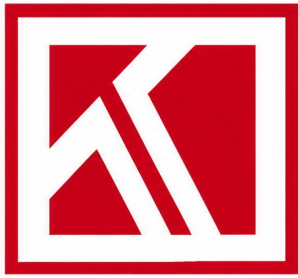


Kapeks Kimya Sanayi A.Ş. (KPEKS)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



KAPEKS

İçindekiler	Sayfa
Şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Kar Dağıtım Politikası	6
Halka Arz Özeti	7
Halka Arz Gelirinin Kullanımı	8
Halka Arz Bilgileri	10
Kullanılan Değerleme Yöntemleri	11
Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş	15
Finansal Tablolar	17
Uyarı Notu	19

Şirket Hakkında

- Kapeks Kimya Sanayi A.Ş. (Kapeks), 30 Aralık 1996 tarihinde Ankara’da “Girişim Gösteri Organizasyonları Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi” unvanıyla kurulmuştur. Şirket, kuruluşundan 2007 yılına kadar festival, milli bayram ve devlet törenlerinde gösteri amacıyla kullanılan havai fişek ve piroteknik malzemelerin ithalatı ve yurt içinde satışı faaliyetlerinde bulunmuştur. 2007 yılında patlayıcı madde üretim ve depolama tesisi yatırımlarına yönelik çalışmalara başlayan Şirket, 2008 yılında Çankırı Şabanözü’ndeki ilk şubesini kurmuş, Şabanözü Fabrikası’nın kurulumunu 2010 yılında tamamlamış ve aynı yıl ilk üretim tesisi olan ANFO (Amonyum Nitrat Fuel Oil) üretim tesisini devreye almıştır. Şirket’in türü 2020 yılında limited şirketten anonim şirkete dönüştürülmüş ve unvanı “Kapeks Kimya Sanayi Anonim Şirketi” olarak değiştirilmiştir.
- Şirket, sivil patlayıcı maddelerden sismik ve grizu güvenli ürünler dahil olmak üzere yer altı ve yer üstü patlatma operasyonlarında kullanılan ANFO, yemlemeye duyarlı emülsiyon patlayıcı, kapsüle duyarlı emülsiyon patlayıcı, elektriksiz kapsül ve şok tüpün üretimi, depolanması ve satışı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket’in üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler; kapsüle duyarlı emülsiyon patlayıcılar, yemlemeye duyarlı patlayıcılar, dökme yemlemeye duyarlı patlayıcılar ve ateşleme sistemleri olmak üzere dört ana grupta toplanmaktadır.
- Şirket, patlayıcı maddelere ilişkin üretim, depolama ve satış faaliyetlerine ek olarak patlatma hizmetleri ile mühendislik hizmetleri de sunmaktadır. Patlatma hizmetleri genel itibarıyla madencilik, çimento ve taş ocakları sektörlerinde üretim amacıyla delinen patlatma deliklerinin doldurulması ve patlatılması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Şirket’in mühendislik hizmetleri; veri analizi, patlatma denetimi ve optimizasyonu, patlatma tasarım ve modelinin oluşturulması ile patlatma hasarı kontrolü faaliyetlerini kapsamaktadır.
- Şirket’in yurt içinde dört ve yurt dışında bir olmak üzere toplam beş şubesi bulunmaktadır. Yurt içindeki bütün üretim faaliyetleri Şabanözü Fabrikası’nda gerçekleştirilmektedir. Şabanözü Fabrikası, patlayıcı madde üretimi, depolanması ve satışı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket’in Şabanözü işletmesinde sanayi faaliyetlerini yürüttüğü üretim sahası ve çevresi, 6.990 m²’si kapalı olmak üzere toplam 960.358,08 m² alandan oluşmaktadır.

- Şabanözü Fabrikası'nda ANFO üretim tesisi, yemlemeye duyarlı patlayıcı üretim tesisi, kapsüle duyarlı emülsiyon patlayıcı üretim tesisi, elektriksiz ve elektronik kapsül üretim tesisi ile şok tüp üretim tesisi olmak üzere toplam beş üretim tesisi bulunmaktadır. Şirket'in yıllık üretim kapasitesi 35.640 ton ANFO, 6.912 ton yemlemeye duyarlı patlayıcı, 9.216 ton dökme emülsiyon patlayıcı, 6.480 ton kapsüle duyarlı emülsiyon patlayıcı, 6.220.800 adet kapsül, 648.000 adet elektronik kapsül ve 28.512 km şok tüp seviyesindedir.
- Şirket, ürettiği patlayıcı madde ürünlerine ilişkin depolama faaliyetlerini Şabanözü Fabrikası'nda bulunan toplam 250 ton depolama kapasitesine sahip üç adet patlayıcı madde deposunda gerçekleştirmektedir.
- Şirket, Şabanözü Fabrikası'nda kurduğu şok tüp üretim tesisi ile şok tüp üretimine yönelik çalışmalarına devam etmektedir. Şirket ayrıca 38.800 km/yıl üretim kapasitesine sahip ikinci şok tüp üretim hattının kurulmasına yönelik 26 Mayıs 2025 tarihinde yapım sözleşmesi imzalamıştır. İkinci hatta üretim denemelerine 2026 yılı sonuna kadar başlanması hedeflenmektedir. Şirket, elektronik kapsül üretimi için çalışmalarını tamamlamış ve kendi üretimi olan elektronik kapsülün satışına başlamıştır.
- Şirket'in yurt içindeki ikinci şubesi, 26 Haziran 2024 tarihinde tescil edilen Manisa Şubesi'dir. Manisa Şubesi'nde herhangi bir üretim faaliyeti bulunmamakta olup şube, patlayıcı madde üretimi ile bu ürünlerin depolanması ve satışı faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuştur.
- Şirket, Manisa Tesis Projesi kapsamında Emniyet Genel Müdürlüğü'nden beş adet toplam 410 ton kapasiteli patlayıcı deposu inşaatı ve ANFO üretim tesisi inşaatı için izin almıştır. Bu kapsamda üç adet toplam 273 ton kapasiteli patlayıcı deposunun yapımı için çalışmalara başlanmıştır.
- Şirket, 17 Nisan 2019 tarihinde Liberya Cumhuriyeti'nin Montserrado bölgesinde kurulan Kapeks Liberia unvanlı yurt dışı şubesi aracılığıyla Liberya'da bulunan maden sahasının içinde yer alan ve maden firmasına ait bulk emülsiyon üretim tesisinde yer üstü ve yer altı patlayıcı maddelerin üretimini gerçekleştirmektedir.
- Şirket'in doğrudan iştirak ettiği ve konsolide finansal tablolarına dahil edilen yurt içinde iki ve yurt dışında bir olmak üzere toplam üç bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

- Şirket'in bağlı ortaklıkları Komex Patlayıcı, Adreks Lojistik ve Kapex LLC'dir. Komex Patlayıcı'nın yapmış olduğu ANFO Üretim İşbirliği ve Patlayıcı Madde Depo Kira Sözleşmeleri 2026 yılı Nisan ayı sonunda sona erdirilmiş olup Komex Patlayıcı üzerinden yürütülen satış ve depolama faaliyetleri doğrudan Şirket tarafından yürütülmektedir. Şirket, Adreks Lojistik aracılığıyla lojistik hizmeti sağlayabilmektedir.
- Şirket'in Özbekistan'da kurulu bağlı ortaklığı Kapex LLC, patlayıcı madde üretim, depolama ve satış lisanslarına sahiptir. Söz konusu lisanslı faaliyetlere başlanmasına yönelik çalışmalar devam etmektedir. Şirket, 2025 yılında Kapex LLC'nin %79 oranındaki payını devralmış, 29 Haziran 2026 tarihinde gerçekleştirilen ilave pay devri sonucunda Kapex LLC'deki pay oranını %81'e yükseltmiştir.
- Şirket, satış faaliyetlerini yurt içinde ve yurt dışında gerçekleştirmektedir. 2025 yılı konsolide hasılatının %16,33'ü yurt dışı satışlardan oluşmuştur. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla Şirket'in başlıca yurt dışı pazarları Azerbaycan, Liberya, Gürcistan, Özbekistan, Karadağ ve Ukrayna'dır.
- Şirket, Orica Mining Services Portugal Lda ile 1 Aralık 2024 tarihinden geçerli olmak üzere iş birliği anlaşması imzalamıştır. Söz konusu anlaşma kapsamında Şirket, Orica Mining Services Portugal Lda'nın Türkiye'de ilgili hizmetlerin sunulmasına yönelik 30 Kasım 2029 tarihine kadar tek ve münhasır distribütörü olarak faaliyet göstermekte ve Orica'nın ürün portföyüne yönelik satış ve teknik destek hizmetleri sunmaktadır.
- Şirket, Şabanözü Fabrikası için birinci GES yatırımını Şubat 2024'te, ikinci GES yatırımını ise Mart 2026'da tamamlayarak devreye almıştır. İkinci GES yatırımının tamamlanmasıyla elektrik üretim kapasitesi toplam 2.610 kWe seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in 2025 yılı sonu itibarıyla elektrik üretimi 3.027.417 kWh, elektrik tüketimi ise 2.086.885 kWh olarak gerçekleşmiştir.

Kar Dağıtım Politikası

- Şirket Yönetim Kurulu 30.09.2024 tarihinde kâr dağıtım politikasını belirlemiştir. Belirlenen politikanın, Şirket paylarının halka arzını takiben en geç halka arzdan sonra gerçekleştirilecek ilk genel kurul toplantısına kadar kabul edilmesi ve yürürlüğe konulması planlanmaktadır.
- Şirket'in kâr dağıtım politikasına göre; orta ve uzun vadeli Şirket stratejisi, yatırım ve finansman politikaları, sürdürülebilir büyüme hızı, kârlılık, kredi ve finansman geri ödemeleri ile nakit durumu dikkate alınarak, 2024 yılı hesap dönemine ilişkin dağıtılabilir kârdan başlamak üzere 5 yıl boyunca, ilgili mevzuat çerçevesinde hesaplanan dağıtılabilir kârın en az %20'sinin nakit veya kârın sermayeye eklenmesi suretiyle bedelsiz olarak ya da belli oranda nakit ve belli oranda bedelsiz pay olarak dağıtılmasının Genel Kurul'a teklif edilmesi esas alınmaktadır.
- Yasal muhasebe kayıtlarına göre net dağıtılabilir dönem kârının oluşmaması veya hesaplanan net dağıtılabilir dönem kârının çıkarılmış sermayenin %5'inin altında kalması halinde kâr dağıtımı yapılmayabilir.
- Ayrıca Şirket'in 30.09.2024 tarihli taahhüdü kapsamında, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca kârın sermayeye eklenmesi suretiyle bedelsiz veya belli oranda nakit ve belli oranda bedelsiz pay dağıtımı yapılmayacaktır.

Halka Arz Özeti

- Kapeks Kimya Sanayi A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin 100.000.000 TL'den 125.100.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 25.100.000 TL nominal değerli, beheri 1 TL nominal değerli 25.100.000 adet hamiline B Grubu pay halka arz edilecektir. Halka arzın tamamı sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek olup ortak satışı bulunmamaktadır.
- Halka arz edilen 25.100.000 adet B Grubu payın halka arz sonrası çıkarılmış sermayeye oranı %20,1 olacaktır. Ek satış bulunmamaktadır. Halka arz edilecek B Grubu paylara tanınmış herhangi bir imtiyaz bulunmamaktadır.

Kapeks Kimya Sanayi A.Ş. (KPEKS)		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortak	Pay Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Hakan Kaya	A	5,800,000		5,800,000	
	B	13,453,125	19.25%	13,453,125	15.39%
Müfit Erdil	A	5,800,000		5,800,000	
	B	13,453,125	19.25%	13,453,125	15.39%
Hasan Hatunoğlu	A	5,800,000		5,800,000	
	B	13,453,125	19.25%	13,453,125	15.39%
Gökhan Aydın	B	11,362,500	11.36%	11,362,500	9.08%
Berrin Hatunoğlu	A	2,887,970		2,887,970	
	B	6,738,593	9.63%	6,738,593	7.70%
Haluk Salgır	B	4,125,000	4.12%	4,125,000	3.30%
Ayşe Arkan	B	3,609,961	3.61%	3,609,961	2.89%
Fuat Burtan Arkan	A	1,082,990		1,082,990	
	B	2,526,971	3.61%	2,526,971	2.89%
Metehan Derya	B	2,500,000	2.50%	2,500,000	2.00%
Ümit Kılıç	B	2,500,000	2.50%	2,500,000	2.00%
Velat Alabaş	B	2,500,000	2.50%	2,500,000	2.00%
Ferhan Arkan	B	2,406,641	2.41%	2,406,641	1.92%
Halka Açık					20.06%
Sermaye Artışı				25,100,000	20.06%
Ortak Satışı				0	0.00%
Toplam		100,000,000	100.0%	125,100,000	100.0%

Kaynak: Şirket İzahname, GarantiBBVA Yatırım

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

- Şirket'e halka arz ile kaynak temin edilmesi yoluyla; kurumsallaşma, Şirket'in adil piyasa değerinin belirlenmesi, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi, Şirket'e değer yaratması beklenen yeni yatırım fırsatlarının fonlanması ve işletme sermayesine kaynak sağlanması hedeflenmektedir.
- Şirket'in sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan 2.359.400.000 TL brüt gelir elde etmesi beklenmektedir. Halka arza ilişkin tahmini toplam maliyetin 101.627.140 TL olması ve halka arz sonucunda Şirket'in 2.257.772.860 TL net gelir elde etmesi öngörülmektedir.
- Şirket tarafından sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin:

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Kullanım Oranı
Yurt içi ve yurt dışı yeni üretim tesisi ve depo yatırımları, şirket satın almaları ve mevcut üretim hatlarında otomasyon, kapasite artırımını ile ürün geliştirme yatırımları	%40 - %50
İşletme sermayesinin güçlendirilmesi ve hammadde tedariğinin finansmanı	%50 - %60
Toplam	100%

Kaynak: Şirket İzahname

- Yurt içi ve yurt dışı yeni üretim tesisi ve depo yatırımları, şirket satın almaları ve mevcut üretim hatlarında otomasyon, kapasite artırımını ile ürün geliştirme yatırımları:** Şirket, net halka arz gelirinin %40-%50 oranındaki kısmı ile yürüttüğü üretim ve depolama faaliyetlerini geliştirmek amacıyla yurt içinde ve yurt dışında yeni üretim tesisleri ile depoları satın almayı/kurmayı ve işletmeyi planlamaktadır. Ayrıca, genel ekonomik ve piyasa koşullarının uygun olması halinde yeni şirket satın alımı dahil olmak üzere mevcut faaliyetlerinin geliştirilmesi, otomasyonu, kapasite artışlarının sağlanması ve ürün geliştirme amacıyla ortaya çıkabilecek alternatif yatırım alanlarını değerlendirmeyi ve halka arz gelirini ilgili yatırım alanlarında kullanmayı hedeflemektedir.

- **İşletme sermayesinin güçlendirilmesi ve hammadde tedariğinin finansmanı:** Şirket, net halka arz gelirinin %50-%60 oranındaki kısmını, planlanan yatırımların tamamlanmasıyla artması hedeflenen üretim kapasitesi ve iş hacmine paralel olarak artacak faaliyet giderleri ve operasyonel ihtiyaçların karşılanması ile hammadde ve ticari mal finansmanının sağlanması amacıyla işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanmayı planlamaktadır.
- Şirket, yurt içi ve yurt dışı ekonomik koşulları dikkate alarak fon kullanımında belirtilen kategoriler ve tahsisat oranları arasında Şirket'in menfaatine olacak şekilde azami %10 oranında geçiş yapabilecektir. Bu sınırı aşan değişiklikler için Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirimde bulunulacak ve Kurul'un izni alınacaktır.
- Halka arzdan elde edilen net gelirler, yukarıda belirtilen alanlarda kullanılmaya başlanana kadar Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat, katılım hesabı ve/veya borçlanma araçları ve/veya yatırım fonları gibi düşük riskli menkul kıymet alımları suretiyle ve/veya fonun değerini korumak amacıyla benzer korumayı sağlayabilecek çeşitli finansal enstrümanlarda nemalandırılacaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun bu yöntemlerden hangisi/hangileri ile nemalandırılacağına ve nemalandırmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Kapeks Kimya Sanayi A.Ş.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı : 25.100.000 TL Ortak Satışı : Yoktur Toplam : 25.100.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	125.100.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,1
Payların Niteliği	B Grubu, hamiline; halka arz edilen payların hiçbir imtiyazı yoktur.
Ek Satış	Yoktur.
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı ve Büyüklüğü	94,00 TL ve 2.359.400.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	12-13-14 Ağustos 2026 (3 iş günü)
İşlem Görmesi Planlanan Pazar	BİST – Yıldız Pazar
Konsorsiyum Liderleri	TSKB ve Ziraat Yatırım Eş Lider: Yatırım Finansman
Tahsisat Grupları	• 12.550.000 TL (%50) Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar • 1.255.000 TL (%5) Yüksek Talepte Bulunacak Yatırımcılar • 6.275.000 TL (%25) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar • 5.020.000 TL (%20) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Satmama Taahhüdü	Şirket: Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine ilişkin taahhüt. Mevcut tüm pay sahipleri: İzahname onay tarihinden payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihin birinci yıl dönümüne kadar sahip oldukları payları satışa veya halka arza konu etmeme; Borsa İstanbul'da veya dışında satmama, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamama ve özel emir ve/veya toptan satış işlemlerine konu etmeme taahhüdü.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Ziraat Yatırım tarafından gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 15 gün süreyle; Şirket'in sermaye artırımından elde edeceği brüt halka arz gelirin %20'si kaynak olarak kullanılacaktır. İşlemlerin gerçekleştirilmesine ilişkin garanti bulunmamaktadır.
Kar Dağıtım Politikası	2024 yılı hesap dönemine ilişkin dağıtılabilir kârdan başlamak üzere 5 yıl boyunca, ilgili mevzuat çerçevesinde hesaplanan dağıtılabilir kârın en az %20'sinin nakit veya kârın sermayeye eklenmesi suretiyle bedelsiz olarak ya da belli oranda nakit ve belli oranda bedelsiz pay olarak dağıtılmasının Genel Kurul'a teklif edilmesi esas alınmaktadır. Yasal muhasebe kayıtlarına göre net dağıtılabilir dönem kârının oluşmaması veya hesaplanan net dağıtılabilir dönem kârının çıkarılmış sermayenin % 5'inin altında kalması halinde kâr dağıtımı yapılmayabilir.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	• %40 - %50: Yurt içi ve yurt dışı yeni üretim tesisi ve depo yatırımları, şirket satın almaları ve mevcut üretim hatlarında otomasyon, kapasite artırımı ile ürün geliştirme yatırımları • %50 - %60: İşletme sermayesinin güçlendirilmesi ve hammadde tedarikinin finansmanı
Brüt / Net Halka Arz Geliri	Brüt Gelir : 2.359.400.000 TL Tahmini Toplam Maliyet : 101.627.140 TL Net Gelir : 2.257.772.860 TL

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- Kapeks Kimya Sanayi A.Ş. için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme çalışması sonucunda hesaplanan 117,50 TL iskonto öncesi birim pay değerine %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 94,00 TL olarak belirlenmiştir.
- Kapeks Kimya Sanayi A.Ş.'nin pay başına değerinin tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ve Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda hesaplanan 367.936 Bin USD özsermaye değerine %40, Piyasa Çarpanları Analizi sonucunda hesaplanan 171.488 Bin USD özsermaye değerine %60 ağırlık verilmiş; ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 250.067 Bin USD olarak hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde Şirket'in geçmiş dönem verileri ile 31.03.2026 tarihli bilançosu dikkate alınarak 2026-2032 yılları arasındaki 7 yıllık iş planı üzerinden değerlendirme çalışması yapılmıştır. Gelir tablosu projeksiyonu oluşturulurken ürün kategorilerindeki satışlar, kârlılık beklentileri ve yatırım planlarına bağlı değişimler dikkate alınmıştır. Şirket'in gelir projeksiyonu farklı ürün kategorilerindeki satışları ve fiyatlandırma kabiliyetleri analiz edilerek oluşturulmuştur.
- Gelir projeksiyonunda Şirket'in hammaddelerinin tamamına yakınının döviz cinsinden veya döviz bazlı olması nedeniyle ana gelir kaynaklarının döviz cinsinden veya döviz bazlı olması dolayısıyla projeksiyonlar USD cinsinden hazırlanmıştır. Ürün birim fiyatları projeksiyon dönemi boyunca kur, EUR/USD paritesi ve enflasyon beklentileri üzerinden varsayılmıştır. Şirket'in yurt dışı pazarlarda gösterdiği faaliyetlerin ve Orta Asya pazarındaki konumunun dikkate alındığı projeksiyonda, Kapex LLC'nin sermayesinin %81'ine tekabül eden paylar kapsamında projeksiyondaki konsolidasyona tabi tutulmuştur.
- Satışların maliyeti projeksiyonunda temel olarak malzeme maliyeti, işçilik maliyeti ve satış maliyetleri dikkate alınmıştır. Malzeme maliyeti projeksiyonu kapsüle duyarlı patlayıcı, yemlemeye duyarlı patlayıcı, ANFO, elektriksiz kapsül, fitil, elektronik kapsül ve elektrikli kapsül ile birim maliyetler üzerinden hesaplanmıştır. Ürün birim maliyetleri projeksiyon dönemi boyunca gelir tarafındaki ile benzer varsayımlar üzerinden kur, EUR/USD paritesi ve enflasyon beklentileri doğrultusunda öngörülmüştür.

- Brüt kârlılık projeksiyonunda Şirket'in operasyonel verimlilik kapsamında aldığı aksiyonların brüt kârlılık marjlarında etkisinin görülmesi beklenmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda 2023 yılından 2025 yılı sonuna kadar ortalama %36,4 brüt kârlılık faaliyeti sürdürülmüş olduğu belirtilmiştir. 2025 yılı sonu itibarıyla brüt kârlılığın %34,6 olarak gerçekleştiği, 2026 yılında Özbekistan'da satış faaliyetlerine başlanması ve 2027 yılında Özbekistan'da üretimin faaliyete geçecek olmasıyla brüt kârlılığa pozitif anlamda etki yaratacağı değerlendirilmiş; 2026-2032 döneminde brüt kârlılığın %33,3-%38,4 aralığında tutulacağı öngörülmüştür.
- Faaliyet giderleri projeksiyonunda pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderleri dikkate alınmıştır. Şirket'in amortisman hariç faaliyet giderlerinin net satışlara oranının 2023 yılından 2025 yılına kadar incelendiğinde ortalama %16,4 seviyesinde gerçekleşmiş olduğu, 2026-2032 projeksiyon döneminde ise bu oran ortalama %12,9 seviyesinde seyretmesinin öngörüldüğü belirtilmiştir.
- Net işletme sermayesi projeksiyonunda Şirket'in ticari alacak, stok ve ticari borç kalemleri dikkate alınmıştır. Geçmiş dönem verilerinde 2023-2025 yılları arasında ortalama tahsilat süresi 80 gün olarak gerçekleşmiş ve projeksiyon dönemi boyunca ortalama tahsilat süresi 80 gün olarak varsayılmıştır. Stok devir hızı çerçevesinde ürünlerin stokta kalma süresi 2023-2025 döneminde ortalama 67 gün olarak gerçekleşmiş ve 2026-2032 projeksiyon döneminde bu sürenin ortalama 67 gün seviyesinde seyretmesi öngörülmüştür. Ortalama borç ödeme süresi 2023-2025 döneminde ortalama 45 gün olarak gerçekleşmiş ve projeksiyon dönemi boyunca ortalama 45 gün olarak öngörülmüştür.
- Yatırım harcamaları projeksiyonunda 2029 yılı itibarıyla toplam satışların %1,25'i oranında bakım onarım gideri iş planı döneminde sürdürülmüştür.
- İNA çalışmasında serbest nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesinde %12,03 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. AOSM hesaplamasında Öz Sermaye/(Borç+Öz Sermaye) oranı %94,24, Borç/(Borç+Öz Sermaye) oranı %5,76, vergi oranı %12,50, beta 1, risksiz getiri oranı %6,67, piyasa risk primi %5,50, öz sermaye maliyeti %12,17, borçlanma maliyeti %11,15 ve vergi sonrası borçlanma maliyeti %9,76 olarak kullanılmıştır. 2032 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranı %1,00 olarak alınmıştır.

- Kurumlar vergisi projeksiyonunda, Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen düzenleme kapsamında Şirket'in üretim operasyonlarından elde etmesi öngörülen tüm kazançları üzerinden hesaplanmış indirimli kurumlar vergisi oranı %12,5 olarak belirlenmiştir. Firma değerinden özsermaye değerine geçişte 31.03.2026 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılarak 5.296 Bin USD net nakit hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda 362.639 Bin USD Firma Değeri, 5.296 Bin USD Net Nakit, 367.936 Bin USD Öz Sermaye Değeri, 17.287.777 Bin TL Öz Sermaye Değeri ve 172,88 TL Pay Başına Öz Sermaye Değeri hesaplanmıştır.
- Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında yurt dışında halka açık benzer şirketler incelenmiştir. Benzer şirket seçiminde iş modeli, ürün gamı, müşteri profili, coğrafi faaliyet yapısı ve finansal karakteristikler dikkate alınmıştır. Türkiye'de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketlerin bulunmaması nedeniyle değerlemeye yurt dışı benzer şirketler dahil edilmiş; Borsa İstanbul'da işlem gören yerli emsal olmadığı için sadece uluslararası şirketler seçilmiştir. Medyan hesaplanırken piyasa değeri 50 milyon USD altında kalan şirketler hariç tutulmuştur. Değerlemede FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.
- Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında kullanılan Şirket finansallarında, 31.03.2026 son 12 aylık döneme ilişkin FAVÖK 13.803 Bin USD olarak alınmıştır. Benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK çarpanı 12,04x olarak hesaplanmıştır. Bu yöntem sonucunda 166.192 Bin USD Firma Değeri, 5.296 Bin USD Net Nakit, 171.488 Bin USD Özsermaye Değeri, 8.057.510 Bin TL Özsermaye Değeri ve 80,58 TL Pay Başına Özsermaye Değeri hesaplanmıştır.
- Değerleme sonucunda İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile hesaplanan 367.936 Bin USD özsermaye değerine %40 ağırlık verilerek 147.174 Bin USD, Piyasa Çarpanları Analizi ile hesaplanan 171.488 Bin USD özsermaye değerine %60 ağırlık verilerek 102.893 Bin USD ağırlıklandırılmış özsermaye değerleri hesaplanmış ve 250.067 Bin USD ağırlıklandırılmış özsermaye değerine ulaşılmıştır.
- 250.067 Bin USD ağırlıklandırılmış özsermaye değeri, 17.07.2026 tarihli TCMB USD kuru 46,9859 kullanılarak 11.749.617 Bin TL ağırlıklandırılmış özsermaye değerine çevrilmiştir. 100.000.000 TL ödenmiş sermaye üzerinden iskonto öncesi 117,50 TL birim pay değeri hesaplanmış; %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak 94,00 TL iskontolu birim pay fiyatı belirlenmiştir.

İNA Değerleme Özeti

İNA Firma Değeri – Bin USD	362.639
Net Nakit – Bin USD	5.296
Öz Sermaye Değeri – Bin USD	367.936
Öz Sermaye Değeri – Bin TL	17.287.777
Ödenmiş Sermaye – TL	100.000.000
Pay Başına Öz Sermaye Değeri – TL	172,88

Piyasa Çarpanları Değerleme Özeti

Benzer Şirket Çarpanları	12,04x
Firma Değeri – Bin USD	166.192
Net Nakit – Bin USD	5.296
Özsermaye Değeri – Bin USD	171.488
Özsermaye Değeri – Bin TL	8.057.510
Ödenmiş Sermaye – TL	100.000.000
Pay Başına Öz Sermaye Değeri – TL	80,58

Değerleme Özeti (Bin USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	367.936	%40	147.174
Piyasa Çarpanları Analizi	171.488	%60	102.893
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			250.067

Değerleme Sonucu

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin USD)	250.067
17.07.2026 Tarihli TCMB USD Alış Kuru	46,9859
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin TL)	11.749.617
Ödenmiş Sermaye (TL)	100.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	117,50
Halka Arz İskontosu	%20,00
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	94,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş

Kapeks Kimya Sanayi A.Ş. için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu detaylıca incelenmiştir:

- TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler, kullanılan değerleme yöntemleri, projeksiyonlar ve değerleme varsayımları açısından kapsamlı ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Şirket'in pay başına değerinin tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ve Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemlerinin birlikte kullanılmasını makul buluyoruz. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %40, Piyasa Çarpanları Analizi'ne ise %60 ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde kullanılan %12,03 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), %6,67 risksiz getiri oranı, %5,50 piyasa risk primi, 1 beta ve %1,00 terminal büyüme oranını değerleme çalışması kapsamında makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde 2026-2032 dönemini kapsayan 7 yıllık projeksiyon kullanılmış olup gelir, satışların maliyeti, faaliyet giderleri, net işletme sermayesi ve yatırım harcamalarının ayrı ayrı projekte edilmesini makul buluyoruz. Bununla birlikte, İNA yönteminin doğası gereği geleceğe yönelik varsayım ve öngörüler içermesi nedeniyle, projeksiyonların gerçekleşme düzeyinin değerleme sonucunu etkileyebileceğini düşünüyoruz.
- Piyasa Çarpanları Analizi'nde Türkiye'de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirket bulunmaması nedeniyle yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz. Benzer şirketlerin seçiminde iş modeli, ürün gamı, müşteri profili, coğrafi faaliyet yapısı ve finansal karakteristiklerin dikkate alınmasını, piyasa değeri 50 milyon USD altında kalan şirketlerin medyan hesaplamasından hariç tutulmasını ve değerlemede FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda hesaplanan 367.936 Bin USD özsermaye değeri ile Piyasa Çarpanları Analizi sonucunda hesaplanan 171.488 Bin USD özsermaye değeri arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Bu kapsamda daha düşük özsermaye değerine ulaşan Piyasa Çarpanları Analizi'ne %60, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %40 ağırlık verilmesini daha ihtiyatlı bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.

- Sonuç olarak, Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan değerleme yöntemlerini, değerleme parametrelerini ve yöntemlere verilen ağırlıkları genel olarak makul buluyoruz. Yukarıda belirtilen hususlar dikkate alınmak kaydıyla, 250.067 Bin USD ağırlıklandırılmış özsermaye değeri üzerinden hesaplanan 117,50 TL iskonto öncesi birim pay değerine %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 94,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

BİLANÇO (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
VARLIKLAR				
DÖNEN VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	494,798,824	93,373,943	384,461,544	394,446,158
Finansal Yatırımlar	30,609,630	-	-	-
Ticari Alacaklar	1,016,023,641	861,219,953	1,002,301,273	987,509,764
Diğer Alacaklar	20,630,964	36,130,384	41,064,131	60,253,127
Türev Araçlar	4,281,692	-	-	-
Stoklar	555,840,650	580,367,985	410,083,900	398,564,812
Peşin Ödenmiş Giderler	89,463,026	82,227,892	100,278,502	120,371,400
Diğer Dönen Varlıklar	2,209,794	75,121,706	34,165,522	12,396,488
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	2,213,858,221	1,728,441,863	1,972,354,872	1,973,541,749
DURAN VARLIKLAR				
Maddi Duran Varlıklar	1,172,746,333	1,400,173,104	1,564,830,390	1,564,273,990
Kullanım Hakkı Varlıkları	11,423,926	3,406,277	5,978,034	4,036,163
Şerefiye	-	-	38,267,983	50,627,685
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,398,536	3,419,556	2,670,723	2,570,306
Peşin Ödenmiş Giderler	-	848,220	-	39,485
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	1,187,730,724	1,407,988,955	1,612,513,268	1,622,452,016
TOPLAM VARLIKLAR	3,401,588,945	3,136,430,818	3,584,868,140	3,595,993,765
KAYNAKLAR				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18,518,767	87,142	94,496,488	90,255,578
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	23,998,179	13,474,743	23,913,440	20,988,894
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	5,791,012	406,906	36,090,937	31,998,893
Ticari Borçlar	219,674,776	312,449,449	472,703,471	490,527,485
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	35,471,344	21,336,896	20,689,655	42,852,579
Diğer Borçlar	1,062,067	625,393	918,720	1,424,407
Ertelenmiş Gelirler	15,984,176	39,378,857	19,054,969	38,909,274
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	94,969,126	25,346,217	33,727,423	12,220,305
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	11,577,556	15,864,086	19,351,972	23,002,768
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,099,217	3,729,434	4,983,859	11,596,388
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	447,146,220	432,699,123	725,930,934	763,776,571
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	21,806,863	3,949,923	12,680,719	8,642,565
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2,858,445	1,013,521	15,084,511	7,485,591
Diğer Borçlar	15,009	10,395	7,942	7,217
Uzun Vadeli Karşılıklar	7,781,034	11,316,188	15,495,254	16,971,853
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	146,568,684	161,002,351	195,634,401	192,897,410
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	179,030,035	177,292,378	238,902,827	226,004,636
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	626,176,255	609,991,501	964,833,761	989,781,207
ÖZKAYNAKLAR				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,771,115,976	2,522,693,817	2,615,437,690	2,602,246,725
Ödenmiş Sermaye	50,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	357,245,079	307,245,079	307,245,079	307,245,079
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	453,983,517	449,141,292	445,263,102	445,611,115
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	76,137,920	86,370,640	99,078,194	99,078,194
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	1,266,237,687	1,417,579,135	1,540,738,238	1,613,851,315
Net Dönem Karı/(Zararı)	567,511,773	162,357,671	123,113,077	36,461,022
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	4,296,714	3,745,500	4,596,689	3,965,833
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	2,775,412,690	2,526,439,317	2,620,034,379	2,606,212,558
TOPLAM KAYNAKLAR	3,401,588,945	3,136,430,818	3,584,868,140	3,595,993,765

Kaynak: Şirket İzahname

KAR VEYA ZARAR TABLOSU (TL)	2023	2024	2025	2025/3A	2026/3A
Hasılat	5,305,938,214	4,141,039,786	3,842,388,635	850,856,941	794,134,816
Satışların Maliyeti (-)	-3,280,388,294	-2,770,842,591	-2,607,207,103	-619,618,031	-544,078,817
BRÜT KAR / ZARAR	2,025,549,920	1,370,197,195	1,235,181,532	231,238,910	250,055,999
Genel Yönetim Giderleri (-)	-113,938,574	-120,289,601	-132,197,076	-28,989,990	-39,969,892
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-581,542,709	-614,856,565	-606,349,610	-122,294,594	-113,539,787
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	162,353,321	62,869,233	94,757,475	45,057,581	15,957,859
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-51,134,518	-42,884,408	-50,435,180	-23,976,980	-13,187,644
ESAS FAALİYET KARI / ZARARI	1,441,287,440	655,035,854	540,957,141	101,034,927	99,316,535
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	102,253,495	8,402,508	36,455,475	22,856,603	22,590,343
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-13,467,751	-5,169,483	-91,388	-	-
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları/(Zararları) ve İptalleri	-4,292,392	3,608,081	-2,382,293	660,429	1,554,142
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / ZARARI	1,525,780,792	661,876,960	574,938,935	124,551,959	123,461,020
Finansal Gelirler	232,103,941	92,140,585	76,636,877	14,177,685	34,619,059
Finansal Giderler (-)	-79,695,686	-32,161,907	-36,314,510	-4,346,263	-9,170,105
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	-753,010,087	-441,310,780	-333,050,165	-108,201,012	-85,784,984
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / ZARARI	925,178,960	280,544,858	282,211,137	26,182,369	63,124,990
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	-356,484,420	-118,738,401	-159,111,953	-30,525,287	-27,294,824
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)	568,694,540	161,806,457	123,099,184	-4,342,918	35,830,166
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1,182,767	-551,214	-13,893	-257,837	-630,856
Ana Ortaklık Payları	567,511,773	162,357,671	123,113,077	-4,085,081	36,461,022

Kaynak: Şirket İzahname

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. 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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.

Garanti BBVA Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak
No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr