

SANICA ISI SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

17 Kasım 2022



İÇİNDEKİLER

1- HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	1
2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
3- FİNANSAL BİLGİLER	3
4- DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ	5
5- NİHAİ GÖRÜŞ	10

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Sanica Isı Sanayi A.Ş.'nin halka arzının, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1- Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı:	Sanica Isı Sanayi A.Ş.
İhraççı Hakkında:	Sanica Isı 29.01.1982 tarihinde tescil edilmiş olup, Şirket 40 yıldır faaliyet göstermektedir. Türkiye'de ve Dünya'da sektörün bilinen firmaları arasında yer almaktadır. Şirket'in Merkezi İstanbul'da yer alırken Türkiye'de Manisa, Elazığ ve Beylikdüzü'nde üç farklı lokasyonda üretim tesisleri bulunmaktadır.Şirket, rulo sacdan yapılan her türlü panel radyötör ve kombi ile plastik hammadde ve yardımcı hammaddelerden yapılan her türlü plastik boru ve türevleri ile bağlantılı parçalarının üretimi, alımı, satımı ve ihracatı faaliyetlerini yürütmektedir.
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yönetimi
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer):	35.000.00 nominal - Sermaye Artırımı 5.000.000 nominal - Ortak Satışı Toplam 40.000.000 TL nominal
Ek Satış:	Ek satış yoktur.
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı:	29,63%
Talep Toplama Tarihleri:	15 - 16 - 17 - 18 Kasım 2022
Halka Arz Fiyatı:	20,03 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	801.200.000 TL
Aracılık Yöntemi:	En iyi gayret aracılığı
Borsa Kodu/Pazar:	SNICA / Yıldız Pazar
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:	Halka arzdan elde edilecek gelirlerin %40'lık kısmı ile Yurtdışında Yatırım Yapılması, %30'luk kısmı ile İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşıllanması ve %30'luk kalan kısım ile Finansal Borçların Ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye		Sermaye	
		TL	Pay	TL	Pay
Hüseyin Nesimi Fatinoğlu	A	12.000.000	12,00%	12.000.000	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%

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

2- Şirket Hakkında Verilen Özet Bilgi

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Sanica Isı Sanayi A.Ş 29.01.1982 tarihinde tescil edilmiş olup, Şirket 40 yıldır faaliyet göstermektedir. Şirket'in halihazırda üç farklı lokasyonda üretim tesisleri bulunmaktadır. Bunlar, Manisa Akhisar OSB'de, Elazığ OSB'de ve Beylikdüzü Kavaklı lokasyonundadır. Şirket, 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 ihracatı faaliyetlerini yürütmektedir. Sanica Isı tarafından üretilen ürün grupları sırasıyla Panel Radyatör Grubu ürünleri, Boru ve Bağlantı Parçaları Grubu Ürünleri ve Kombi Grubu ürünleridir.

Şirket, sermaye artırımının gerekçesi olarak, kaynak temini, şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve kurumsal kimliğin güçlendirilmesi amaçlarıyla, Sanica Isı, sermaye artırımını kapsamında ihraç edilecek payların ilk halka arzını planlamaktadır.

Şirket, halka arz kapsamında elde etmeyi planladığı fonun %40'ını yurtdışında yatırım planlaması, %30'unun işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması ve %30'unun finansal borçların ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Yurt dışında Yatırım Yapılmasına ilişkin planda Şirket, gümrük ve lojistik avantajlarından yararlanmak, fiyatlama ve karlılık konusundaki konumunu güçlendirmek, coğrafi ve ürün portföyü riskini dağıtmak, kendine ait markaların pazardaki konumunu güçlendirmek, yeni pazarlara giriş yapabilmek ve marka bilinirliğini yaygınlaştırma amaçlarıyla kendi sektöründe faaliyet Avrupa Birliği ve fırsatların elverişli olması durumunda diğer yabancı ülke sınırları içerisinde kurulu bir şirket satın almayı yada ortak olmayı veya kendisi böyle bir tesis kurmayı planlamaktadır.

Yurt dışında yatırım yapılması doğası gereği hemen sonuçlandırılmayacak bir süreç olduğunda, söz konusu alan için ayrılan kaynak süreç tamamlanıncaya kadar vadeli mevduat, finansman bonosu ve tahvil gibi para ve/veya sermaye piyasası enstrümanlarında değerlendirilecektir. İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasına ilişkin plana göre ise yeni yatırımların devreye girmesi ile artan Pazar talebine cevap verebilmek amacıyla üretimini artırmayı hedeflemektedir.

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. Son olarak, finansal borçların ödenmesine ilişkin planda ise yükselen hammadde maliyetlerinden etkilenmeme amacıyla yaptığı toplu hammadde alımları finanse etmek için uzun vadeli kredilerin yüksek maliyetinden kaçınmak amacıyla kullanılan kredilerin kapatılması planlanmaktadır.

3- Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Sanica Isı Sanayi A.Ş.– Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	30.06.2022	2021	2020	2019
Dönen Varlıklar	1.101.630.733	716.491.701	494.687.152	322.584.236
Nakit ve Nakit Benzerleri	39.184.363	6.145.493	105.336.960	16.090.208
Ticari Alacaklar	417.347.092	282.839.681	141.192.199	126.668.450
Diğer Alacaklar	31.457.753	15.731.187	39.994.214	8.035.061
Stoklar	530.940.575	382.825.902	200.244.950	137.913.700
Peşin Ödenmiş Giderler	70.193.963	24.558.335	7.678.715	33.427.851
Diğer Dönen Varlıklar	12.506.987	4.391.103	240.114	448.966
Duran Varlıklar	278.966.816	252.035.226	69.061.977	60.991.216
Maddi Duran Varlıklar	266.853.207	239.457.031	68.671.418	60.966.395
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	455.406	472.551	142.440	24.821
Kullanım Hakkı Varlığı	11.658.203	12.105.644	248.119	-
TOPLAM AKTİFLER	1.380.597.549	968.526.927	563.749.129	383.575.452
Kısa Vadeli Yükümlülükler	958.830.533	547.912.146	295.333.173	124.708.332
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	512.812.913	259.938.057	78.536.513	13.820.690
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	176.506.870	142.790.802	91.005.929	35.067.611
Ticari Borçlar	111.820.357	38.841.018	66.480.225	38.718.783
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Diğer Borçlar	4.930.121	2.923.898	2.860.995	1.465.782
Ertelemiş Gelirler	4.558.669	145.255	1.157.959	1.289.025
Kısa Vadeli Karşılıklar	145.002.473	100.839.651	53.904.982	32.850.613
Dönem Karı Yükümlülüğü	3.199.130	2.433.465	1.386.570	1.083.568
Uzun Vadeli Yükümlülükler	86.545.594	94.261.739	65.719.473	74.901.258
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	55.106.208	56.457.431	25.933.781	58.141.620
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.564.315	2.861.093	2.074.431	1.693.684
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	27.875.071	34.943.215	25.356.627	15.065.954
Toplam Yükümlülükler	1.045.376.127	642.173.885	361.052.646	199.609.590
Özkaynaklar				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	151.315.916	151.735.268	-1.146.575	-1.042.450
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-63.318.108	-69.481.974		
Kardan Kısıtlanmış Yedekler	7.759.311	4.557.551	26.547.567	25.526.692
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	-	-	-100.281.998	-49.302.962
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	136.340.436	60.003.211	107.763.707	60.158.082
Net Dönem Karı veya Zararı	3.123.868	79.538.985	69.813.781	48.626.500
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	335.221.423	326.353.041	202.696.482	183.965.862
TOPLAM KAYNAKLAR	1.380.597.550	968.526.926	563.749.129	383.575.452

Tablo 4 – Sanica Isı Sanayi A.Ş. – Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	30.06.2022	30.06.2021	2021	2020	2019
Hasılat	511.111.768	279.951.178	713.027.375	372.448.491	290.418.235
Satışların Maliyeti	-340.536.836	-189.418.696	-479.958.042	-249.993.396	-197.187.336
Brüt Kar	170.574.932	90.532.482	233.069.333	122.455.095	93.230.899
Brüt Kar Marjı	33,4%	32,3%	32,7%	32,9%	32,1%
Genel Yönetim Giderleri	-15.027.467	-6.306.854	-18.122.969	-8.980.119	-7.312.427
Pazarlama Giderleri	-26.665.576	-15.367.660	-34.037.405	-17.529.550	-11.163.580
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	43.211.409	20.685.736	44.185.882	22.920.450	8.040.248
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-24.104.520	-35.068.369	-23.569.455	-11.925.496	-10.790.771
Esas Faaliyet Karı/Zararı	147.988.778	54.475.335	201.525.386	106.940.380	72.004.369
Faaliyet Kar Marjı	29,0%	19,5%	28,3%	28,7%	24,8%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	449.058	-2.599.034	-8.927.094	2.045.593	1.864.835
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	148.437.836	51.876.301	192.598.292	108.985.973	73.869.204
Finansman Gelirleri	11.567.525	5.704.691	5.479.087	5.147.601	18.676.798
Finansman Giderleri	-166.319.542	-31.765.944	-107.357.465	-32.650.605	-34.731.991
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı/Zararı	-6.314.181	25.815.048	90.719.914	81.482.969	57.814.011
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	9.438.049	324.619	-11.180.929	-11.669.188	-9.187.511
Ertelemiş Vergi Gideri/Geliri	9.438.049	324.619	-11.180.929	-11.669.188	-9.187.511
Dönem Karı/Zararı	3.123.868	26.139.667	79.538.985	69.813.781	48.626.500
Dönem Kar Marjı	0,6%	9,3%	11,2%	18,7%	16,7%

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım, Sanica Isı Sanayi A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı (piyasa çarpanları) birlikte kullanılmış ve her iki yaklaşımda eşit şekilde ağırlıklandırılarak nihai değere ulaşılmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (İD/FAVÖK)
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

4.1- Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Sanica Isı ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için Borsadaki Klavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Sanica Isı'ya benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Yurt içi benzer şirketler olarak BİST Metal Eşya Makine Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel değerleme çarpanları ile söz konusu veri setinin Bloomberg Veri Terminali ile temin edilen 2022 yıl sonu tahmini çarpanları da dahil edilmiştir.

Çarpan analizi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Firma Değeri (FD)/ Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) çarpanının medyanı uç değerler elenerek dikkate alınmıştır.

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal ve uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarını adil koşullarda değerlendirebilmesi açısından tercih edilmiştir. FD/FAVÖK çarpanına ek olarak FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar FD/FAVÖK kadar güvenilir bulunmamıştır.

- Değerleme çalışması kapsamında incelenen endeks firmaları arasında benzer alt sektörlerde yer alanlar arasında dahi kar marjları açısından farklılıklar olabilmektedir. Bunun sonucunda firmalar belli bir faaliyet karı seviyesine çok farklı hasılat rakamlarıyla ulaşabilmektedir. Bu bağlamda FD/Satışlar çarpanının şirketin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemede eksik kaldığı değerlendirilmiş ve çalışmada tercih edilmemiştir.
- Benzer sektörde faaliyet göstermelerine rağmen firmaların çok ciddi farklılık gösterebilecek finansman koşulları, bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri, değişken sermaye yapıları ile faaliyet gösterdiği ülkelerdeki vergilendirme sistemlerinin farklılıkları, söz konusu firmaların net karları ve dolayısıyla özkaynakları üzerinde doğrudan önemli etkilere neden olmaktadır. Bu durum, benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları üzerinden karşılaştırılarak sağlıklı sonuçların elde edilmesini güçleştirmektedir.

Bu kapsamda, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 07.10.2022 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplama dahil edilmiştir. Ayrıca şirketin 30.06.2022 tarihli finansallarından:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkarıldığında Şirket'in 30.06.2022 itibarıyla net finansal borcu 692.745.085 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 01.07.2021-30.06.2022 dönemi için FAVÖK'ü 255.408.922 TL olarak hesaplanmıştır.

Sanica Isı Sanayi A.Ş. – Kasım 2022

Tablo 5 – Yurt Dışı Şirket Çarpanları

Şirketler	İD/FAVÖK LTM	İD/FAVÖK 2022T
Advanced Drainage Systems, Inc.	17,7x	13,1x
Zhejiang Weixing New Building Materials Co., Ltd	20,5x	18,5x
DongNai Plastic Construction Joint-Stock Company	12,6x	M.D
Apollo Pipes Limited	22,4x	20,6x
Uponor Oyj	5,6x	5,3x
A.O Smith Corporation	10,3x	9,8x
DeLonghi	5,9x	6,9x
Lennox International Inc.	15,3x	13,8x
Aaon Inc	30,7x	21,2x
Carrier Global Corp.	9,9x	12,1x
Rinnai Corporation	M.D	6,3x
MEDYAN	10,3x	9,8x

Yurt Dışı Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Son 12 Aylık FD/FAVÖK Çarpanı (x)		10,30x
FAVÖK (TL)		255.408.922
Firma Değeri (TL)		2.626.508.788
Net Borç / (Net Nakit)		692.745.085
Özsermaye Değeri		1.933.763.703
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	70%	1.353.634.592
2022 Yılı sonu FD/FAVÖK tahmini Çarpanı (x)		9,80x
FAVÖK (TL)		394.524.024
Firma Değeri (TL)		3.866.570.958
Net Borç / (Net Nakit)		692.745.085
Özsermaye Değeri		3.173.825.873
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	30%	952.147.762
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		2.305.782.354

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Sanica Isı Sanayi A.Ş. – Kasım 2022

Tablo 6 – Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

Şirketler	İD/FAVÖK
Alarko Carrier	19,4x
Arçelik	8,7x
Balatacılar Balatacılık	26,7x
Bantaş Ambalaj	7,6x
Bosch Fren Sistemleri	60,9x
Ditaş Doğan	14,5x
Ege Endüstri	13,9x
Emek Elektrik	8,4x
Eminiş Ambalaj	13,3x
F-M İzmit Piston	35,2x
Format Metal ve Cam	67,4x
Gersan Elektrik	13,4x
Hidropar Hareket	55,3x
İhlas Ev Aletleri	8,5x
İmaş Makine	66,5x
Jantisa Jant Sanayi	14,7x
Katmerciler Ekipman	9,9x
Klimasan Klima	6,6x
Makim Makina Teknolojileri	14,1x
Makina Takım	11,7x
Parsan	14,5x
Safkar Ege Soğutmacılık	7,9x
Say Yenilebilir Enerji	14,1x
Silverline Endüstri	10,2x
Türk Prysmian Kablo	23,1x
Ulusoy Elektrik	323,3x
Vestel	4,2x
Vestel Beyaz Eşya	5,5x
MEDYAN	11,7x

Yurt içi Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı (x)		11,7x
FAVÖK (TL)	255.408.922	
Firma Değeri (TL)	2.981.792.241	
Net Borç /(Net Nakit)	692.745.085	
Özsermaye Değeri (TL)	100%	2.289.047.156

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7 – Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		2.289.047.156
Pay Başına Değer	50%	11,45
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		2.305.782.354
Pay Başına Değer	50%	11,53
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		2.297.414.755
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		22,97

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.2- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi 2022-2032 yılları arasını kapsayan 10 yıllık süre için projekte edilmiştir.
- ✓ Değerleme modelinde şirketin satış projeksiyonları miktara (ton, mtül ve adet) ve fiyat bazında mevcut yurt içi ve yurt dışı müşterilerdeki satış potansiyeli dikkate alınarak yapılmıştır. Güncel USD satış fiyatlarının 2022 yılının ikinci yarısında artmayacağı varsayılarak gerçekleşen fiyatların projeksiyon dönemi boyunca USD bazında sabit kalacağı öngörülmüştür. Her ne kadar tarihsel olarak cironun %50'nin üzerinde paya sahip radyatör segmenti için 1) 2022 yıl başında Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den alınan üretim hattının Eylül 2022 itibarıyla devreye alınmasıyla ve 2) ikinci yarıda yapılan pres yatırımlarıyla ilgili segment için kapasite artışı ile verimlilik artışı gündemde olsa da muhafazakar bakış açısıyla, Şirket'in ilgili yatırımlar sonucunda radyatör segmenti için Şirket kapasitesinin 2024 yılına kadar kademeli olarak artacağı ve sonraki yıllarda ise sabit kalacağı varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde ürün kırılımı bazında miktar ve ilgili USD fiyat üzerinden hesaplanarak ilgili dönemler için USD/TL kur tahminlerine göre TL'ye çevrilmiştir.
- ✓ Satışların maliyetinin projeksiyonunda, Şirket'in 2022 yılı ilk altı aylık dönemde %33,4 olarak gerçekleşen brüt kar marjının Eylül 2022 yılında da devreye alınmış yeni hattı ve pres yatırımları sayesinde ölçek ekonomisi ile her bir fabrikası üzerinde yer alan GES yatırımlarının maliyet düşürücü etkisi dikkate alınmıştır. GES yatırımlarına ilişkin olarak yüksek regülasyon riski göz önüne alınarak herhangi bir gelir hesaplamaya dahil edilmemiştir. İleriki yıllarda USD bazındaki satış fiyatı değişmediği varsayımına ve maliyet enflasyonuna bağlı olarak brüt kar marjının projeksiyon döneminde %34,9-35,7 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- ✓ Şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %6,4-7,3 arasında seyretmiştir. 2022 yılında operasyonel maliyetlerdeki artışa paralel satışlara oranı %8,5'e yükselmiştir. İleriki yıllardaki USD fiyatların sabit kalacağı öngörüsüyle maliyet enflasyonuna bağlı olarak faaliyet giderlerinin satışlardaki oranının 2022-2032 arasında %8,0-8,1 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- ✓ Şirketin 2019-2021 arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) TL bazında sırasıyla %56,7 ve %52,8 iken 2022-2032 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün YBBO'sunun TL bazında sırasıyla %15,8 ve %16,0 olacağı tahmin edilmiştir. Şirketin FAVÖK marjının yapılan Alarko ve pres yatırımlarının kapasite artışı ve verimliliği artırıcı etkisi ile GES yatırımının maliyete olan etkisi ile 2022 yılında %27,6 olacağı ve projeksiyon dönemi boyunca %27,6-%28,4 arasında gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- ✓ Net İşletme Sermayesi hesaplamasında, tahsilat ve ödeme gün sayılarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı, stok gün sayısının ise 2023 yılında 167 güne gerileyeceği ve kalan projeksiyon döneminde aynı seyredeceği varsayılmıştır.
- ✓ İNA kapsamında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranı Türkiye 10 yıllık TL tahvilin getirisi olan %16,8 dikkate alınmış ve bunun üzerine %1 risk primi eklenmiştir.
- ✓ Beta 1 olarak varsayılırken hisse risk primi %6 olarak varsayılmıştır.
- ✓ Borçlanma maliyeti, Şirketin 30.06.2022 denetim raporunda açıklanan EUR, USD ve TL krediler üzerinden %26,34 borç maliyeti hesaplanmıştır. Son dönemde tahvil oranlarının gerilemesinden kaynaklı olarak ek %1 risk primi söz konusu oranın üzerine eklenmiştir.
- ✓ Şirketin ihracat ağırlıklı çalışıyor olmasından kaynaklı vergi istisnaları nedeniyle efektif vergi oranı tarihsel olarak %14 olarak hesaplanmıştır. Böylelikle şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti projeksiyon dönemi boyunca %23,6 olarak hesaplanmıştır.

Sanica Isı Sanayi A.Ş. – Kasım 2022

Tablo 8 – İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu

Nakit Akımı Projeksiyonu Özet	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	2.493.154.327
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	5%
İndirgenmiş Uç Değer	909.711.403
Firma Değeri	3.402.865.730
+ Nakit	39.184.363
- Borç	731.929.448
Özkaynak Değeri	2.710.120.645
Pay Değeri	27,10

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.3- Sonuç

Gedik Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları metodu incelenmiş olup, nihai aşamada İNA %50 ve Piyasa çarpanları yurt içi %25 yurt dışı %25 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri belirlenmiştir. **Bu analiz sonucunda Sanica Isı Sanayi A.Ş. için ulaşılan halka arz öncesi piyasa değeri 2.503.767.700 TL olup hisse başı fiyatı 25,04 TL hesaplanmaktadır.** Tespit edilen değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, **halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 20,03 TL olarak tespit edilmiştir.**

Tablo 9 – Sanica Isı Sanayi A.Ş. Değerleme Sonucu Tablosu

Değerleme Sonucu	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA	2.710.120.645	50%	1.355.060.323
Piyasa Yaklaşımı - Y.içi Benzer Şirket Çarpanları	2.289.047.156	25%	572.261.789
Piyasa Yaklaşımı - Y.dışı Benzer Şirket Çarpanları	2.305.782.354	25%	576.445.589
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri			2.503.767.700
Toplam Pay Adedi			100.000.000
Hisse Başına TL			25,04
İskonto Oranı			20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri			2.003.014.160
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)			20,03

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Kaynak: Sanica Isı Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

5- Nihai Görüş

- ✓ Sanica Isı Sanayi A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda, Şirket ve sektör hakkında verilen bilgi ve açıklamalar ile mali tabloların kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan değerleme yöntemlerine dair verilen bilgilerin oldukça açıklayıcı ve detaylı olduğunu düşünüyörz.
- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda sektör yapısı dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizine birlikte yer verilmiş olmasının uygun olduğu, Net borç ve FAVÖK'e ilişkin yapılan analizlerin makul ve anlaşılır nitelikte olduğu, uç değerlerin göz önünde bulundurularak hesaplamaların dışında bırakılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan projeksiyonların ve değerleme parametrelerinin değerleme tarihi itibarıyla makul olduğunu düşünüyörz. Ancak yine de ileriye yönelik artış öngörölmemiş olsa da, İNA kapsamında kullanılan USD bazlı birim fiyatlar, şirketin tarihsel ortalamalarının üzerindedir. Hammadde fiyatlarındaki volatilité ve piyasa dinamikleri düşünüldüğünde farklı birim fiyatların varsayılabilir olduğu görüşünderiz.
- ✓ %20 seviyesindeki halka arz iskontosunun son dönemlerde gerçekleşen halka arz iskontolarıyla uyumlu ve makul olduğunu düşünüyörz.
- ✓ Çarpan analizi yönteminde İD/FVÖK, İD/Net Satışlar, F/K ve PD/DD değerlerinin neden hesaplamaya dahil edilmediği ve sadece İD/FAVÖK çarpanı üzerinden değerleme yapıldığı yönündeki açıklamaların açık, makul ve anlaşılır olduğunu düşünüyörz. Ayrıca çarpan analizinde medyan değerin baz alınmış olmasının da değerleme açısından daha sağlıklı bir gösterge olduğu kanısındayız.
- ✓ Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Sanica Isı Sanayi A.Ş. için 20,03 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyörz.

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.