AKYatırım

'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

SANİCA ISI SANAYİ A.Ş.

'Sanica Isı Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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, Gedik Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin Sanica Isı Sanayi A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Sanica Isı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

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 tarafından üretimi gerçekleştirilen ürün grupları aşağıdaki gibidir:

- Panel Radyatör Grubu Ürünleri
- Boru ve Bağlantı Parçaları Grubu Ürünleri
- Kombi Grubu Ürünleri

Şirket, 1982 yılında İstanbul'da, 1.050.000 TL sermaye ile her nevi demir çelik ve benzeri maddeleri satın almak, satmak, imal etmek ve ihraç etmek üzere kurulmuştur.

Şirket'in Manisa Akhisar OSB'de, Elazığ OSB'de ve Beylikdüzü Kavaklı'da olmak üzere üç farklı lokasyonda üretim tesisleri de bulunmaktadır.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Şirket'in başlıca ürün grupları; panel Radyatör Grubu Ürünleri, Boru ve Bağlantı Parçaları Grubu Ürünleri ve Kombi Grubu Ürünleri'nden oluşmaktadır.

a) Panel Radyatör Grubu Ürünleri

Radyatör grubu ürün yelpazesinde dizayn radyatör, süpürgelik radyatörü ve panel radyatör 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.

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

Şirket'in boru ve bağlantı parçaları grubu ürünleri; PPRC Borular ve Bağlantı Parçaları, PVC/PP Borular ve Bağlantı Parçaları Mobil Borular, Koruge Borular, Polietilen Borular, Drenaj ve Tünel Tipi Drenaj Boruları ve Perde Rayı'ndan oluşmaktadır.

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 yoğuşmalı kombi, hermetik kombi, bacalı kombi ve elektrikli kombi gibi farklı seçenekler bulunmaktadır. Sanica Isı tarafından bu kombi çeşitlerinden hermetik ve yoğuşmalı kombiler üretilmektedir.

2019, 2020, 2021 ile 2021/06 ve 2022/06 dönemleri itibarıyla Sanica Isı'nın ürün grubu bazında satış kırılımı aşağıdaki gibidir:

Net Satışların Ürün Grubu Bazında Kırılımı (TL)

Ürün Bazında Satışlar (Mn TL)	2019	2020	2021	2021/6	2022/6
Panel Radyatör	154,5	197,7	371,0	148,0	320,7
Boru ve Bağlantı Parçaları	96,8	125,6	250,8	99,8	151,3
PPRC	25,5	29,3	64,1	22,7	39,5
PPRC Ek Parça	10,2	15,6	31,0	12,5	19,5
PVC/PP	10,4	13,0	37,7	14,2	21,0
PVC/PP Ek Parça	11,4	13,5	22,1	8,8	11,0
Mobil	8,4	12,5	20,1	7,3	18,7
Koruge	6,8	11,1	16,7	8,3	7,9
PE	14,6	15,4	23,8	11,0	23,5
Drenaj	8,3	13,6	33,3	14,5	9,5
Diğer Ek Parça	0,9	0,8	1,8	0,5	0,6
Perde Rayı	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0
Kombi	38,1	43,6	75,7	25,9	24,4
Diğer	1,1	5,6	15,5	6,3	14,7
Toplam	**290,4**	**372,4**	**713,0**	**280,0**	**511,1**

Kaynak: Şirket FTR Raporu

Şirket tarafından üretimi gerçekleştirilen ürünlerin yurt içi satışı ana bayiler ve toplu satış kanalları aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Ana bayiliğin bulunmadığı bölgelerde ana bayilerin üstlendiği görevi

Sanica Isı depo kurulması suretiyle yerine getirmekte ve alt bayilere dağıtımı gerçekleştirmektedir. Rapor tarihi itibarıyla Şirket tarafından işletilen Ankara, Diyarbakır ve Bartın illerinde kurulu üç adet depo sahası bulunmaktadır.

Şirket tarafından üretimi gerçekleştirilen ürünlerin yurt dışında satışı ise ana bayiler kanalı ile gerçekleştirilmektedir. Ana bayiliğin bulunmadığı ülkeler olan Macaristan ve İngiltere'de ise Şirket'in ilişkili tarafı olan Sanica Hungary KFT ve Sanica Building Materials'e ait iki adet depo sahasından faydalanmaktadır.
Yurt içinde gerçekleştirilen satışlar Türkiye'nin her bölgesinde yaygın olarak yapılırken; yurt dışı satışlarda ise kıtasal ayrım yapılmış olup, 2021 yılı itibarıyla Doğu Avrupa, Asya, Batı Avrupa, Afrika ve Güney Amerika kıtalarında bulunan toplam 54 Ülkeye ihracat gerçekleştirilmektedir.

2019, 2020, 2021 ile 2021/06 ve 2022/06 dönemleri itibarıyla Sanica Isı'nın satışlarının coğrafi dağılımı aşağıdaki gibidir:

Mn TL	2019	2020	2021	2021/6	2022/6
Yurtiçi Satışlar	140,4	193,5	338,7	134,4	222,6
Yurtdışı Satışlar	164,9	176,3	366,5	140,6	275,9
Diğer Gelirler	1,1	5,6	15,5	6,3	14,7
İadeler (-)	- 4,7	- 2,9	- 7,7	- 1,4	- 2,1
Diğer İndirimler (-)	- 11,2	- 0,0	-	-	-
Net Satışlar	**290,4**	**372,4**	**713,0**	**280,0**	**511,1**

Yıllar itibarıyla Şirket'in satışları önceki dönemlere göre karşılaştırıldığında artış eğilimindedir. Satışlar izahnamede yer verilen yıllık finansal tablo dönemleri olan 2019-2020 yılları arasında yıllık bazda ortalama %60 oranında (2020'de %28; 2021 'de %91) artış göstermiştir. Bununla birlikte, satışlar 2022'nin altı aylık ara hesap döneminde bir önceki ara dönem olan 2021 'in altı aylık ara hesap dönemine göre %83 oranında büyüme göstermiştir. 2021 hesap dönemi başından itibaren yakalanan hızlı büyümenin nedeni yurt dışı satışlarda büyümenin yanı sıra yurt içi piyasalardaki talebin güçlü konumunu korumasıdır.

Özet Finansallar:

Aşağıdaki tabloda 2019-2021 ve 2021/6 – 2022/6 dönemine ait özet finansallar gösterilmektedir:

Mn TL	2019	2020	2021	2021/6	2022/6
Net Satışlar	**290**	**372**	**713**	**280**	**511**
Brüt Kar	**93**	**122**	**233**	**91**	**171**
Brüt Kar Marjı (%)	*32,1%*	*32,9%*	*32,7%*	*32,3%*	*33,4%*
FAVÖK Marjı (%)	*28,3%*	*28,1%*	*26,9%*	*26,3%*	*26,8%*
Net Kar	**48,6**	**69,8**	**79,5**	**26,1**	**3,1**
Net Kar Marjı (%)	*16,7%*	*18,7%*	*11,2%*	*9,3%*	*0,6%*

Kaynak: Şirket FTR Raporu

Mn TL	2019	2020	2021	2022/6
Net Finansal Borç	**90,9**	**89,9**	**440,5**	**692,7**
Net Finansal Borç/FAVÖK	1,1	0,8	2,1	2,2*
Ticari Alacaklar	85	129	200	417
Stoklar	138	200	383	531
Peşin Ödenmiş Giderler	33	8	25	70
Ticari Borçlar	39	66	39	112
Ertelenmiş Gelirler	33	54	101	145
Net İşletme Sermayesi	**18**	**216**	**468**	**762**

**Son bir yıllık FAVÖK rakamı kullanılarak hesaplanmıştır.*

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket, sermaye artışından elde edilecek halka arz gelirlerini aşağıdaki şekilde kullanacağını belirtmiştir:

- %40'lık kısmını yurtdışında yatırım yapılması için,
- %30'unu işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması için,
- %30'unu ise finansal borçların ödenmesi için kullanacaktır.

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 yöntem kullanılmıştır. INA yöntemi için şirketin geçmiş finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2022-2032 projeksiyonları kullanılmıştır. Çarpan Analizinde ise 30.06.2022 tarihi itibariyle son 12 aylık döneme ait veriler dikkate alınırken, yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları ve yurtiçi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. İNA yöntemine %50, yurt içi benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek 2.504 milyon TL ağırlıklandırılmış özkaynak değeri hesaplanmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış pay değeri 25,04 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrası halka arz sermaye değeri 2.003 milyon TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değer 20,03 TL olarak belirlenmiştir.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA metodunda, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. Değerleme şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2032 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)											
	2022 T	**2023 T**	**2024 T**	**2025 T**	**2026 T**	**2027 T**	**2028 T**	**2029 T**	**2030 T**	**2031 T**	**2032 T**
Net Satışlar	**1.462**	**3.066**	**3.562**	**4.124**	**4.609**	**4.968**	**5.354**	**5.771**	**6.219**	**6.703**	**7.224**
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	1.976	2.296	2.654	2.966	3.199	3.449	3.720	4.014	4.331	4.673
Brüt Kar	**505**	**1.090**	**1.267**	**1.469**	**1.643**	**1.769**	**1.906**	**2.050**	**2.205**	**2.372**	**2.551**
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 Karı	**377**	**842**	**980**	**1.139**	**1.275**	**1.371**	**1.475**	**1.584**	**1.700**	**1.824**	**1.958**
Faaliyet Karı Marjı (%)	25,8%	27,5%	27,5%	27,6%	27,7%	27,6%	27,6%	27,5%	27,3%	27,2%	27,1%
Amortisman	18	21	24	28	32	35	36	41	47	53	61
FAVÖK	**395**	**863**	**1.004**	**1.167**	**1.307**	**1.405**	**1.511**	**1.625**	**1.747**	**1.878**	**2.019**
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	53	118	137	159	179	192	207	222	238	255	274
- Yatırım Harcamaları	15	31	36	41	46	50	107	58	62	67	72
+/- Net İşletme Sermayesi Değişimi	208	695	372	276	253	195	192	208	224	242	261
Firma Serbest Nakit Akışları	**119**	**20**	**459**	**691**	**830**	**969**	**1.005**	**1.138**	**1.222**	**1.313**	**1.411**
AOSM	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	**113**	**15**	**286**	**348**	**338**	**319**	**268**	**245**	**213**	**185**	**161**
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	2.493										
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	5%										
İndirgenmiş Uç Değer	910										
Firma Değeri	**3.403**										
+ Nakit	39										
- Borç	732										
Özkaynak Değeri	**2.710**										
Pay Değeri	**27,10**										

AOSM	**2022 T+**
Risksiz Getiri Oranı	16,8%
Risk Primi	1,0%
Beta	1
Piyasa Risk Primi	6,0%
Özkaynak Maliyeti	**23,8%**
Borç Maliyeti	27,3%
Borç Maliyeti (1- Vergi)	**23,5%**
Hedef Borç Ağırlığı	69%
Özkaynak Ağırlığı	31%
AOSM	**23,60%**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık TL TRT280432T14 kodlu tahvilin ihracından değerleme tarihi itibarıyla ortalama getirisi olan %16,8 dikkate alınmıştır. Son dönemde tahvil oranlarının gerilemesinden dolayı ek olarak %1 risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir. Değerleme çalışmasında şirketin betası 1,0 olarak kabul edilmiştir. Pay piyasası risk primi olarak %6 kullanılmıştır.

Çarpan Analizi

Çarpan analizinde hem yurtiçi hem yurt dışı benzer şirketler dikkate alınmıştır. Yurt içi benzer şirketler olarak "BIST Metal Eşya Makine" endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibariyle son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. Yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibariyle son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları ve bu şirketlerin 2022 yılsonu tahmini çarpanları da dahil edilmiştir. Çarpan analizinde medyan Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanı uç değerler elenerek kullanılmıştır. Çarpan analizi sonucu 2.297 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi			
	Ağırlık	**FD/FAVÖK Medyanı**	**Özsermaye Değeri (Mn TL)**
Yurtiçi Çarpan Analizi	**%50**	11,7	**2.289**
Yurtdışı Çarpan Analizi	**%50**		**2.306**
Son 12 Aylık	*%70*	*10,3*	*1.934*
2022 Yılsonu Tahmini	*%30*	*9,8*	*3.174*
Sonuç			**2.297**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ:

Çarpan Analizi ve İNA hesaplamalardan çıkan değerlerin eşit ağırlıklandırılması sonucu 2.504 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **25,04 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu durumda **20,03 TL** olan halka arz fiyatına göre %20 iskonto oranı hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	**Ağırlık**	**Özkaynak Değeri**
İndirgenmiş Nakit Akışları (Mn TL)	%50	2.710
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları (Mn TL)	%25	2.289
Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları (Mn TL)	%25	2.306
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (Mn TL)	**%100**	**2.504**
Pay Adedi		100.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		**25,04 TL**
Halka Arz İskontosu		**%20**
Halka Arz Fiyatı		**20,03 TL**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun oldukça kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.

- İNA analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve hesaplamayı oluşturan bileşenlerin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Ürün fiyat gelişimi ve büyüme varsayımlarının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Benzer şirketlerin 2 grupta incelenmesinin makul bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.
- Raporda kapasite kullanım oranları ile ilgili daha detaylı bilgi verilmesinin daha makul bir yaklaşım olacağını düşünüyoruz.

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, 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. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2022