

Sanica Isı Sanayi A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

14 Kasım 2022



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
3	Finansal Durum	8
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	11
4.1	Pazar Yaklaşımı	11
4.1.1	Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi	11
4.1.2	Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi.....	12
4.2	Gelir Yaklaşımı	14
5	Görüş	16
5.1	Pazar Yaklaşımı	16
5.2	Gelir Yaklaşımı	16
5.3	Sonuç	16

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İntegral Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlar olduğu Sanica Isı Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Sanica", "Sanica Isı" "İhraççı" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım'ın hazırladığı 7 Ekim 2022 tarihli fiyat tespit raporunu 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Konsorsiyum Liderleri	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcılar için Oransal Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Oranı	29,63%
Halka Arz Metodu	%88 Sermaye Arttırımı %12 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	40.000.000 TL
Ek Satış	Ek Satış planlanmamaktadır
Satmama Taahhüdü	Ortaklar hisselerini 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satamayacaktır
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel: %50 Yurtiçi Kurumsal: %40 Yurtdışı Kurumsal: %10
Fiyat İstikrarı	30 gün olarak planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	801.200.000 TL
Talep Toplama	15-18 Kasım 2022
Halka Arz Fiyatı	20,03 TL
Bağımsız Denetçi	Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Hüseyin Nesimi Fatinoğlu	A	12.000.000	12,0	12.000.000	8,89
	B	48.000.000	48,0	48.000.000	35,56
Ali Fatinoğlu	A	6.000.000	6,0	6.000.000	4,44
	B	23.900.000	23,9	22.400.000	16,59
Uğur Fatinoğlu	A	1.000.000	1,0	1.000.000	0,74
	B	4.000.000	4,0	2.250.000	1,67
Emre Fatinoğlu	A	1.000.000	1,0	1.000.000	0,74
	B	4.000.000	4,0	2.250.000	1,67
Saadet Fatinoğlu	B	100.000	0,1	100.000	0,07
Halka Açık	B	-	-	40.000.000	29,63
TOPLAM		100.000.000	100,0	135.000.000	100,0

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

2.1 Ürünler

a) Panel Radyatör Grubu Ürünleri

Radyatör grubu ürün yelpazesinde dizayn radyatör, süpürgelik radyatörü ve panel radyatörü gibi birçok ürün çeşidi bulunmaktadır. Sanica Isı söz konusu ürün yelpazesi içerisinde yer alan panel radyatör üretimini birçok farklı boyut ve tipte gerçekleştirerek, Sanica Isı adına tescilli olan Sanica ve Energy markaları ile müşterilerine sunmaktadır. Bununla birlikte, müşterilerinin talebi doğrultusunda özel markalı ürünlerin de üretimini gerçekleştirmektedir.

Panel radyatörler, panel ve konvektörlerin bir araya getirilmesi ile oluşmaktadır. Paneller otomatik preslerde su kanalı için form verilmiş iki sac levhanın, otomatik tezgahlarda punta, dikiş ve direnç kaynağı ile birleştirilmesiyle oluşmaktadır. Konvektörler ise preslerle kanat şeklinde form verilen sac levhalardan oluşmakta ve yine preslerle panellere kaynatılmaktadır. Sistem (kazan, kombi vs) tarafından tesisat aracılığıyla iletilen sıcak su panel radyatör su kanalı içerisinde dolaşmakta ve bu yolla sıcak su panel yüzeylerini ısıtmaktadır. Oda içerisindeki panel radyatör içerisine soğuk ortamdan gelen hava paneller içerisinde dolaşan sıcak su ile temas eden konvektörle birleşerek ısınır ve yoğunluk farkından dolayı yükselerek doğal bir sirkülasyon oluşturur. Doğal konveksiyon denilen fiziksel ve termal hava hareketi ile ortam sıcaklığı yükselmeye başlar ve böylece oda konfor oda sıcaklığına ulaşır.

Panel radyatörler panel “P” ve konvektörlerin “K” bir araya getirilmesi ile oluşmakta olup, Sanica Isı tarafından üretilen panel radyatör modelleri kullanılan panel ve konvektör sayısına göre isimlendirilmektedir.

- Panel radyatör modelleri, modelde kullanılan panel ve konvektör sayısına göre ayrılmaktadır.
- Paneller “P”; konvektörler “K” ile gösterilmektedir. Örneğin “PKPP” modeli sırası ile “Panel-Konvektör-Konvektör-Panel” parçalarından oluşmaktadır.
- Model isimleri ise rakam ile gösterilmektedir. İki haneden oluşan rakamların ilk hanesi panel sayısını ikinci hanesi konvektör sayısını belirtmektedir. Örneğin “PKKP” modeli 2 adet panel ve 2 adet konvektörden oluştuğu için Tip 22 olarak isimlendirilmiştir. “PKP” modelinde ise panel sayısı 2 adet ve konvektör sayısı 1 adet olduğundan Tip 21 olarak isimlendirilmiştir.

Sanica Isı tarafından üretilen panel radyatörler Tip 10, Tip 11, Tip 21, Tip 22 ve Tip 33 modellerinden oluşmaktadır. Buna ek olarak, Sanica Isı müşteri talebi doğrultusunda ilgili modellere kompakt ventil de uygulayabilmektedir. Kompakt ventilli panel radyatör yüksek ısı gücü, hassas sıcaklık ayarı, termostatik kontrolüyle zemin döşemesine alttan da bağlanabilmekte ve klasik tesisat bağlantı sistemleri için en uygun çözümü sunmaktadır.

b) Boru ve Bağlantı Parçaları Grubu Ürünleri

Sanica Isı, plastik hammaddeler kullanarak boru ve bağlantı parçaları ile perde rayı üretimi gerçekleştirmekte olup, Sanica Isı tarafından üretilen borular kullanım alanlarına göre altyapı ve üstyapı ürünleri olarak ayrılarak Sanica Isı adına tescilli Sanica markası ile müşterilere sunulmaktadır. Sanica Isı tarafından üretilen boru ve bağlantı parçaları yapısı, çapı, uzunluğu, kullanım alanı itibarıyla farklılık göstererek 800’den fazla çeşit ile müşterilere sunulmaktadır. Sanica Isı tarafından üretim ve satışı gerçekleştirilen boru ve bağlantı parçaları ile perde raylarına ana hatlarıyla aşağıda yer verilmektedir.

PPRC Borular ve Bağlantı Parçaları

Üst yapı boru grubunda yer alan PPRC boruları pürüzsüz ve kaygan yapısı ile kireçlenme ve paslanma yapmaması, hijyenik olması ve montajının kolay olması gibi avantajlı yönleriyle temiz su tesisatlarında, bina içi sıcak ve soğuk sıhhi tesisat sistemlerinde, basınçlı hava sistemlerinde, klima sistemlerinde ve endüstriyel

boru sistemlerinde kullanılmaktadır. Polipropilen Random Kopolimer hammaddesinden üretilen bu borular yüksek çekme mukavemeti sayesinde içinde dolaşan suyun kimyasal özelliklerinde herhangi bir değişim olmasının önüne geçmektedir.

PPRC boruların 20°C’de ve 25 bar basınç altındaki çalışma ömrü 50 yıldır. -20°C ila +95°C aralığında kullanımı uygundur. Kimyasal maddelere karşı yüksek direnç sağlar. Korozyona dayanıklıdır. Kireçlenme ve paslanma yapmaz. Suyun rengini, kokusunu ve tadını değiştirmez. Kaygan ve parlak iç yüzeye sahiptir. Kaynak yerlerinde çap daralması meydana gelmez. Yüksek Kaynak performansı gösterir. Montajda %80 tasarruf sağlar ve montaj firesi yoktur. Isı ve ses yalıtımı sağlar. Zor alev alır ve Çevre dostudur.

PPRC Bağlantı Parçaları, üst yapı grubunda yer alan PPRC ve PPRC Cam Elyafı boruların bağlantılarını gerçekleştirmek üzere üretilen ekleme parçalarından oluşmaktadır. PPRC Bağlantı parçaları 23°C’de ve 30 bar basınçta 60 yıl çalışma ömrüne sahiptir. -23°C ila +96°C aralığında kullanımı uygundur.

PVC/PP Borular ve Bağlantı Parçaları

Üst yapı grubunda yer alan PVC boruları VE Bağlantı parçaları şebeke suyu kullanımı sonucu açığa çıkan atık suların bina dışındaki kanalizasyon ya da rögarlara iletilmesi amacıyla kullanılmaktadır. Polivinil Klorür hammaddesinin ser yapısı nedeniyle PVC borular kırılmalara ve aşınmalara karşı oldukça dayanıklıdır.

Polipropilen hammaddesinden üretilen PP boruları ve bağlantı parçaları ise evsel atık sular, evsel atık su hatları için havalandırma sistemleri ve bina yağmur suyu tesisatlarında kullanılmaktadır.

Sanica Isı tarafından üretilen Silenzio Mineral takviyeli modeli Polipropilenden yapılmış yüksek kaliteli ses geçirmeyen boru sistemidir. Silenzio ürünleri bina yapımının her alanında (ev, konut, endüstriyel bina ve hastaneler, otel vs.) kullanımı için ideal koşullar yaratarak ses yalıtımı olanağı sağlamaktadır. Ses yalıtımlı boru sistemleri yaşam kalitesiyle birlikte mülk değerinin artmasına katkıda bulunmaktadır. Günümüzde iskan alanlarındaki yüksek talepler göz önünde bulundurulduğunda Silenzio modeli boru sistemleri teknolojik ve ekonomik beklentileri tam anlamıyla karşılayabilmektedir. Silenzio yüksek moleküler ağırlıktaki özel formülü ve 3 katlı yapısıyla atığın boru iç yüzeyine çarpmasıyla oluşan sesin tesisatın dışına çıkmasını engellemektedir. Aynı zamanda özel yapısı sayesinde tesisat yapısı üzerindeki titreşimleri büyük oranda azaltmaktadır. Böylece bina içerisindeki titreşimler sonucu meydana gelen temas sesleri ve uğultuları engellemiş olmaktadır.

Mobil Borular

Mobil borular, mobil ısıtma sistemlerinde tek kolon hattı çekilerek radyatörlere kollektörden doğrudan dağıtım yapılmasını sağlamaktadır. Böylelikle klasik radyatörlü ısıtma sistemlerinde görülen 3-4 ayrı kolon borusu kullanımı, montaj ve çalışma problemlerini ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca, yaşam alanlarında gereksiz plastik boru görüntülerinin oluşmasının önüne geçilmektedir. Tesisatın döşenmesinde kılıf kullanıldığı için herhangi bir hasar durumunda döşeme bozulmadan plastik boruların kolaylıkla değiştirilmesi mümkün olmaktadır.

Polietilen esaslı PEX borular sıcak ve soğuk su tesisatlarında, zeminden ısıtma, mobil ve temiz su sistemlerinde kullanılmaktadır.

PERT borular ise residance binalar, toplu konutlar, oteller, hastaneler, alışveriş merkezleri, spor salonları, statlar, sinemalar, havalimanları, sanayi yapıları vb. alanlarda kullanılmaktadır. PERT borular sıcaklık basıncı dayanımı artırılmış özel hammaddeden üretilmektedir.

Koruge Borular

Koruge Borular hafif olduğundan döşeme esnasında ağır donanımlara ihtiyaç duyulmasını ortadan kaldırmaktadır. Kolay birleştirme metotları sayesinde diğer boru malzemelerine göre projeler daha hızlı bir şekilde sonuçlandırılabilir. Koruge boruların iç yüzeyi açık renkli olarak imal edildiğinden, istendiğinde şebeke için kamera ile kontrol edilebilmesine olanak sağlamaktadır. İç yüzeyinin pürüzsüz olması sistemdeki

katı parçacıkların boru yüzeyine yapışmasına engel olmakta ve zamanla oluşabilecek kesit daralmalarını engellemektedir.

Koruge borular diğer boru malzemelerine göre hidrolik pürüzlülüğü çok düşük olduğu için kanalizasyon sisteminde çap optimizasyonuna gidilerek bir düşük çap seçilip kullanılabilir. Böylelikle proje maliyetleri düşürülebilmektedir. Koruge borular esnek olduğundan yer hareketlerinden etkilenmemekte ve deforme olmamaktadır. Sanica Isı tarafından üretilen körüğe boruların ömrü 50 yıldır.

Polietilen Borular (PE)

Sanica Isı tarafından polietilen borular PE 40, PE 63, PE 80 ve PE 100 şeklinde üretilmektedir.

Esneke kabiliyeti yüksek olduğundan kanal dışındaki birleştirilebilir ve yer altı hareketlerinden etkilenmemektedir. Dere, nehir, göl, maden alanları vb. bozuk ve hareketli zeminlerde güvenle kullanılabilir. Boru dönüşlerinde et kalınlığına bağılı olarak 20°C’de çapın 20 ila 40 katı radiusle bükülebildiğinden daha az dirsek kullanımı ile paradan ve zamandan tasarruf sağlamaktadır.

Drenaj ve Tünel Tipi Drenaj Boruları

Sanica Isı tarafından üretilen PVC-U Drenaj boruları 80, 110, 125, 160 ve 200 mm çaplarında müşterilere sunulmaktadır. Ağır kimyasal şartlarda dahi güvenle kullanılan PVC-U Drenaj borularının ömrü asgari 50 yıldır.

Tünel tipi drenaj boruları tam otomatik (extruder-korigatör-kesme) ekstrüzyon teknolojisi ile üretilmektedir. Kolayca takılabilmesi sayesinde drenaj tahliye sisteminin montajı hızlıca yapılabilir. Ayrıca bükme ve yapıştırma gibi zahmetli işçilikleri de gerektirmemektedir.

c) Kombi Grubu Ürünleri

Isınma ve sıcak su ihtiyacını giderme için kullanılan kombiler, farklı mekanlara ve farklı beklentilere uygun çeşitleriyle müşterilere sunulmaktadır. Kombi çeşitleri arasında yoğunmalı kombi, hermetik kombi, bacalı kombi ve elektrikli kombi gibi farklı seçenekler bulunmaktadır. Sanica Isı tarafından bu kombi çeşitlerinden hermetik ve yoğunmalı kombiler üretilmektedir. Bunun yanında, elektrikli kombi üretimi yapılması için fizibilite ve Pazar araştırması çalışmalarına başlamıştır.

Hermetik kombiler ateşleme için gerekli olan havanın kombi içerisindeki fan ile alındığı ve oluşan atık gazın da aynı sistem üzerinden dışarıya atıldığı kombi türüdür. Yani hermetik kombiler doğal gazın yanması sonucu oluşan su buharını olduğu gibi atmosfere salmaktadır. Oksijeni dış ortamdan alan ve yanma sonucu ortaya çıkan gazları aynı sistem üzerinden atmosfere bırakan hermetik kombiler hava sirkülasyonu olmayan yerlerde de kullanılabilir. Birlikte, özellikle küçük alanlar için ideal kullanım alanı sunmaktadır.

Öte yandan, yoğunmalı kombilerde yanma tepkimesi sonucu ortaya çıkan su buharı dışarıya atılmadan önce barındırdığı ısı enerjisinden bir kez daha yararlanılmak üzere kullanılmaktadır. Yoğunmalı kombiler doğal gazın yanması sonucunda ortaya çıkan ve bacadan dışarı atılacak su buharındaki enerjiyi özel ısı eşanjörü sayesinde geri kazanarak toplam verimi arttırmaktadır. Yoğunmalı kombiler diğer kombilere göre daha verimli çalışmakta ve su buharı yoğunmalı kombilerde sisteme geri kazandırıldığı için enerji tasarrufu sağlamaktadırlar.

Hermetik Kombiler

Sanica Isı tarafından üretilen hermetik kombi Sanica ve Energy markaları altında Fiji modeli ile 24 ve 28 Kw ısı gücü tiplerinde müşterilere sunulmaktadır. Fiji Modeli yüksek sıcaklıklara ve aşınmalara dayanıklı boya teknolojisi sayesinde uzun ömre sahiptir. Yasal sınırlandırmalar gereği hermetik kombilerin Türkiye’de kullanımı mümkün olmadığından, Fiji modelinin satışı yurtdışında gerçekleştirilmektedir.

Yoğuşmalı Kombiler

Sanica Isı tarafından üretilen yoğuşmalı kombiler Sanica ve Energy markaları altında 24 Kw, Gold ve Kral modelleri 24, 28, 35 ve 45 Kw ısıt güç tiplerinde müşterilere sunulmaktadır. Buna ek olarak, Sanica Isı tarafından geliştirilen ve 2021 yılında patent başvurusu yapılan eşanjörün kullanılacağı yoğuşmalı kombi olan Zirve modelinin de 2022 yılında piyasaya sürülmesi planlanmaktadır.

3 Finansal Durum

Tablo 3: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU						
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ					
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022	Son 12 Ay
Hasılat	290.418.235	372.448.491	713.027.375	279.951.178	511.111.768	944.187.965
Satışların Maliyeti (-)	(197.187.336)	(249.993.396)	(479.958.042)	(189.418.696)	(340.536.836)	(631.076.182)
Brüt Kar/(Zarar)	93.230.899	122.455.095	233.069.333	90.532.482	170.574.932	313.111.783
Genel Yönetim Giderleri (-)	(7.312.427)	(8.980.119)	(18.122.969)	(6.306.854)	(15.027.467)	(26.843.582)
Pazarlama Giderleri (-)	(11.163.580)	(17.529.550)	(34.037.405)	(15.367.660)	(26.665.576)	(45.335.321)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.040.248	22.920.450	44.185.882	20.685.736	43.211.409	66.711.555
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(10.790.771)	(11.925.496)	(23.569.455)	(35.068.369)	(24.104.520)	(12.605.606)
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	72.004.369	106.940.380	201.525.386	54.475.335	147.988.778	295.038.829
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.864.835	2.045.593	-	-	449.058	449.058
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	(8.927.094)	(2.599.034)	-	(6.328.060)
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	73.869.204	108.985.973	192.598.292	51.876.301	148.437.836	289.159.827
Finansman Gelirleri	18.676.798	5.147.601	5.479.087	5.704.691	11.567.525	11.341.921
Finansman Giderleri (-)	(34.731.991)	(32.650.605)	(107.357.465)	(31.765.944)	(166.319.542)	(241.911.063)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	57.814.011	81.482.969	90.719.914	25.815.048	(6.314.181)	58.590.685
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	(9.187.511)	(11.669.188)	(11.180.929)	324.619	9.438.049	(2.067.499)
Dönem Karı/(Zararı)	48.626.500	69.813.781	79.538.985	26.139.667	3.123.868	56.523.186

Kaynak: İzahname

Tablo 4: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.090.208	105.336.960	6.145.493	39.184.363
Ticari Alacaklar	126.668.450	141.192.199	282.839.681	417.347.092
Diğer Alacaklar	8.035.061	39.994.214	15.731.187	31.457.753
Stoklar	137.913.700	200.244.950	382.825.902	530.940.575
Peşin Ödenmiş Giderler	33.427.851	7.678.715	24.558.335	70.193.963
Diğer Dönen Varlıklar	448.966	240.114	4.391.103	12.506.987
Dönen Varlıklar	322.584.236	494.687.152	716.491.701	1.101.630.733
Maddi Duran Varlıklar	60.966.395	68.671.418	239.457.031	266.853.207
Kullanım Hakkı Varlığı	-	248.119	12.105.644	11.658.203



BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	24.821	142.440	472.551	455.406
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 Borçlanmalar	13.820.690	78.536.513	259.938.057	512.812.913
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	35.067.611	91.005.929	142.790.802	176.506.870
Ticari Borçlar	38.718.783	66.480.225	38.841.018	111.820.357
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.465.782	2.860.995	2.923.898	4.930.121
Diğer Borçlar	1.289.025	1.157.959	145.255	4.558.669
Ertelenmiş Gelirler	32.850.613	53.904.982	100.839.651	145.002.473
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	412.260	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.083.568	1.386.570	2.433.465	3.199.130
Kısa Vadeli Yükümlülükler	124.708.332	295.333.173	547.912.146	958.830.533
Uzun Vadeli Borçlanmalar	58.141.620	25.933.781	56.457.431	55.106.208
Ticari Borçlar	-	12.354.634	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.693.684	2.074.431	2.861.093	3.564.315
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Borçlar	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	15.065.954	25.356.627	34.943.215	27.875.071
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.901.258	65.719.473	94.261.739	86.545.594
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	(1.042.450)	(1.146.575)	151.735.268	151.315.916
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	(69.481.974)	(63.318.108)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	25.526.692	26.547.567	4.557.551	7.759.311
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	(49.302.962)	(100.281.998)	-	-
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	60.158.082	107.763.707	60.003.211	136.340.436
Net Dönem Karı/Zararı	48.626.500	69.813.781	79.538.985	3.123.868
Özkaynaklar	183.965.862	202.696.482	326.353.041	335.221.423
TOPLAM KAYNAKLAR	383.575.452	563.749.128	968.526.926	1.380.597.550

Kaynak: İzahname

Şirket'in net borç / nakit göstergesi aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 5: Net Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (30.06.2022)	Tutar (TL)
A. Nakit	36.849
B. Nakit Benzerleri	39.147.514
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-
D. Likidite (A+B+C)	39.184.363
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	510.575.665



Net Borçluluk Durumu (30.06.2022)	Tutar (TL)
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	176.506.870
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2.237.248
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	689.319.783
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	650.135.420
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	44.846.913
L. Tahviller	-
M. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	10.259.295
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	(55.106.208)
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	705.241.628

Kaynak: İzahname

Şirket'in likidite oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 6: Likidite Oranları

Likidite Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Cari Oran	2,59	1,68	1,31	1,15
Likidite Oranı	1,48	1,00	0,61	0,60
Nakit Oranı	0,13	0,36	0,01	0,04
Stok Bağımlılık Oranı	0,79	0,95	1,42	1,73

Kaynak: İzahname

Şirket'in mali yapı ve faaliyet oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 7: Mali Yapı ve Faaliyet Oranları

Finansal Yapı Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Finansal Kaldıraç	0,52	0,64	0,66
Finansman Oranı	0,92	0,56	0,51
Kısa Vadeli Yükümlülük/Pasifler	0,33	0,52	0,57
Uzun Vadeli Yükümlülük/Pasifler	0,20	0,12	0,10
Özkaynaklar/Pasifler	0,48	0,36	0,34

Kaynak: İzahname

Şirket'in faaliyet devir süreleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Faaliyet Devir Süreleri

Faaliyet Devir Süreleri (Gün)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Alacak Devir Hızı	157	136	143
Stok Devir Hızı	252	288	287
Borç Devir Hızı	71	96	29
Nakit Döngü Süresi	338	328	401

Kaynak: İzahname

Şirket'in FAVÖK ve Net Kar hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 9: FAVÖK ve Net Kar Hesaplaması

Karlılık (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Hasılat	290.418.235	372.448.491	713.027.375	279.951.178	511.111.768
Brüt Kar	93.230.899	122.455.095	233.069.333	90.532.482	170.574.932
Brüt Kar Marjı	32,1%	32,9%	32,7%	32,3%	33,4%



Karlılık (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Faaliyet Karı	72.004.369	106.940.380	201.525.386	54.475.335	147.988.778
FVÖK Marjı	24,8%	28,7%	28,3%	19,5%	29,0%
FAVÖK	79.455.749	115.744.245	212.637.224	58.768.109	154.780.664
FAVÖK Marjı	27,4%	31,1%	29,8%	21,0%	30,3%
Net Kar	48.626.500	69.813.781	79.538.985	26.139.667	3.123.868
Net Kar Marjı	16,7%	18,7%	11,2%	9,3%	0,6%

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 7 Ekim 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımı) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede Gedik Yatırım çarpan analizi metodunu tercih etmiştir. Bu kapsamda hem Borsa İstanbul'da hem yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketler incelenmiştir. Bu nedenle yurtdışı karşılaştırılabilir şirketler FD/FAVÖK çarpanları ile BIST benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde Gedik Yatırım tarafından Şirket'in 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılmıştır. Gedik Yatırım 30.06.2022 son 12 ay FAVÖK kalemine ulaşmak için, İzahname'nin ekinde yer alan 30.06.2022 tarihli konsolide bağımsız denetim raporu dikkate almış, Sanica Isı'nın brüt karından Pazarlama, Satış ve Dağıtım, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderlerini düşükten sonra amortisman tutarının ekleyerek hesaplamıştır, Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderler'i hesaba katmamıştır.

Bu doğrultuda Gedik Yatırım tarafından 30.06.2022 son 12 aylık FAVÖK'ü 255,4 mn TL olarak hesaplanmıştır.

4.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. Gedik Yatırım tarafından yapılan değerleme kapsamında 2022 Son 12 Ay FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Tablo 10: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK S12AY	FD/FAVÖK 2022T
Advanced Drainage Systems, Inc.	Amerika	17,7x	13,1x
Zhejiang Weixing New Building Materials Co., Ltd.	Çin	20,5x	18,5x
DongNai Plastic Construction Joint-stock Company	Vietnam	12,6x	m.d.
Apollo Pipes Limited	Hindistan	22,4x	20,6x
Uponor Oyj	Finlandiya	5,6x	5,3x
A.O. Smith Corporation	Amerika	10,3x	9,8x
Delonghi	İtalya	5,9x	6,9x
Lennox International Inc	Amerika	15,3x	13,8x
Aaon Inc	Amerika	30,7x	21,2x
Carrier Global Corp	Japonya	9,9x	12,1x
Rinnai Corporation	Amerika	m.d.	6,3x
	Medyan	10,3x	9,8x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Zhejiang Weixing New Building Materials Co., Ltd., Apollo Pipes Limited ve Aeon Inc çarpanları uç değer kabul edilip hesaplama dahil edilmemiştir.

Yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin Son 12 Ay FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 10,3x, 2022 tahmini FD/FAVÖK çarpanı medyanı 9,8x olduğu gözlemlenmektedir.

Yurt dışı halka açık benzer şirket FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 11: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

(TL)	
30.06.2022 Son 12 Ay FAVÖK	255.408.922
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	10,3x
Firma Değeri	2.626.508.788
Net Borç	692.745.085
Piyasa Değeri	1.933.763.703
2022T FAVÖK	394.524.024
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK 2022T	9,8x
Firma Değeri	3.866.570.958
Net Borç	692.745.085
Piyasa Değeri	3.173.825.873

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gedik Yatırım Son 12 Aylık çarpanla ulaşılan değere %70, 2022 Yılsonu Tahmini çarpanıyla ulaşılan değere %30 ağırlık vererek Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değerini 2.305.782.354 TL olarak hesaplamıştır.

4.1.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

Yurt içi benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. Gedik Yatırım tarafından yapılan değerleme kapsamında 2022 Son 12 Ay FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Tablo 12: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK
Alarko Carrier	ALCAR	5.994	19,4
Arçelik	ARCLK	53.382	8,7
Balatacılar Balatacılık	BALAT	153	26,7
Bantaş Ambalaj	BNTAS	747	7,6
Bosch Fren Sistemleri	BFREN	6.197	60,9
Ditaş Toğan	DITAS	1.051	14,5
Ege Endüstri	EGEEN	10.052	13,9
Emek Elektrik	EMKEL	267	8,4
Eminiş Ambalaj	EMNIS	322	13,3
F-M İzmit Platon	FMIZP	2.621	35,5
Formet Metal ve Cam	FORMT	508	67,4
Gersan Elektrik	GEREL	529	13,4
Hidropar Hareket	HKTM	2.927	55,3



Şirket	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK
İhlas Ev Aletleri	IHEVA	683	8,5
İmaş Makine	IMASM	4.551	33,5
Jantsa Jant Sanayi	JANTS	10.086	14,7
Katmerciler Ekipman	KATMR	1.428	9,9
Klimasan Klima	KLMSN	1.306	6,6
Makim Makina Teknolojileri	MAKIM	1.403	14,1
Makina Takım	MAKTK	970	11,7
Parsan	PARSN	5.220	14,5
Safkar Ege Soğutmacılık	SAFKR	490	7,9
Say Yenilenebilir Enerji	SAYAS	2.105	14,1
Silverline Endüstri	SILVR	1.379	10,2
Türk Prysmian Kablo	PRKAB	7.091	23,1
Ulusoy Elektrik	ULUSE	13.936	323,3
Vestel	VESTL	14.558	4,2
Vestel Beyaz Eşya	VESBE	15.776	5,5
		Medyan	11,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İş Yatırım 14.11.2022

FD/FAVÖK çarpanı 25x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve ağırlıklı ortalamaya dahil edilmemiştir. Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 11,7x olduğu gözlemlenmektedir.

Yurt içi halka açık benzer şirket FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 13: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

(TL)	
30.06.2022 Son 12 Ay FAVÖK	255.408.922
BİST Metal Eşya Makina Medyan FD/FAVÖK	11,7x
Firma Değeri	2.981.792.241
Net Borç	692.745.085
Piyasa Değeri	2.289.047.156

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in FD/FAVÖK çarpanlarına göre yurt içi ve yurt dışı piyasa değerlerini ağırlıklandırılarak bulunan piyasa değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 14: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

	(mn TL)
Yurt Dışı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	2.306
Yurt İçi Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	2.289
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	2.297

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar yaklaşımı değerlendirme metoduna göre Yurt içi ve Yurt dışı şirketlere eşit ağırlık vererek Şirket'in piyasa değeri 2.297 mn TL olarak hesaplanmıştır.



4.2 Gelir Yaklaşımı

Gedik Yatırım tarafından yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır.

İNA değerlemesi kapsamında kullanılan AOSM hesaplamasında;

- **Risksiz Faiz Oranı:** 2022-2032 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Yöntemi'nde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti 10 yıllık devlet tahvilinin ihracından değerlendirme tarihi itibarıyla ortalaması olan %16,8 dikkate alınmıştır. Son dönemde tahvil oranlarının gerilemesinden kaynaklı olarak ek %1 risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.
- **Piyasa Risk Primi:** Genel yaklaşım korunarak risk primi 6,0 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- **Beta:** Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- **Sermaye Maliyeti:** Sermaye maliyetinin hesaplamasında ($k_e = R_f + \beta \times \theta$) formülü kullanılmıştır. Formüle göre, sermaye maliyeti %23,8 olarak esas alınmıştır.
- **Borçlanma Maliyeti:** Borçlanma maliyeti, Şirket'in 30.06.2022 denetim raporunda açıklanan EUR, USD ve TL krediler üzerinden %26,34 borç maliyeti hesaplanmıştır. Son dönemde tahvil oranlarının gerilemesinden kaynaklı olarak %1 risk primi söz konusu oranın üzerine eklenmiştir.
- **Vergi Oranı:** Şirket'in ihracat ağırlıklı çalışıyor olmasından kaynaklı vergi istisnaları nedeniyle efektif vergi oranı tarihsel olarak %14 olarak alınmıştır.

Bu varsayımlar çerçevesinde Gedik Yatırım tarafından yapılan AOSM hesaplaması aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir.

AOSM Hesaplaması	
Risksiz Faiz Oranı (R_f)	%16,8
Risk Primi	%1,0
Piyasa Risk Primi (θ)	%6,0
14.11.2022	1,00
Sermaye Maliyeti (k_e)	%23,8
Borçlanma Maliyeti (k_d)	%27,3
Vergi Oranı (t)	%14,0
Borcun Ağırlığı (W_d)	%69,0
Özsermaye Ağırlığı (W_e)	%31,0
AOSM	%23,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in halka arz edilecek pay başı değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 15: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

(TL mn)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	1.461.799.717	3.066.189.766	3.562.359.337	4.123.730.426	4.609.296.231	4.967.780.777	5.354.132.965	5.770.532.376	6.219.315.828	6.703.001.882	7.224.304.967
Büyüme (%)	%105,0	%109,8	%16,2	%15,8	%11,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8	%7,8
Satışların Maliyeti	957.235.175	1.976.331.446	2.295.584.228	2.654.710.371	2.965.799.167	3.198.662.409	3.448.506.731	3.720.316.148	4.014.190.476	4.331.167.434	4.673.069.637
Brüt Kar	504.564.543	1.089.858.320	1.266.775.109	1.469.020.055	1.643.497.064	1.769.118.368	1.905.626.234	2.050.216.227	2.205.125.352	2.371.834.448	2.551.235.329
Brüt Kar Marjı	%34,5	%35,5	%35,6	%35,6	%35,7	%35,6	%35,6	%35,5	%35,5	%35,4	%35,3
Faaliyet Kan	376.689.498	842.466.222	979.788.215	1.138.787.736	1.275.492.202	1.370.925.578	1.475.410.128	1.584.172.949	1.699.950.986	1.824.300.251	1.957.842.383
Faaliyet Kan Marjı	%25,8	%27,5	%27,5	%27,6	%27,7	%27,6	%27,6	%27,5	%27,3	%27,2	%27,1
Amortisman	17.834.526	20.900.715	24.411.121	28.354.822	31.621.779	34.565.298	35.778.423	40.574.869	46.793.455	53.495.174	60.719.479
FAVÖK	394.524.024	863.366.938	1.004.199.336	1.167.142.558	1.307.113.981	1.405.490.877	1.511.188.552	1.624.747.818	1.746.744.442	1.877.795.425	2.018.561.862
FAVÖK Marjı	%27,0	%28,2	%28,2	%28,3	%28,4	%28,3	%28,2	%28,2	%28,1	%28,0	%27,9
Efektif Vergi Oranı	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0	%14,0
Vergi	52.736.530	117.945.271	137.170.350	159.430.283	178.568.908	191.929.581	206.557.418	221.784.213	237.993.138	255.402.035	274.097.934
Yatırım Harcamaları	14.617.997	30.661.898	35.623.593	41.237.304	46.092.962	49.677.808	107.082.659	57.705.324	62.193.158	67.030.019	72.243.050
Net İşletme Sermayesi Değişimi	208.334.468	694.851.624	372.169.387	275.593.674	252.902.026	195.266.852	192.426.505	207.636.409	224.386.881	242.042.044	260.956.720
Firma Serbest Nakit Akışları	118.835.029	19.908.144	459.236.005	690.881.297	829.550.084	968.616.636	1.005.121.969	1.137.621.872	1.222.171.265	1.313.321.328	1.411.264.159
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 Akımı	113.046.266	15.321.226	285.923.388	347.991.143	338.032.432	319.314.533	268.062.788	245.452.072	213.329.954	185.456.378	161.224.148
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	2.493.154.327										
Uç Değer Büyüme Oranı	5,0%										
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: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak;

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50, piyasa çarpan analizine ise %50 ağırlık verilmiştir.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda hesaplanan öz sermaye değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 16: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Piyasa Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	2.710.120.645	%50	1.355.060.323
Piyasa Yaklaşımı – Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	2.289.047.156	%25	572.261.789
Piyasa Yaklaşımı – Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	2.305.782.354	%25	576.445.589
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			2.503.767.700

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 17: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

(TL)	Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	100.000.000
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	2.503.767.700
Halka Arz İskonto Oranı	%20
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	2.003.014.160
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	20,03

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20,0 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 20,03 TL olarak hesaplanmaktadır.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK çarpanının cari ve tahmini değerlerinin ve bu çarpanların medyan değerlerinin kullanılmalarını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizi kapsamında şirket gruplarına verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketlerin BİST Metal Eşya ve Makina endeksinde faaliyet gösteren benzer şirketler ve yurt dışı benzer şirketler olarak iki grup altında incelenmesini makul buluyoruz.
- Pazar yaklaşımı yönteminde yurt içi benzer şirketler kapsamında seçilen şirketler arasında faaliyet alanları ve şirket büyüklükleri Sanica Isı ile örtüşmeyen şirketler olduğu görülmektedir. Ancak bu şirketlerin çarpanları dikkate alınmaksızın hesaplanan medyan çarpan ile ulaşılan değerde kayda değer bir farklılık bulunmadığından bu yöntem ile hesaplanan değeri makul bulmaktayız.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerini ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in ana kalemi olan satışların ürün kırılımına göre projekte edilmesini makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini ve risksiz faiz oranlarını makul bulmaktayız.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için hedeflenen ciro büyümelerinin gerçekleşmesi ve hedeflenen marjların yakalanması önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- Şirket'in betası hesaplanırken muhafazakâr yaklaşımda bulunulmasını olumlu bulmaktayız.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan ve bütün projeksiyon dönemi için sabit kalacağı varsayılan %14 değerindeki efektif vergi oranının öngörülen şekilde gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Gedik Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönetime göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Sanica Isı Sanayi A.Ş.'nin öz sermaye değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer ağırlıklandırılması sonucu toplamı alınmıştır.

Nihai öz sermaye değeri tespit edilirken, Gedik Yatırım tarafından konu alınan piyasa çarpanları yönteminden elde edilen değere %50 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK;

Gedik Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 20,03 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.