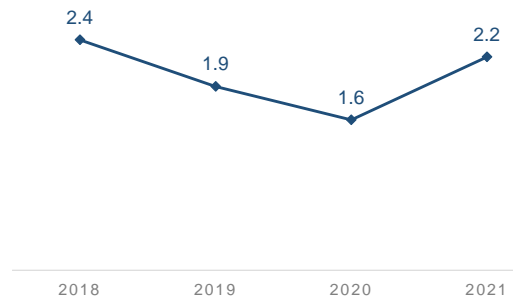
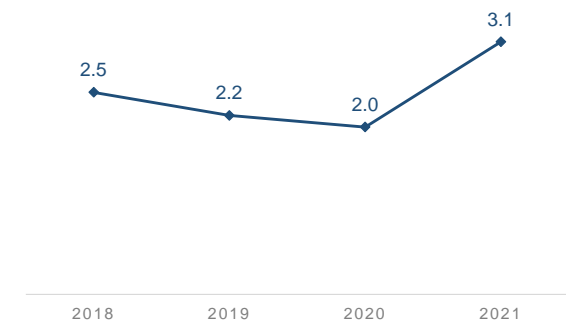
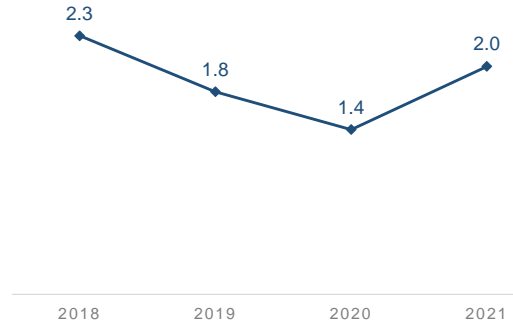
Kimpur’un yurtiçindeki satış ekibi Ayakkabı Grubu Satış ekibi, Rigid ve Flexible Grubu Satış ekibi olmak üzere ürün grupları bazında yapılanmıştır. İhracat için ise ülkeler bazında bir yapılanma söz konusudur. Rusya ve Türkiye Cumhuriyetler, Ortadoğu, Kuzey Afrika, Avrupa ve diğer kıta ülkeleri gibi sektör ve ülke bazında derinlemesine uzmanlık sağlamaya yönelik bir yapılanma içindedir.

Kimpur, müşterilerine direkt satış yapmakta olup, münhasır bayi yapılanması bulunmamaktadır. Üretici firmalarla direkt olarak çalışarak, hem pazara, pazardaki gelişme ve beklentilere daha çok hâkim olmakta, ayrıca müşterilerle uzun dönemli kalıcı işbirlikleri kurmaktadır. Şirketin satışlarının %80’i müşterilerinin %19’u ile gerçekleşmekte olup, Şirket yönetimi herhangi bir müşterinin toplam ciro içindeki payının %5’i geçmemesini hedeflemektedir.

Satış sonrası teknik destek, Ar-Ge ekibi bünyesindeki 5 kişilik yüksek donanımda, teknik tecrübesi yüksek ekip tarafından verilmekte, müşteriler denemeler ve teknik konular dışında, teknik eğitim ve yardım amaçlı da rutin olarak bu ekip tarafından ziyaret edilmektedir.

İhracat’ın satışlar içindeki payı 2019 yılında son 5 yıl içerisindeki en yüksek oran olan %42,5’lik bir paya ulaşmıştır. 2020 ve 2021 yıllarında yurtiçi pazarın daha hızlı toparlanmasıyla ihracatın payı düşmüş olsa da, şirketin hedefi ihracat satışlarının payını %50’lere taşıyabilmektir.

Ürün	Müşteriler	Müşteri Büyüklüğü	Satış Fiyatı	Ar-Ge	Diğer Faktörler
Kim Foot	Ayakkabı tabanı ve terlik üreticileri	Küçük	Ortalama	Normal	Yenilikçi Çözümler, Finansman, Kalite
Kim Rigid	Sandwich Panel Buzdolabı üreticileri	Orta & Büyük	Ortalama	Yüksek	Yenilikçi Çözümler
Kim Flex	Otomotiv Mobilya	Orta & Büyük	Ortalama Üzeri	Yüksek	Güvenilirlik
Kim Case	Coating	Küçük & Orta	Ortalama Üzeri	Yüksek	Ar-Ge
KimPol	Footwear, Rigid, Flexible, CASE	Orta & Büyük	Ortalama Üzeri	Yüksek	Ar-Ge

Kim RIGID Satış Hacmi (Bin ton)**Kim FOOT Satış Hacmi (Bin ton)****Kim FLEX Satış Hacmi (Bin ton)****Diğer Ürünler Satış Hacmi (Bin ton)****Kim RIGID Ortalama Fiyatlar (EUR/kg)****Kim Foot Ortalama Fiyatlar (EUR/kg)****Kim FLEX Average Ortalama Fiyatlar (EUR/kg)****Diğer Ürünler Ortalama Fiyatlar (EUR/kg)**

Kaynak: YF Araştırma

Tedarik Zinciri Yönetimi

Şirketin operasyonlarında tedarik zinciri yönetimi önemli yer tutmaktadır. Üretimde kullanılan ana girdiler %95 oranında ithal ya da ithal orijinli olarak temin edilmekte olup, ithalatın yaklaşık %60'ı Uzak Doğu'dan kalanı ise Avrupa bölgesindeki tedarikçilerden gerçekleştirilmektedir. İthal edilen başlıca bileşenler arasında MDI'lar, dikarboksilik asitler, glikoller, polieter polioller, katalizörler, sürfaktantlar ve özel performans artırıcı katkı maddeleri yer almaktadır. Şirketin hammaddelerinin hepsi döviz bazlı fiyatlanmaktadır ve ağırlıklı USD cinsi satın alma yapılmaktadır.

Şirket yönetimi tüm hammadde ve katkı malzemesi tedariki için alternatif üreticiler ile çalışma stratejisi izlemekte, ayrıca tedarikçilerin Avrupa ve Uzak Doğu gibi farklı coğrafyalardan olmasına da dikkat etmektedir.

Haftalık olarak yapılan satın alma toplantılarında Şirketin SAP programı ve üretim planı doğrultusunda, mevcut stokların seviyesi de değerlendirilerek satın alınacak hammadde miktarlarına karar vermektedir. Alternatif tedarik kaynaklarından alınan fiyatlar toplam maliyet esas alınarak satın alma konusunda karar verilmektedir.

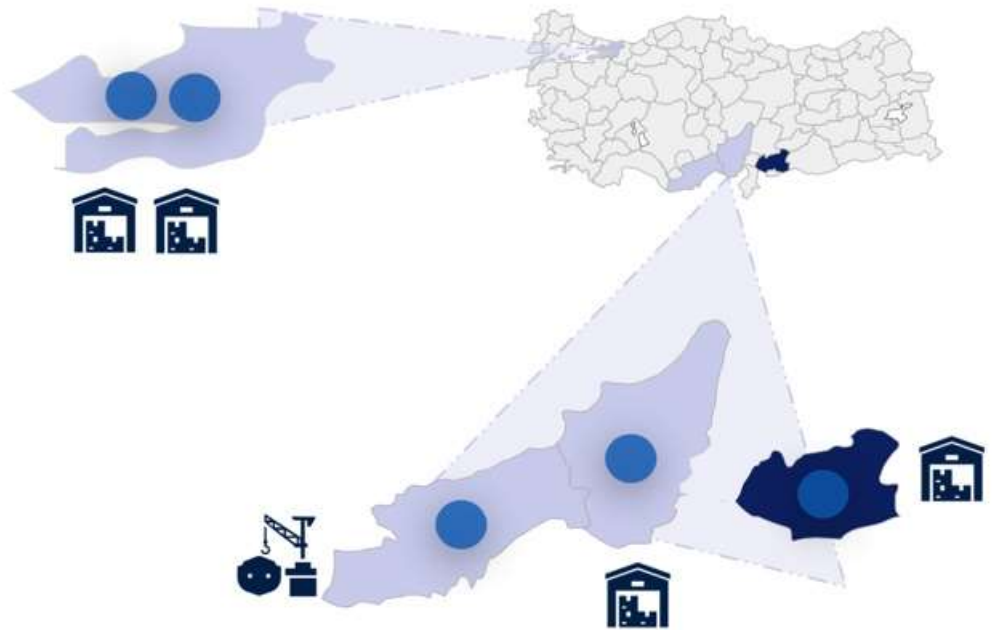
Şirket 1 ay üretilmek üzere hazır, 1 ay tedarikçilerden yüklenmiş ve yolda olan ve 1 ay sipariş verilmiş ve yükleme planı oluşturulmuş olmak üzere, toplam 3 aylık hammadde planlaması ve yeterli emniyet stoku ile üretimini sürdürmektedir.

Şirket ortalama stok devir hızları hammaddeler için yaklaşık 30 gün, ürünler için 15 gündür. Müşterilerin sipariş verdiği tarihten itibaren ürün verme süresi 7 gün'dür.

Şirket, Gebze fabrikası yakınlarındaki depoları dışında, Gaziantep'te bulunan deposundan özellikle GAP bölgesindeki müşterilerine hizmet vermektedir.

Lojistik yönetiminde ithal hammaddelerin stoklanması için Gebze fabrikasının 10 km yarıçapında bir alanda iki adet lojistik firmasından depolama hizmeti almaktadır. Yine bu depolarda, nihai ürünler de depolanarak, ürünlerin müşterilere tam zamanında ulaşması sağlanmaktadır. Şirket Mersin Liman'dan bulk MDI'ları ve Adana'da bulunan 3.taraf depodan yine bu bölgedeki müşterilerine ürünlerini ulaştırmaktadır.

Kimpur Lojistik Depolama Ağı



Ürün Geliştirme ve Büyüme Stratejisi

Kimpur ürün geliştirme amacıyla Araştırma-Geliştirme faaliyetlerini Gebze tesislerinde bulunan Ar-Ge ekibi ile yürütmektedir. Şirket müşterilerinin üretim süreçlerini kolaylaştıracak ve rekabet avantajı oluşturacak formülasyonların geliştirilmesi için müşteriler ile beraber ortak Ar-Ge projeleri de yönetmektedir. Ayrıca Üniversite-Sanayi işbirliği kapsamında çeşitli araştırmaları desteklemekte, bu araştırmaları sanayileştirmek de şirketin önemli hedefleri arasında yer almaktadır. Sadece Türkiye pazarı için değil, Ar-Ge projeleri ile uluslararası rekabetçiliği destekleyecek inovatif ürünlerin ortaya çıkarılması da şirketin stratejisinin önemli bir parçasıdır.

Yeni işbirliği anlaşmaları ile satış hacmi önemli ölçüde artabilir. Şirket özellikle Kim FLEX ve Kim CASE ürün gruplarında, Ar-Ge çalışmalarının meyve vermesi ile beraber önemli ölçüde yeni iş hacmi kazanma potansiyeli taşımaktadır.

Otomotiv sanayinde OEM parça üreticisi bir firma ile poliüretan sistem satışına yönelik test süreçleri devam etmekte olup, işbirliğinin derinleşmesi durumunda 3 yıl içinde 30 bin ton satış hacmi potansiyeline ulaşabileceği hedeflenmektedir.

Ayrıca bir özel üniversite ve küresel bir otomotiv firmasının katılımı ile devam eden bir Ar-Ge projesinde, alternatif malzemeler ile poliüretan üretimi konusunda çalışılmakta olup, projenin ilerlemesi halinde ESG (Çevre ve Sürdürülebilirlik) odaklı fon teşviklerinden faydalanabileceği düşünülmektedir. Çalışmanın ticarileştirilmesi durumunda yine uzun vadeli satış büyümesine önemli katkı verme potansiyeli olacaktır.

Diğer yandan ABD piyasasında potansiyel bir müşteri ile Kim CASE ürün grubunda Ar-Ge ekibince geliştirilen ürün satışı için çalışmaya başlayan şirket, ihracat potansiyelinin kademeli olarak 30 bin tona kadar çıkabileceğini tahmin etmektedir. Fakat yeni üründe şirketin üretimi artırmasının kademeli olarak gerçekleştirilebileceğini düşünüyoruz.

Üretim kapasitesinin beklenen büyümeye cevap verebilmek üzere 200 bin ton seviyesine ulaşması hedefleniyor. Kimpur Gebze'de yer alan ve 129 bin ton yıllık üretim kapasitesi bulunan tesisinde 2-3 yıl içinde tam kapasiteye ulaşmayı beklemektedir. Bu nedenle Gebze tesisinde fiziki olarak büyüme potansiyeli olmadığı dikkate alınarak, Düzce'de 50 bin ton poliüretan üretim kapasiteli yeni bir tesis inşaatına bu sene başlanmıştır. Yaklaşık 15 milyon dolar maliyeti olması beklenen bu yatırım kapsamında, ayrıca 5 bin ton kapasiteli PET geri dönüşüm tesisi ve PET bazlı polyol üretimi yapılması da hedeflenmektedir. Diğer yandan AB pazarlarında daha etkin yer alabilmek için, Letonya'da yaklaşık 10 bin ton üretim kapasitesi bulunan bir tesise %75 ortak olunmuştur. Bu tesisin de orta vadede tek vardiya çalışma düzeninden üç vardiya üretime geçmesi ile 30 bin tona kadar üretim kapasitene ulaşması beklenmektedir. Böylece 2024 sonunda Kimpur'un toplam üretim kapasitesinin 200 bin ton seviyesinde olması öngörülmektedir.

Kimpur Satış Hacmi ve Gelir Projeksiyonları

Kimpur – Satış Hacmi ve Segment Bazında Büyüme Projeksiyonları

Kimpur - Satış Hacmi	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satış Hacmi (Ton)	44.9	62.1	72.8	88.2	102.0	125.0	141.9	152.2	162.8
Foot	23.1	28.6	30.1	32.4	40.0	49.7	55.8	58.0	59.8
Flex	5.4	7.9	5.7	4.9	8.7	10.5	12.4	12.6	12.8
Rigid	12.0	20.4	31.5	40.9	40.7	51.4	57.8	63.2	69.0
Diğer	4.3	5.2	5.5	10.0	12.7	13.4	15.9	18.4	21.1
% hacim büyümesi		38%	17%	21%	16%	23%	13%	7%	7%
Foot		24%	5%	8%	23%	24%	12%	4%	3%
Flex		44%	-28%	-14%	78%	21%	18%	2%	2%
Rigid		70%	54%	30%	-1%	27%	12%	9%	9%
Diğer		21%	7%	80%	28%	5%	19%	16%	15%
Kimpur - Satış Fiyatları	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ortalama Fiyat (EUR/ton)	2,296	1,813	1,604	2,348	2,592	2,533	2,534	2,529	2,525
Foot	2,409	1,921	1,572	2,230	2,453	2,404	2,404	2,404	2,404
Flex	2,463	2,181	2,040	3,078	3,386	3,319	3,319	3,319	3,319
Rigid	2,018	1,530	1,586	2,442	2,686	2,600	2,600	2,600	2,600
Diğer	2,252	1,765	1,436	1,986	2,184	2,141	2,141	2,141	2,141
% fiyat değişimi (EUR)		-21%	-11%	46%	10%	-2%	0%	0%	0%
Foot		-20%	-18%	42%	10%	-2%	0%	0%	0%
Flex		-11%	-6%	51%	10%	-2%	0%	0%	0%
Rigid		-24%	4%	54%	10%	-3%	0%	0%	0%
Diğer		-22%	-19%	38%	10%	-2%	0%	0%	0%
Kimpur - Ciro (Milyon EUR)	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ciro (Milyon EUR)	103	113	117	207	264	317	360	385	411
Foot	56	55	47	72	98	119	134	139	144
Flex	13	17	12	15	29	35	41	42	43
Rigid	24	31	50	100	109	134	150	164	179
Diğer	10	9	8	20	28	29	34	39	45
% ciro büyümesi (EUR)		9%	4%	77%	28%	20%	14%	7%	7%
Foot		-1%	-14%	53%	36%	22%	12%	4%	3%
Flex		28%	-32%	30%	95%	19%	18%	2%	2%
Rigid		29%	60%	100%	9%	22%	12%	9%	9%
Diğer		-5%	-13%	150%	40%	3%	19%	16%	15%

Kaynak: YF Araştırma

Kar Marjı Projeksiyonları

2021-2026 döneminde EUR bazında %113 FAVÖK artışı öngörüyoruz

2021 yılında 28,8 milyon EUR olan Kimpur FAVÖK rakamının, ilerleyen dönemde artan satış hacmi ve gelir büyümesine bağlı olarak 2026 yılında 61,3 milyon EUR seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz.

Karlılığı Etkileyen Faktörler

Döviz kurları: Şirket tüm ürünlerinin satış fiyatlarını EUR cinsinden belirlemekte, fakat satışların yaklaşık yarısının faturası TL olarak kesilmektedir. TL bazlı ticari alacak riskini yönetmek için, alacak tutarı kadar işletme sermayesi kredisi kullanılmakta ve bu tutar dövize çevrilip mevduat yapılmaktadır. Diğer yandan kurdaki oynaklık şirketin stoklarının yeniden değerlendirilmesine ve ilave kar veya zarar elde edilmesine sebep olabilmektedir.

Hammadde ve enerji fiyatları: Poliüretan sektörü genel olarak yurtdışı hammaddeye bağımlı bir sektör olduğundan, hammadde fiyat hareketleri tüm sektörü benzer şekilde etkilemekte, bu nedenle hammadde fiyatındaki değişimlerin satış fiyatlarına yansıtılması görece hızlı gerçekleşmektedir.

Arz-Talep Görünümü: Kimpur birçok farklı sektörden üreticiye satış yapmakta olduğundan, bazı sektörlerdeki hızlı iniş çıkışlardan görece daha az etkilenmektedir. Poliüretan üretiminde kullanılan hammaddelerin arzında küresel olarak yaşanabilecek üretim duruşları veya diğer mücbir sebep durumları, arz-talep dengesini sıkılaştırabilmekte ve tüm ürün gruplarında karlılık üzerinde etkisi olabilmektedir.

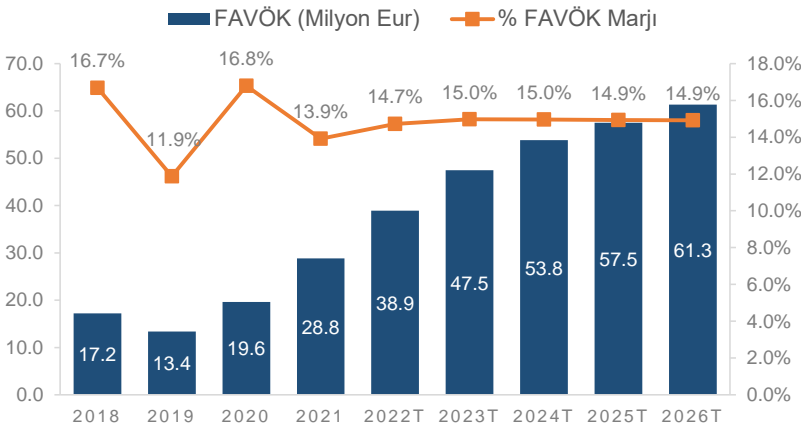
Lojistik Maliyetler: Şirket hammadde tedarik ederken ve yine yurtdışına ihracat yaparken, lojistik maliyetlerdeki değişimden etkilenmektedir. Son dönemde deniz taşımacılığında yaşanan problemler ve maliyet artışları, tedarik maliyetlerini yukarı çekmektedir.

2018-2026 Döneminde Brüt Karlılık ve FAVÖK Marjı Gelişimi

Kimpur - Kar Marjı Projeksiyonları	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar (Milyon EUR)	21.6	18.1	23.9	36.2	46.3	55.4	62.9	67.4	71.9
% Brüt Kar Marjı	20.9%	16.1%	20.4%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
FAVÖK (Milyon EUR)	17.2	13.4	19.6	28.8	38.9	47.5	53.8	57.5	61.3
% FAVÖK Marjı	16.7%	11.9%	16.8%	13.9%	14.7%	15.0%	15.0%	14.9%	14.9%

Kaynak: YF Araştırma

Projeksiyon Döneminde FAVÖK Gelişimi



Kaynak: YF Araştırma

Yatırım Harcamaları ve İşletme Sermayesi

Kimpur'un yatırım harcamaları 2018 yılında 14 milyon TL, 2019 yılında 13 milyon TL ve 2020 yılında 15,2 milyon TL ve 2021 yılında 30 milyon TL olmuştur. Böylece son 4 yılda toplam yatırım harcaması 72 milyon TL'ye ulaşmıştır (döviz karşılığı 9.2 milyon EUR). Bu yatırım harcamaları hem bakım-onarım, hem de Gebze tesisindeki kademeli kapasite artışları için yapılmış olup, ayrıca Ar-Ge projelerini de içermektedir. Şirketin 2026 yılına dek 24,5 milyon EUR daha ilave yatırım harcaması yapmasını tahmin ediyoruz.

İşletme Sermayesi

Kimpur'un işletme sermayesi ihtiyacı 2018-2021 döneminde ticari alacak vadelerinde gerçekleşen iyileşme sonucu, satışlara oran olarak %67 seviyesinden %45 seviyesine gerilediğini tahmin ediyoruz. Fakat TL'de yaşanan değer kaybının şirket cirosuna gecikmeli yansımaları nedeniyle, işletme sermayesi kalemlerini EUR bazında hesapladığımızda işletme sermayesinin satışlara oranının %32 seviyesinde olduğunu buluyoruz.

2018 yılında 63 gün, 2019 yılında 54 gün, 2020 yılında 53 gün olan stok gün sayısı, 2021 yılında 49 güne gerilemiştir.

Ticari Alacak gün sayısı ise 2018 yılında 231 gün iken, 2019 yılında 173 güne, 2020 yılında 153 güne ve 2021 yılında 130 güne gerilemiştir.

Operasyonel İşletme Sermayesinin, 2021-2026 yılları arasında satışlara oranının EUR bazında ortalama %32 olmasını hesaplıyoruz.

Yatırım Harcaması ve İşletme Sermayesi Gelişimi

Kimpur - Yatırım Harcamaları	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Yatırım Harcamaları (Milyon EUR)	2.5	2.0	1.9	2.8	12.2	4.7	2.4	2.5	2.8
% Satış Gelirine Oran	2.4%	1.8%	1.6%	1.4%	4.6%	1.5%	0.7%	0.6%	0.7%

İşletme Sermayesi (Milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Stoklar	80	98	119	360	716	954	1,131	1,203	1,397
Stok Gün Sayısı	63	54	53	49	50	55	55	55	55
Ticari Alacaklar	370	311	488	1,065	1,804	2,244	2,811	2,847	3,455
Ticari Alacak Gün Sayısı	231	173	153	130	110	110	110	110	110
Ticari Borçlar	61	148	206	440	853	977	1,180	964	1,421
Ticari Borç Gün Sayısı	48	64	87	66	60	60	57	51	50
Operasyonel İşletme Sermayesi	389	261	401	986	1,666	2,221	2,762	3,085	3,430
% Satış Gelirine Oran	66.6%	36.4%	42.7%	45.4%	35.0%	33.1%	32.9%	32.9%	32.8%
Operasyonel İşletme Sermayesi (EUR)	64	39	44	65	83	100	113	121	129
% Satış Gelirine Oran (EUR)	62.5%	34.7%	37.7%	31.6%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%

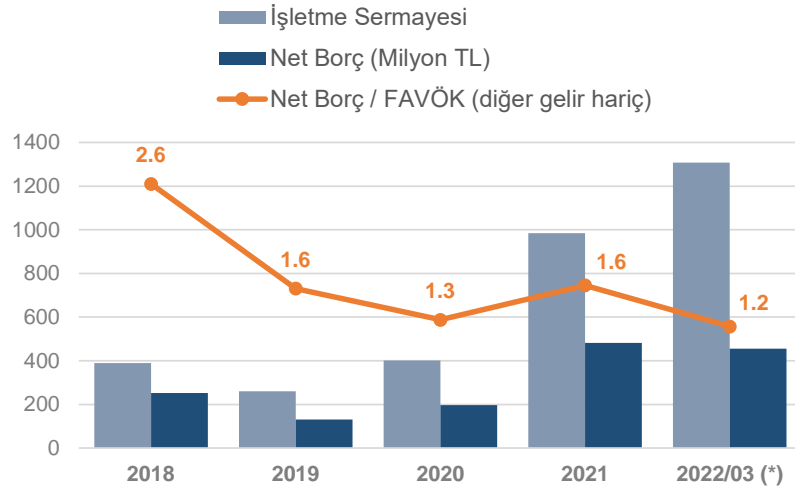
Kaynak: YF Araştırma

Borçluluk Profili

Kimpur'un konsolide net borcu 2022/1Ç dönem sonu itibariyle 791 milyon TL seviyesindedir. Faaliyetlerden diğer gelirler (kur farkları) hariç FAVÖK dikkate alındığında net borç/FAVÖK rasyosu geriye dönük olarak 2,1x olarak hesaplanırken, diğer gelirler (kur farkı etkisi) dahil FAVÖK dikkate alındığında net borç/FAVÖK rasyosu 1,1x seviyesindedir. 2022/1Ç dönemi itibariyle halka arz ile gerçekleşen sermaye artırımını da dikkate alındığında, diğer gelir hariç net borç/FAVÖK rasyosunun 1,2x seviyesinde olduğunu hesaplıyoruz.

Şirketin brüt toplam finansal borcu, tamamı kısa vadeli olmak üzere 1,4 milyar TL seviyesindedir. Bu kredilerin tamamı TL bazında olup, ortalama faizi ise yaklaşık %19 seviyesindedir. Şirketin bilanço dışı türev pozisyonları ve KKM (Kur Korumalı Mevduat) varlıkları dahil olarak 1 milyar TL üzerinde uzun FX pozisyonu devam etmektedir.

Net Borç Gelişimi



Kaynak: YF Araştırma

Kimpur FX Pozisyonu	2018	2019	2020	2021
Finansal Krediler (Milyon TL)	280	182	522	1033
TL	250	96	379	1033
FX	30	86	143	0
Nakit (Milyon TL)	27	53	281	554
TL	2	32	83	14
FX	25	21	198	540
Net Borç (Milyon TL)	253	129	241	483
Ticari Alacak (Milyon TL)	370	311	488	1065
TL	286	254	334	627
FX	85	58	154	438
Ticari Borç (Milyon TL)	61	148	206	441
TL	10	11	18	113
FX	52	138	188	328
Net FX Pozisyon (TL karşılığı)	40	-142	22	669

Kaynak: YF Araştırma

İNA Değerlemesi

Kimpur için İndirgenmiş Nakit Akımı tahminlerimizde projeksiyon dönemini 2021-2026 olarak belirliyoruz. Uç değer hesaplamamızda 2026 yılı FAVÖK'ünü baz alarak 5,5x FAVÖK çarpanı ile çıkış değeri tahmin ediyoruz. Şirketin satış fiyatları temel olarak EUR cinsi belirlendiğinden, hem yurtiçi hem de yurtdışı operasyonların döviz cinsinden takip edilmesi nedeniyle İNA değerlememizi de EUR para birimi değerler üzerinden yapmaktayız. EUR bazında risksiz getiri oranı olarak %6,5 kullanırken, şirket betasını 1,0x ve sermaye risk primini %5,0 olarak kabul ederek %11,5 EUR bazında özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Borç maliyeti %7,5 ve vergi sonrası borç maliyetini ise %6,0 olarak kabul ediyoruz. Toplam sermaye içerisinde ortalama %55 özsermaye ağırlığı ve %45 borç ağırlığı tahmin ederek, şirketin ortalama sermaye maliyetini %9,0 olarak hesaplıyoruz.

Bu varsayımlar altında Kimpur için 304 milyon EUR özsermaye değerine ulaşıyor, 2022 yıl sonu EUR/TL kurunun 20.00 seviyesinde olacağı tahminini kullanarak, hedef piyasa değerini 6,1 milyar TL ve hedef hisse fiyatını 50.00 TL olarak hesaplıyoruz.

Kimpur Konsolide İNA Modeli (Milyon Euro)	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satış	207.1	264.4	316.8	359.7	385.0
Satış Hacmi (Bin ton)	88.2	102.0	125.0	141.9	152.2
Ortalama Satış Fiyatı (EUR/ton)	2,348	2,592	2,533	2,534	2,529
% toplam ciro büyümesi (EUR)	77%	28%	20%	14%	7%
% satış hacmi büyümesi (ton)	21%	16%	23%	13%	7%
% ortalama fiyat değişimi (EUR)	46%	10%	-2%	0%	0%
FAVÖK	28.8	38.9	47.5	53.8	57.5
% marj	13.9%	14.7%	15.0%	15.0%	14.9%
ton başına FAVÖK (EUR/ton)	327	382	380	379	378
(-) Vergi	-6.1	-5.7	-6.9	-9.4	-10.0
(-) İşletme sermayesinde değişim	-21.4	-18.0	-16.5	-13.5	-8.0
(-) Yatırım Harcamaları	-2.8	-12.2	-4.7	-2.4	-2.5
Serbest Nakit	-0.7	3.0	19.4	28.6	37.0
% satışlara oran	-0.4%	1.2%	6.1%	7.9%	9.6%

İNA - 2026'ya kadar olan dönem	101.5
Uç Değer - 5.5x FAVÖK çarpanı	238.7
Net Borç 1Ç2022 (Düzeltilmiş)	35.8
Hedef Özsermaye Değeri (Milyon EUR)	304.4
Hedef Özsermaye Değeri (Milyon TL)	6,087
Hedef Hisse Fiyatı	50.00
Bugünkü Hisse Fiyatı	31.10
Yükseliş Potansiyeli	61%

(*) temettü sonrası fiyatlar

Risksiz Getiri (EUR)	6.5%
Beta	1.0
Sermaye Risk Primi	5.0%
Özsermaye Maliyeti	11.5%
Borç maliyeti (EUR)	7.5%
Vergi oranı	20.0%
Vergi sonrası Borç Maliyeti	6.0%
Ortalama Sermaye Maliyeti	9.0%
Özsermaye ağırlık %	55%
Borç ağırlık %	45%

Kaynak: YF Araştırma

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayımlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yrd.	levent.durusoy@vf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------	--	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Müdür	serhat.kaya@vf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
-------------	-------	--	---------------------

Erol Gürcan	Ekonomist	erol.gurcan@vf.com.tr	+90 (212) 334 98 37
-------------	-----------	--	---------------------

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04