



Bahadır Kimya Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme
Raporu- I**

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

12.02.2025

İÇİNDEKİLER

1. Değerlendirme Raporunun Amacı.....	3
2. Fiyat Tespit Raporu Özeti	3
3. Halka Arz Sonuçları	7
4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans	7
5. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri	8
6. Sonuç.....	8

1. Değerlendirme Raporunun Amacı

İşbu rapor; Bahadır Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile ilgili (“Bahadır Kimya” veya “Şirket”) 22.07.2024 tarihinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanan ve 02.08.2024 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda belirlenen halka arz fiyatı ile payların borsada işlem görmesinin ardından geçen sürede oluşan pay fiyatıyla arasındaki farkın VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası kapsamında değerlendirilmesi amacı ile hazırlanmıştır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca; payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

Değerleme esnasında Bahadır Kimya’nın bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yılları ile 31.03.2024 ve 31.03.2023 ara dönem bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır.

Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetimi tahminleri ve Tera Yatırım’ın bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

Bahadır Kimya’nın sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile halka arz edilmiş paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve firmanın spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve dünyaca kabul görmüş aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi

2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Çarpan Analizinde, yurt içi benzer şirketler olarak BIST Kimya (XKMYA) endeksi şirketleri verileri dikkate alınmıştır.

Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Özkaynak (Defter) Değeri (PD/DD) çarpanları uç değerler elimine edilerek sırası ile %33,33, %33,33 ve %33,33 olarak ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Tera Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024-2029 yılları için projekte edilmiştir.

2.1. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan analizine konu özet finansallar aşağıdaki gibidir:

Bahadır Kimya	31.03.2024
Net Kar (yıllıklandırılmış)	74.427.657
FAVÖK (yıllıklandırılmış)	104.518.390
Net Borç (Nakit) (31.03.2024 itibarıyla)	34.655.118
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar (31.03.2024 itibarıyla)	478.213.711

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.1.1. Yurtiçi Benzer Şirketler

Kod	Şirket	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
ALKIM:IS	Alkim Kimya	7,1	18,5	1,9
GEDZA:IS	Gediz Ambalaj	4,3	a.d.	1,8
RNPOL:IS	Rainbow Polikarbonat	10,1	a.d.	1,4
SEKUR:IS	Sekuro Plastik	10,8	a.d.	1,9
IZFAS:IS	İzmir Fırça	71,5	a.d.	22,9
MRSHL:IS	Marshall	53,1	a.d.	24,9
KRPLS:IS	Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri	14,6	a.d.	2,1
KMPUR:IS	Kimteks Poliüretan	9,7	18,1	4,4
SANFM:IS	Sanifoam Endüstri	22,0	34,8	6,7
EMNIS:IS	Eminiş Ambalaj	50,6	23,9	12,6
ISKPL:IS	Işık Plastik	14,9	28,4	2,1
TMPOL:IS	Temapol Polimer Plastik	17,5	41,2	2,2
DNISI:IS	Dinamik Isı Makina	28,5	75,1	2,1
SODSN:IS	Sodaş Sodyum	40,1	52,5	18,9
MERCN:IS	Mercan Kimya Sanayi Ve Ticaret	8,2	12,6	1,5
OZRDN:IS	Özerden Ambalaj	9,3	9,1	3,9
DYOBY:IS	Dyo Boya	13,7	19,1	1,4
KBORU:IS	Kuzey Boru	13,6	27,8	4,5
BAYRK:IS	Bayrak Ebt Taban	63,5	51,3	6,9
Medyan (Aykırı Değerler Ayrılmış)		17,5	31,6	4,4

Kaynak: Rasyonet Veri Terminali, 19.07.2024 tarihli verilerle

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu

Yurtiçi Seçilmiş Şirketler	Çarpan	Seçilmiş Finansallar (2024/1Ç)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri
FD/FAVÖK	17,5	104.518.390	1.793.032.515	33,33%	597.677.505
F/K	31,6	74.427.657	2.352.982.249	33,33%	784.327.416
PD/DD	4,4	478.213.711	2.123.724.620	33,33%	707.908.207
Toplam Ağırlıklı Özkaynak Değeri					2.089.913.128

Tablolardaki seçili benzer şirketlerin ilgili FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları sırası ile %33,33, %33,33 ve %33,33 ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Buna göre hesaplanan piyasa değeri yurt içi benzer şirketler çarpanlarına göre **2.089.913.128 TL**'dir.

2.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonuçları

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akışları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı 2029 sonrasındaki dönem için %5 kullanılarak hesaplanmıştır. Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer yukarıda izah edilen AOSM ile değerlendirilmiştir. İndirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 3.647.584.995 TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (Bin TL)	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
Satış Gelirleri	808.541	1.987.169	4.131.764	5.551.363	6.808.067	7.877.018
Büyüme Oranı %	75%	146%	108%	34%	23%	16%
Brüt Kar	202.925	637.324	1.363.274	1.837.819	2.346.253	2.808.157
Brüt Kar Marjı %	25%	32%	33%	33%	34%	36%
Faaliyet Karı	182.688	613.691	1.302.238	1.757.041	2.246.993	2.691.681
Faaliyet Kar Marjı %	23%	31%	32%	32%	33%	34%
Amortisman	18.075	20.540	25.664	32.549	40.226	49.107
FAVÖK	200.762	634.230	1.327.902	1.789.590	2.287.218	2.740.788
FAVÖK Marjı %	25%	32%	32%	32%	34%	35%
- Vergi	45.672	153.423	325.560	439.260	561.748	672.920
- Yatırım Harcamaları	13.262	24.646	51.245	68.852	76.762	88.815
- İşletme Sermayesi Değişimi	108.129	504.602	925.313	613.170	533.005	450.108
Serbest Nakit Akışları	33.699	-48.441	25.784	668.308	1.115.702	1.528.945
AOSM	31%	29%	28%	27%	27%	24%
İndirgenmiş Nakit Akışları	29.860	-33.544	14.041	289.685	391.664	465.950
Σ İndirgenmiş Nakit Akışlar	1.157.655					
Uç Değer	8.284.052					
İndirgenmiş Uç Değer	2.524.585					
Firma Değeri	3.682.240					
+ Nakit	8.041					
- Toplam Finansal Borç	42.696					
Özkaynak Değeri	3.647.585					

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

Şirket'e ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risksiz Getiri Oranı	25,99%	23,76%	23,02%	22,26%	21,33%	19,12%
Beta	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Özkaynak Maliyeti	31,49%	29,26%	28,52%	27,76%	26,83%	24,62%
Borç Maliyeti	35,72%	33,49%	32,75%	31,98%	31,06%	28,85%
Borç Maliyeti (1 – Vergi)	26,79%	25,11%	24,56%	23,99%	23,30%	21,64%
Borç Ağırlığı	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Özkaynak Ağırlığı	92%	92%	92%	92%	92%	92%
AOSM	31,10%	28,92%	28,20%	27,45%	26,54%	24,38%

Kaynak: Tera Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı 31.03.2024 tarihi itibarıyla %8 olarak hesaplanmış, 2024 – 2029 projeksiyon döneminde benzer kalacağı varsayımı ile %8 olarak kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 5 yıllık TL TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin 22.07.2024 tarihi itibarıyla getirisi olan %25,99 dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi sonuna kadar her

yıl ortalama %1 oranında gerileyeceği öngörüsü ile 2029 yılında %19,12 olarak hesaplanmıştır.

- Pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 31.03.2024 denetim raporundaki kullanılan teşvikli krediler ve yatırım kredilerinin ağırlıklı ortalaması kullanılarak hesaplanmıştır. Vergi oranı 2024'de %25 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ve uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında %25 olarak korunmuştur.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2024 yılında %31,10 tahmin edilmiş, ilerleyen yıllarda projeksiyon dönemi boyunca toplamda %6,1 gerileyeceği öngörüsü ile 2029 yılında AOSM %24,38 olarak hesaplanmıştır.

2.2.Değerleme Yöntemi Sonucu

Şirket'in özkaynak değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) ve Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemlerine yer verilmiştir. Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Değerleme yaklaşımları arasındaki farklılık satış gelirleri tahminlerinde kullanılan bayiler ile yapılan lisans anlaşmaları dahilinde yapılacak üretim ve satış verilerinin 2024 yılından itibaren gerçekleşecek olması ve sözleşmelerin etkisinin henüz finansallarda görünmemesinden kaynaklanmaktadır. Belirtilen söz konusu sözleşmelerin etkisi ile 2024 yılı ve sonrası gerçekleşmeler İNA değerinin piyasa yaklaşımına göre daha yukarıda özkaynak değeri hesaplamasına neden olmaktadır.

Şirket'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı İNA yönteminde 2024-2029 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak ve Piyasa Yaklaşımı Benzer Şirket çarpanları kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiş olup **2.868.749.061 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 45.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **63,75 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri **2.294.999.249 TL**, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak ve BİAŞ fiyat adımları dahilinde aşağı yuvarlanarak **51,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 16.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü **816.000.000TL** olup, halka açıklık oranı %29,09 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 55.000.000 TL, özsermaye değeri ise **2.805.000.000 TL**'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	3.647.584.995
Piyasa Yaklaşımı- Benzer Şirket Çarpanları	50%	2.089.913.128
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	2.868.749.061
Pay Adedi		45.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		63,75

Halka Arz Yapısına İlişkin Bilgiler (TL)	31.03.2024 (Son 12 Ay)
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	2.868.749.061
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	2.294.999.249
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	45.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	51,00
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	16.000.000

Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	10.000.000
Ortak Satışı (Pay Adedi)	6.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	816.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.805.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	55.000.000
Halka Açıklık Oranı	29,09%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

3. Halka Arz Sonuçları

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. liderliğindeki konsorsiyum aracılığı ile Bahadır Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Bahadır Kimya") paylarının halka arzında 5-6-7 Ağustos 2024 tarihlerindeki talep toplama işlemleri tamamlanmış ve satışa sunulan 16.000.000 TL nominal değerli B grubu payların yatırımcılara dağıtımını gerçekleştirilmiştir.

Bu çerçevede, Bahadır Kimya paylarının halka arzında yurt içi bireysel yatırımcı kategorisinde tahsisatın 3,4 katı 27.560.198 TL nominal, yurt içi kurumsal yatırımcı kategorisinde tahsisatın 4,0 katı 25.720.036 TL nominal, yurt dışı kurumsal yatırımcı kategorisinde ise tahsisatın 1,7 katı 2.647.100 TL nominal talep toplanmıştır. Toplam halka arz büyüklüğünün yaklaşık 3,5 katı 55.927.334 TL nominal talep toplanmıştır.

Bahadır Kimya 816.000.000 TL halka arz büyüklüğüne sahip ve 16.000.000 TL nominal değerli paylarının halka arzında 373.692 adet yurt içi bireysel yatırımcıya, 70 adet yurt içi kurumsal yatırımcıya ve 4 adet yurt dışı kurumsal yatırımcıya olmak üzere toplamda 373.766 yatırımcıya dağıtım gerçekleştirilmiştir.

Dağıtıma esas tahsisat oranları ise yurt içi bireysel yatırımcılar için %50, yurt içi kurumsal yatırımcılar için %40 ve yurt dışı kurumsal yatırımcılar için ise %10 olarak gerçekleşmiştir. Halka arz ilişkin dağıtım tutarları ve talebi karşılanan başvuru sayısı, yatırımcı grubu bazında ekte yer almaktadır. Kamuoyuna saygıyla duyurulur.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat Tutarları (TL)	Planlanan Tahsisat Oranları (%)	Gelen Talep Tutarları (Nominal TL)	Talep Gönderen Yatırımcı Sayısı	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Dağıtılan Nominal Tutara Oranı (%)	Talebi Karşılanan Yatırımcı Sayısı
Yurt içi Bireysel Yatırımcılar	8.000.000	50,00%	27.560.198	377.479	8.000.000	50,00%	373.692
Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar	6.400.000	40,00%	25.720.036	91	6.400.000	40,00%	70
Yurt dışı Kurumsal Yatırımcılar	1.600.000	10,00%	2.647.100	10	1.600.000	10,00%	4
Toplam	16.000.000	100,00%	55.927.334	377.580	16.000.000	100,00%	373.766

Kaynak: www.kap.org.tr

4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

Şirket, paylarının 13.08.2024 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından işbu rapor tarihi itibarıyla en son 2024 3. çeyrek finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan Bağımsız Denetim Raporlarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

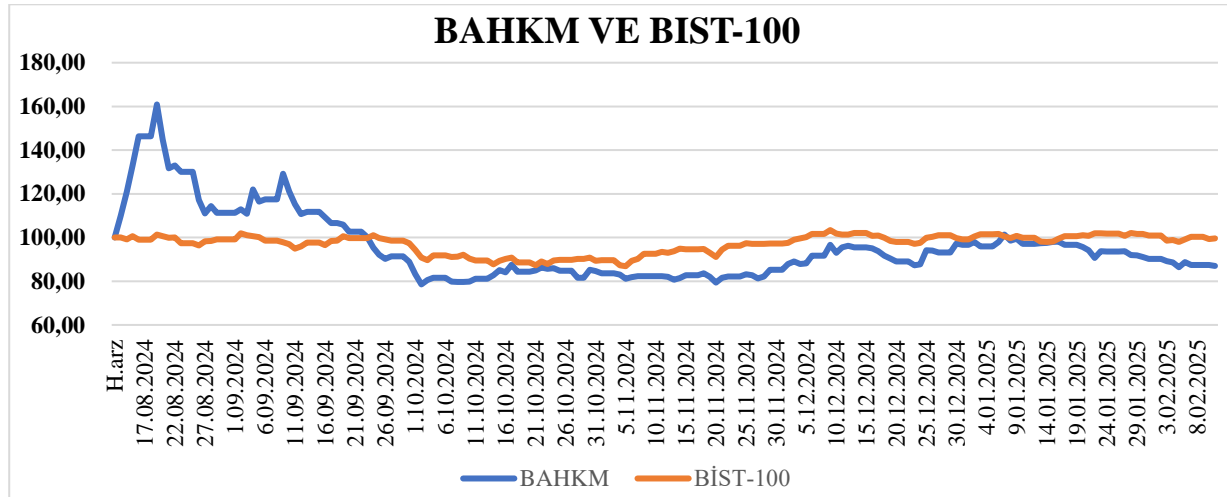
Finansal Kalemler (TL)	01.01.-31.12.2023*	01.01.-30.09.2023*	01.01.-30.09.2024*
Net Satışlar	M.D.	355.744.660	376.607.662
Brüt Kâr/(Zarar)	M.D.	71.001.179	73.247.891
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	M.D.	63.912.055	66.505.600
Dönem Net Kârı/(Zararı)	M.D.	-79.254.396	8.268.289
Özkaynaklar	581.820.690	M.D.	1.091.428.653

* 30.09.2024 tarihli satın alma gücü esas alınmıştır.

Kaynak: www.kap.org.tr

5. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

Bahadır Kimya payları, 13.08.2024 tarihinde BAHKM kodu ile pay başına 51,00 TL fiyatla işlem görmeye başlamıştır. Payları 51,00 TL'den halka arz edilmiş olan Şirket'in 11.02.2025 tarihi itibarıyla pay başı kapanış fiyatı 44,40 TL'dir. Bahadır Kimya payları halka arz fiyatına kıyasla % 12,94 oranında değer kaybetmiştir. Payları işlem gördüğü tarihten bu yana BIST100 Endeksi ise %0,38 oranında değer kaybetmiştir.



6. Sonuç

Bahadır Kimya payları, işlem görmeye başladığı 13.08.2024 tarihinden bugüne BIST 100 endeksinin altında bir performans sergilemiştir. 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemini kapsayan finansal tablolardan anlaşılacağı üzere Şirket'in satışları ilgili dönemde bir önceki yılın aynı dönemine oranla kısmi artış göstermiş ve daha önceki dönemde negatif dönem karı pozitif dönme olmakla birlikte buna bağlı finansal sonuçların, yıl içerisinde dönemsellik gösterebileceğini göz önünde bulundurularak genel değerlendirmenin yıl sonlarında yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

Karşılaştırma	Halka Arz	11.02.2025 (6. Ay)
Bahadır Kimya	51,00 TL	44,40 TL
Bahadır Kimya (Getiri)		-12,94%
BIST 100 (Kapanış)	9.921	9.883
BIST 100 (Getiri)		-0,38%