

Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Gedik Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Gedik Yatırım") tarafından Sanica Isı Sanayi A.Ş. ("Sanica Isı" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	15-16-17-18 Kasım 2022
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Sermaye Artırımı	35.000.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%29,63
Halka Arz Satış Fiyatı	20,03 TL
Halka Arz Büyüklüğü	801.200.000 TL

Ortağın Unvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Hüseyin Nesimi Fatinoğlu	A	12.000.000	12,00	8.000.000	8,89
	B	48.000.000	48,00	48.000.000	35,56
Ali Fatinoğlu	A	6.000.000	6,00	6.000.000	4,44
	B	23.900.000	23,90	22.400.000	16,59
Uğur Fatinoğlu	A	1.000.000	1,00	1.000.000	0,74
	B	4.000.000	4,00	2.250.000	1,67
Emre Fatinoğlu	A	1.000.000	1,00	1.000.000	0,74
	B	4.000.000	4,00	2.250.000	1,67
Saadet Fatinoğlu	B	100.000	0,10	100.000	0,07
Halka Açık Kısım	B	-	-	40.000.000	29,63
Toplam		100.000.000	100,00	135.000.000	100,00

Halka arz, sermaye artırım ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin tasarrufunda olacaktır. Sermaye artırım yolu ile elde edilecek fonun kullanım yerleri aşağıdaki şekilde detaylandırılmıştır:

a) Yurtdışında Yatırım Yapılması: Şirket, gümrük ve lojistik avantajlarından yararlanmak, fiyatlandırma ve karlılık konusundaki konumunu güçlendirmek, coğrafi ve ürün portföyü riskini dağıtmak, kendine ait markaların pazardaki konumunu güçlendirmek, yeni pazarlara giriş yapabilmek ve marka bilinirliğini yaygınlaştırmak amaçlarıyla kendi sektöründe faaliyet gösteren Avrupa Birliği ve fırsatların elverişli olması durumunda diğer yabancı ülke sınırları içerisinde kurulu bir şirketi satın almayı ya da ortak olmayı veya kendisi böyle bir tesis kurmayı planlamaktadır. Sanica Isı'nın halka arzdan elde edeceği net gelirin %40'ının yurtdışında yatırım fırsatlarını değerlendirilmesi amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Yurtdışında yatırım yapılması doğası gereği hemen sonuçlandırılmayacak bir süreç olduğundan, söz konusu alan için ayrılan kaynak süreç tamamlanıncaya kadar vadeli mevduat, finansman bonusu ve tahvil gibi para ve/veya sermaye piyasası enstrümanlarında değerlendirilecektir.

b) İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşlanması: Şirket, yeni yatırımlarının devreye girmesi ile artan pazar talebine cevap verebilmek amacıyla üretimini artırmayı hedeflemektedir. Şirket halka arzdan elde edilecek net gelirin bir kısmını üretim artışı ile birlikte gelecekte meydana gelebilecek başta hammadde ve işçilik olmak üzere işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amacıyla kullanmayı planlamaktadır. Bu sayede Şirket yaptığı alımlarda pazarlık kabiliyetini artırarak maliyet avantajı yakalamayı ve pazardaki rekabet gücünü artırabilmeyi hedeflemektedir. Şirket, halka arzdan elde edeceği net gelirin %30'unu işletme sermayesi ihtiyacının giderilmesinde kullanmayı planlamaktadır.

c) Finansal Borçların Ödenmesi: Şirket, yükselen hammadde maliyetlerinden etkilenmemek amacıyla yaptığı toplu hammadde alımlarını finanse etmek için uzun vadeli kredilerin yüksek maliyetinden kaçınmak adına kısa vadeli spot ve rotatif krediler kullanmıştır. Bu doğrultuda, Şirket halka arzdan elde edeceği net gelirin %30'luk kısmıyla kısa vadeli kredilerini kapatmayı hedeflemektedir.

Yukarıda belirtilen fon kullanım yerleri arasında Sanica Isı'nın menfaatleri doğrultusunda en fazla %10 oranında değişiklik yapılabilir.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 29 Ocak 1982 tarihinde Hayır-İş Çelik ve Demir Sanayi Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile İstanbul'da demir çelik ve benzeri maddeleri satın almak, satmak, imalatını gerçekleştirmek ve ihraç etmek amacıyla kurulmuştur.

Şirket'in ana faaliyet konusu rulo sacdan yapılan her türlü panel radyatör ve kombi ile plastik hammadde ve yardımcı hammaddelerden yapılan her türlü plastik boru ve türevleri ile bağlantılı parçalarının üretimi, alımı satımı ve ihracatını faaliyetlerini yürütmektir.

1987 yılında seramik işleme ve küvet üretimi işi yapan Fatinoğlu Ailesi ile ortak olarak Pano Küvet Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi kurulmuştur. Şirket'in daha sonra unvanı Sanica Banyo olarak değişmiş ve Sanica markasının temelleri atılmıştır. Sanica Isı'nın paylarının tamamı ise 2001 yılında Fatinoğlu Ailesi tarafından Uyar Ailesi'nden alınmıştır. Sanica Isı, 23 Nisan 2003 tarihine kadar Sanica Banyo için pazarlama faaliyetlerini yürütmüştür. 23 Nisan 2003 tarihinde ise Fransa'da faaliyetlerini yürüten Fin Metal'den İstanbul Beylikdüzü'nde bulunan üretim tesisine kurulmak üzere radyatör üretim hatları satın alınmıştır. Şirketin adı 2004 yılında Sanica Isı Sanayi A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

2010 yılında Beylikdüzü üretim tesisinde üst yapı grubu boru ve bağlantı parçaları üretimine başlanmıştır. 2011 yılında Elazığ Organize Sanayi Bölgesinde bulunan üretim tesisinde üst yapı boru grubu ile altyapı boru ve bağlantı parçaları üretimine başlanmıştır. 2014 yılında Avcılar üretim tesislerinde de altyapı boru ve bağlantı parçaları üretimine başlanmıştır. Böylece üretim tesisi sayısında ve üretim kapasitesinde artış meydana gelmiştir.

2015 yılında Sanica Isı'nın İstanbul Beylikdüzü'nde yürütülen radyatör üretimi Manisa ilinde Akhisar ilçesindeki üretim tesisine taşınmış ve makineler de yenilenerek kapasite artışına gidilmiştir. 2019 yılında Manisa'da bulunan üretim tesislerinde ürün gamını genişletmek amacıyla tekrardan kombi üretimine geçilmiştir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Ürünler

Şirket 3 ürün grubuna sahiptir: panel radyatör grubu ürünleri, boru ve bağlantı parçaları grubu ürünleri ve kombi grubu ürünleri.

a) Panel Radyatör Grubu Ürünleri

Panel radyatör grubu ürün yelpazesinde dizayn radyatör, süpürgelik radyatörü ve panel radyatör gibi birçok ürün çeşidi bulunmaktadır. Şirket, panel radyatör üretimini birçok farklı boyut ve tipte gerçekleştirerek Sanica ve Energy markaları ile müşterilerine sunmaktadır. Ayrıca müşterilerinin talebi doğrultusunda özel markalı ürünlerin de üretimini gerçekleştirmektedir.

b) Boru ve Bağlantı Parçaları Grubu Ürünleri

Sanica Isı, plastik hammaddeler kullanarak boru ve bağlantı parçaları ile perde rayı üretimini gerçekleştirmekte olup, üretilen borular kullanım alanlarına göre altyapı ve üst yapı ürünleri olarak ayrılarak Sanica markası ile müşterilere sunulmaktadır. Üretilen boru ve bağlantı parçaları yapısı, çapı, uzunluğu, kullanım alanı itibarıyla farklılık göstererek 800'den fazla çeşit ile müşterilere sunulmaktadır. Boru ve bağlantı parçaları grubu ürünleri arasında; PPRC borular ve bağlantı parçaları, PVC/PP borular ve bağlantı parçaları, mobil borular, koruge borular, polietilen borular, drenaj ve tünel tipi drenaj boruları, diğer bağlantı parçaları ve perde rayı yer almaktadır.

b) Kombi Grubu Ürünleri

Isınma ve sıcak su ihtiyacını giderme için kullanılan kombiler, farklı mekanlara ve farklı beklentilere uygun çeşitleriyle müşterilere sunulmaktadır. Sanica Isı, hermetik kombi ve yoğuşmalı kombi üretimi gerçekleştirmektedir. Elektrikli kombi üretimi yapılması için fizibilite ve pazar araştırması çalışmalarına başlanmıştır.

Aşağıdaki tabloda ürün gruplarının satış tutarlarına yer verilmiştir:

	2019	%	2020	%	2021	%	2021/06	%	2022/06	%
Satış Kırılımı, TL										
Panel Radyatör	154.450.684	53	197.686.888	53	371.014.785	52	147.993.998	53	320.723.036	63
Boru ve Bağlantı Parçaları	96.786.667	33	125.583.292	34	125.583.292	35	99.774.229	36	151.283.388	29
Kombi	38.056.462	13	43.563.685	12	43.563.685	11	25.894.100	9	24.412.388	5
Diğer	1.124.422	1	5.614.626	1	5.614.626	2	6.288.851	2	14.692.956	3
TOPLAM	290.418.235	100	372.448.491	100	372.448.491	100	279.951.178	100	511.111.768	100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Üretim Tesisleri

Şirket'in Manisa Akhisar OSB, Elazığ OSB ve Beylikdüzü Kavaklı'da olmak üzere 3 adet üretim tesisi bulunmaktadır.

Panel radyatör ve kombi üretiminin gerçekleştirildiği tesisler Manisa ili Akhisar ilçesinde konumlanmıştır. Panel radyatör üretim tesisi 35.000 metrekare kapalı alan olmak üzere toplam 57.000 metrekare açık alan üzerine kurulmuştur. Kombi üretim tesisi ise 14.000 metrekare kapalı alana sahip olan toplam 20.000 metrekare alan üzerine kuruludur.

Boru ve bağlantı parçalarının üretiminin gerçekleştirildiği tesisler Elazığ ve İstanbul illerinde konumlanmıştır. Elazığ OSB'de yer alan tesis, 45.000 metrekare kapalı alana sahiptir ve toplam 172.500 metrekare açık alan üzerine kuruludur. İstanbul Beylikdüzü tesisi ise 9.000 metrekare kapalı alana ve 13.500 metrekare açık alana sahiptir. Elazığ tesisinde altyapı ve üstyapı boru grubu ürünleri üretimi gerçekleştirilirken, Beylikdüzü tesisinde ise üstyapı boru ürünü üretimi gerçekleştirilmektedir. 2025 yılı sonuna kadar boru üretim faaliyetinin tamamının bir arada toplanarak Beylikdüzü'nde bulunan tesisin Elazığ tesisine taşınmasına karar verilmiştir. Böylece maliyet avantajı yaratılması hedeflenmektedir.

Aşağıdaki tabloda ürün grupları bazında üretim ve satış miktarlarına yer verilmiştir:

	Ölçü Birimi	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Üretim/Satış Miktarı						
Boru Grubu Ürünler	ton	9.349	11.535	13.516	6.834	4.750
Panel Radyatör	mtül	867.484	974.223	1.051.153	515.136	526.646
Kombi Grubu Ürünleri	adet	18.122	15.351	22.705	9.023	5.311

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ile 30.06.2021 ve 30.06.2022 ara dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Net Satışlar	290.418.235	372.448.491	713.027.375	279.951.178	511.111.768
Satışların Maliyeti	-197.187.336	-249.993.396	-479.958.042	-189.418.696	-340.536.836
Brüt Kar	93.230.899	122.455.095	233.069.333	90.532.482	170.574.932
Brüt Kar Marjı	32,10%	32,88%	32,69%	32,34%	33,37%
Faaliyet Karı	72.004.369	106.940.380	201.525.386	54.475.335	147.988.778
Faaliyet Kar Marjı	24,79%	28,71%	28,26%	19,46%	28,95%
Dönem Karı	48.626.500	69.813.781	79.538.985	26.139.667	3.123.868
Net Kar Marjı	16,74%	18,74%	11,16%	9,34%	0,61%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ile 30.06.2022 ara dönemine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Dönen Varlıklar	322.584.236	494.687.152	716.491.701	1.101.630.733
Duran Varlıklar	60.991.216	69.061.977	252.035.226	278.966.816
TOPLAM VARLIKLAR	383.575.452	563.749.129	968.526.927	1.380.597.549
Kısa Vadeli Yükümlülükler	124.708.332	295.333.173	547.912.146	958.830.533
Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.901.258	65.719.473	94.261.739	86.545.594
Özkaynaklar	183.965.862	202.696.482	326.353.041	335.221.423
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	383.575.452	563.749.129	968.526.927	1.380.597.549

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin 2022 – 2032 yılları arasındaki serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler ve yurtiçinde BIST metal eşya makine endeksinde faaliyet gösteren seçilmiş sanayi şirketleri gruplandırılmıştır ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akışı analizi %50 ve Çarpan Analizi %50 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- Yapılan projeksiyonlarda 2022 – 2032 yılları arasında satışların ürün bazlı kırılmaları gösterilmiştir.

Net Satışlar (mn, TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Radyatör Satışları	893,9	1.842,5	2.171,5	2.434,3	2.674,9	2.882,9	3.107,2	3.348,8	3.609,2	3.889,9	4.192,5
Boru Satışları	472,9	982,4	1.135,3	1.401,1	1.616,5	1.742,3	1.877,8	2.023,8	2.181,2	2.350,8	2.533,7
Kombi Satışları	75,0	199,5	207,0	232,0	255,0	274,8	296,2	319,2	344,0	370,8	399,6
Diğer Satışlar	19,9	41,8	48,6	56,2	62,9	67,8	73,0	78,7	84,8	91,4	98,5
Net Satışlar	1.461,8	3.066,2	3.562,4	4.123,7	4.609,3	4.967,8	5.354,1	5.770,5	6.219,3	6.703,0	7.224,3
Büyüme	%105	%109,8	%16,2	%15,8	%11,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- İNA çalışması şirketin 2022- 2032 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	1.461,8	3.066,2	3.562,4	4.123,7	4.609,3	4.967,8	5.354,1	5.770,5	6.219,3	6.703,0	7.224,3
Satışların Değişimi	%105,0	%109,8	%16,2	515,8	%11,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8
FVÖK	376,7	842,5	979,8	1.138,8	1.275,5	1.370,9	1.475,4	1.584,2	1.700,0	1.824,3	1.957,8
Amortisman	17,8	20,9	24,4	28,4	31,6	34,6	35,8	40,6	46,8	53,5	60,7
FAVÖK	394,5	863,4	1.004,2	1.167,1	1.307,1	1.405,5	1.511,2	1.624,7	1.746,7	1.877,8	2.018,6
Dönem Vergi Gideri	52,7	117,9	137,2	159,4	178,6	191,9	206,6	221,8	238,0	255,4	274,1
Yatırım Harcamaları	14,6	30,7	35,6	41,2	46,1	49,7	107,1	57,7	62,2	67,0	72,2
Net İş. Ser. Değ	208,3	694,9	372,2	275,6	252,9	195,3	192,4	207,6	224,4	242,0	261,0
Serbest Nakit Akımları	118,8	19,9	459,2	690,9	829,6	968,6	1.005,1	1.137,6	1.222,2	1.313,3	1.411,3
AOSM	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6	%23,6
İndirgenmiş Nakit Akımları	113,1	15,3	285,9	348,0	338,0	319,3	268,1	245,5	213,3	185,5	161,2
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	909,7										
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	%5,00										
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	2.493,2										

Firma değeri	3.402,9
Net Finansal Borç	692,7
Toplam Özsermaye değeri	2.710,1
Hisse Sayısı	100,00
Hisse başı değer	27,10

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Değerleme çalışmasında Türkiye 10 yıl vadeli tahvilin ortalama getirisi olan %16,8 risksiz faiz oranı, %1 ek risk primi, %6,0 piyasa risk primi ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak %23,6 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, tahvil oranlarında son dönemde gerilemeden kaynaklı %1 ek risk primi hesaplama dahil edildiği belirtilmiştir.
- Vergi istisnalarından dolayı efektif vergi oranı tarihsel oranlarla aynı olacak şekilde %14 olarak korunmuştur.
- Sonsuz büyüme oranı ise %5,0'da tutulmuştur.
- AOSM 2022 yılı ve sonrası için %23,6 olarak sabit bırakılmıştır.
-

İskonto Oranları

Risksiz Faiz Oranı (Türkiye tahvil 10 yıl)	%16,8
Risk Primi	%1,0
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	%6,0
Sermaye Maliyeti	%23,8
Borç Maliyeti	%27,3
Vergi Oranı	%14,0
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	%23,5
Borç Oranı	%69,0
Özkaynak Oranı	%31,0
AOSM	%23,6
Sonsuz Büyüme Oranı	%5,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları hesaplanmıştır.
- Yurt dışı benzer şirketleri grup 1 olarak beraber ele alınmıştır. Çarpan analizinde şirketlerin 30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık döneme ait çarpan değerleri ve 2022 yıl sonu tahmini çarpan değerleri kullanılmıştır.

- Negatif ve en yüksek dördte bir dilimde bulunan değerler uç değer olarak kabul edilip medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Grup 1 Benzer Şirketler	Ülke	FD/FAVÖK	
		12A22	2022T
Advanced Drainage Systems Inc.	Amerika	17,7	13,1
Zhejiang Weixing New Building Materails Co., Ltd.	Çin	20,5	18,5
DongNai Plastic Construction Joint-stock Company	Vietnam	12,6	-
Apollo Pipes Limited	Hindistan	22,4	20,6
Uponor Oyj	Finlandiya	5,6	5,3
A.O. Smith Corporation	Amerika	10,3	9,8
DeLonghi	İtalya	5,9	6,9
Lennox International Inc.	Amerika	15,3	13,8
Aaon Inc	Amerika	30,7	21,2
Carrier Global Corp	Japonya	9,9	12,1
Rinnai Corporation	Amerika	-	6,3
Medyan		10,3	9,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Grup 1'de sınıflandırılmış benzer şirketler kullanılarak yapılan değerlemede 12A22 10,3x FD/FAVÖK ve 2022T 9,8x FD/FAVÖK değerleri elde edilmiştir.
- BİST Metal Eşya Makina Endeksinde işlem gören firmalardan araç üretimi yapan firmalar elimine edilerek grup 2 olarak beraber ele alınmıştır. Çarpan analizinde şirketlerin 30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık döneme ait çarpan değerleri kullanılmıştır.

Grup 2 Benzer Şirketler	Ülke	FD/FAVÖK
		12A22
Alarko Carrier	Türkiye	19,4
Arçelik	Türkiye	8,7
Balatacılar Balatacılık	Türkiye	26,7
Bantaş Ambalaj	Türkiye	7,6
Bosch Fren Sistemleri	Türkiye	60,9
Ditaş Doğan	Türkiye	14,5
Ege Endüstri	Türkiye	13,9
Emek Elektrik	Türkiye	8,4
Eminiş Ambalaj	Türkiye	13,3
F-M İzmit Piston	Türkiye	35,5
Formet Metal ve Cam	Türkiye	57,4
Gersan Elektrik	Türkiye	13,4
Hidropar Hareket	Türkiye	55,3
İhlas Ev Aletleri	Türkiye	8,5
İmaş Makine	Türkiye	88,5
Jentsa Jant Sanayi	Türkiye	14,7

Katmerciler Ekipman	Türkiye	9,9
Klimasan Klima	Türkiye	6,6
Makim Makine Teknolojileri	Türkiye	14,1
Makina Takım	Türkiye	11,7
Parsan	Türkiye	14,5
Safkar Ege Soğutmacılık	Türkiye	7,9
Say Yenilenebilir enerji	Türkiye	14,1
Silverline Endüstri	Türkiye	10,2
Türk Prysmian Kablo	Türkiye	23,1
Ulusoy Elektrik	Türkiye	323,3
Vestel	Türkiye	4,2
Vestel Beyaz Eşya	Türkiye	5,5
Medyan		11,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Grup 2'de bulunan benzer şirketler kullanılarak yapılan değerlemede 11,7x FD/FAVÖK değeri elde edilmiştir.
- Grup 1-Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde 12 aylık FD/FAVÖK çarpan değerine %70, 2022 yıl sonu tahmini FD/FAVÖK çarpan değerine %30 ağırlık uygulanarak 2.998mn TL firma değeri elde edilmiştir.

Grup 1 Çarpan Analizi (mn, TL)	FD/FAVÖK (70%)	FD/FAVÖK (30%)
	12A22	2022T
FAVÖK	255,4	394,5
Çarpan	10,3x	9,8x
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri	1.838	1.160

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Grup 2 çarpan analizinde 12 aylık 11,7x FD/FAVÖK çarpan değerine göre 2.982mn TL firma değerine ulaşılmıştır.
-

Grup 2 Çarpan Analizi (mn, TL)	FD/FAVÖK
	12A22
Değer	255,4
Çarpan	11,7x
Firma Değeri	2.982

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Grup 1 benzer şirketlerine %50, grup 2 benzer şirketlerine %50 ağırlık uygulanarak şirket değeri 2.297mn TL TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özet	Yurt Dışı	Yurt İçi
Firma Değeri (mn, TL)	2.998	2.982
Net Borç (mn, TL)	693	693
Özsermaye Değeri (mn, TL)	2.306	2.289
Ağırlıklandırma	%50	%50
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (mn,TL)	1.153	1.145
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (mn,TL)	2.297	
İskontosuz Birim Pay Değeri	22,97	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Çarpan analizi çerçevesinde FD/FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan değerler sırasıyla yurt dışı ve yurt içi olmak üzere %50-%50 olarak eşit ağırlıklandırılmıştır.
- Yurt dışı benzer şirketler ile yurt içi benzer şirketleri iki farklı grupta analiz edilerek TL2.297mn ağırlıklandırılmış özsermaye değeri ve ağırlıklandırılmış hisse başına değer TL22,97 olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TL)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri
İNA	2.710	50%	1.355
Çarpan Analizi	2.297	50%	1.149
İskontosuz Hisse Değeri			2.503,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir. Buna göre TL2.503,8mn iskonto öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	Taban Fiyat
Çıkarılmış Sermaye	100.000.000
Pay Başına Fiyat	25,04
Halka Arz İskontosu	%20
Şirket Piyasa Değeri	2.003
Halka Arz Pay Fiyatı	20,03

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Bulunan değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına TL20,03 fiyat hesaplanmıştır.

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı %20 oranında iskontoludur. Bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL20,03 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde %5 oranında yer alan uç büyüme oranını şirketin faaliyet gösterdiği sektörü de dikkate alarak uygun buluyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin %23,6 alınmasını makul buluyoruz.
- Efektif vergi oranının projeksiyon dönemi boyunca %14 olarak sabit alınmasının değerlendirme üzerindeki etkileriyle ilgili daha fazla bilgi paylaşımı İNA analizine ilişkin beklentilere daha fazla şeffaflık katabilir.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.