**Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.**

**Sanica Isı Sanayi A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

## Genel Bilgiler

Sanica Isı'nın kuruluş esas sözleşmesi 29.01.1982 tarihinde tescil edilmiş olup, Şirket 40 yıllık kurumsal yapısıyla Türkiye'de ve Dünya'da sektörün bilinen firmaları arasında yer almaktadır. Şirket'in merkezi Kavaklı Mahallesi İstanbul Caddesi Sanica Blok No:10 İç Kapı No:1 Beylikdüzü/İstanbul adresinde bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, işbu rapor tarihi itibarıyla Şirket'in Manisa Akhisar OSB'de, Elazığ OSB'de ve Beylikdüzü Kavaklı'da olmak üzere üç farklı lokasyonda üretim tesisleri de bulunmaktadır.

Esas Sözleşme'nin 'Amaç ve Konu' başlıklı 4'üncü maddesi uyarınca 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 üretimi gerçekleştirilen ürün grupları aşağıdaki gibidir.

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

## Ortaklık Yapısı

| Unvanı/ Adı Soyadı | | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Grubu | Nominal Sermaye(TL) | (%) | Nominal Sermaye(TL) | (%) |
| 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 | - | 0,00 | 40.000.000 | 29,63 |
| **Toplam** | | **100.000.000** | **100,00** | **135.000.000** | **100** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

## Şirket'in Faaliyetleri - Ürünler Hakkında Bilgi

- **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.

- **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 müşterilere sunulmaktadır.

- **Kombi Grubu Ürünleri**

Isınma ve sıcak su ihtiyaçlarını 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. Bunun yanında, elektrikli kombi üretimi yapılması için fizibilite ve pazar araştırması çalışmalarına başlamıştır.

## Değerleme Yöntemleri

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
2. **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

## Çarpan Analizi

Pazar yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Sanica Isı ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, şirkete benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurtiçi benzer şirketler olarak BIST METAL EŞYA MAKİNA endeksinde 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 2022 yılsonu tahmini çarpanları da dahil edilmiştir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerleme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) medyanı uç değerler elenerek dikkate alınmıştır.

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal/uluslararası piyasalarda değerleme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. FD/FAVÖK'e ek olarak FD/Satışlar 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 olanlar arasında dahi kar marjı 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 farkları, 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 bağlamda, değerleme çalışmasında F/K ve PD/DD çarpanları tercih edilmemiştir.

Sonuç olarak 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 hesaplamaya dahil edilmiştir.

Ayrıca, Şirket'in 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.

## Çarpan Analizi

### 1- Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketler çarpanı hesaplamasında BİST Metal Eşya Makina Endeksinde faaliyet gösteren firmalardan otomotiv ve her türlü araç üretimi yapan firmalar elemine edilerek kalan firmaların tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar (≤0x) ile en yüksek dörtte bir (quartile) dilimde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınmış olup özkaynak değeri hesaplanmıştır.

| Seçilmiş Firmalar | FD/FAVÖK |
|---|---|
| Alarko Carrier | 19,44 |
| Arçelik | 8,73 |
| Balatacılar Balatacılık | ~~26,69~~ |
| Bantaş Ambalaj | 7,61 |
| Bosch Fren Sistemleri | ~~60,86~~ |
| Ditaş Doğan | 14,53 |
| Ege Endüstri | 13,94 |
| Emek Elektrik | 8,41 |
| Eminiş Ambalaj | 13,32 |
| F-M İzmit Platon | ~~35,45~~ |
| Format Metal ve Cam | ~~57,25~~ |
| Gersan Elektrik | 13,42 |
| Hidropar Hareket | ~~55,84~~ |
| İhlas Ev Aletleri | 8,51 |
| İmaş Makine | ~~88,53~~ |
| Jantsa Jant Sanayi | 14,73 |
| Katmerciler Ekipman | 9,88 |
| Klimasan Klima | 6,80 |
| Makim Makina Teknolojileri | 14,14 |
| Makina Takım | 11,67 |
| Parsan | 14,50 |
| Safkar Ege Soğutmacılık | 7,88 |
| Say Yenilenebilir Enerji | 14,08 |
| Silverline Endüstri | 10,21 |
| Türk Prysmian Kablo | 23,08 |
| Ulusoy Elektrik | ~~323,27~~ |
| Vestel | 4,24 |
| Vestel Beyaz Eşya | 5,45 |
| **Medyan (aykırı değerler elenmiş)** | **11,7x** |
| *Maksimum* | *24,0x* |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

| Yurt içi Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|---|---|---|
| **FD/FAVÖK Çarpanı (x)** | | **11,7** |
| 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: Fiyat Tespit Raporu*
*Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.*

## 2- Yurt Dışı Benzer Şirketler

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği benzer sektörde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar (≤0x) ile en yüksek dörtte bir (quartile) dilimde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplanmasında dikkate alınmamıştır. Daha önce izah edildiği üzere, yurt dışı benzer şirketlerin 30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan çarpanlara ek olarak 2022 yılsonu tahmini çarpanları da hesaplamaya dahil edilmiştir. Her iki veri seti içinde aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınmış ve bu çarpan üzerinden özkaynak değeri hesaplanmıştır.

| Yurt dışı Benzer Şirketler | Ülke | FD/FAVÖK LTM | 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 (aykırı değerler elenmiş)** | | **10,3x** | **9,8x** |
| *Maksimum* | | *19,8x* | *17,3x* |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

| Yurt dışı Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|---|---|---|
| **Son 12 Aylık FD/FAVÖK Çarpanı (x)** | | **10,28** |
| FAVÖK (TL) | | 255.408.922 |
| Firma Değeri (TL) | | 2.626.508.788 |
| Net Borç/(Net Nakit) | | 692.745.085 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 1.933.763.703 |
| **Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)** | **70%** | **1.353.634.592** |
| **2022 Yılsonu FD/FAVÖK Tahmini Çarpanı (x)** | | **9,80** |
| FAVÖK (TL) | | 394.524.024 |
| Firma Değeri (TL) | | 3.866.570.958 |
| Net Borç/(Net Nakit) | | 692.745.085 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 3.173.825.873 |
| **Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)** | **30%** | **952.147.762** |
| **Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)** | | **2.305.782.354** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*
*Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.*

## Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

| Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|---|---|---|
| **Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı** | | |
| Özsermaye Değeri | 50% | 2.289.047.156 |
| Pay Başına Değer | | 11,45 |
| **Yurt dışı benzer Şirket Medyanı** | | |
| Özsermaye Değeri | 50% | 2.305.782.354 |
| Pay Başına Değer | | 11,53 |
| **Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri** | | **2.297.414.755** |
| **Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer** | | **22,97** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

Çarpan analizi yöntemi sonucunda, yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Metal Eşya Makine endeksinde seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerine göre hesaplanan değerlerin eşit ağırlıklandırılması sonucunda 2.297 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

### Varsayımlar

- Şirket'in satış projeksiyonları miktar (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.

- Şirket'in 2022 yılı ilk altı aylık dönemde %33,4 olarak gerçekleşen brüt kar marjının Eylül 2022 yılında 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 bazında satış fiyatı değişmediği varsayımına ve maliyet enflasyonuna bağlı olarak brüt kar marjının projeksiyon döneminde %34,9-35,7 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

- Şirket'in 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 yıllarda USD fiyatların sabit kalacağı öngörüsüyle maliyet enflasyonuna bağlı olarak faaliyet giderlerinin satışlardaki oranının 2022-2032 arasında %8,0- %8,1 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında,

- **Risksiz Faiz Oranı:** Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL TRT280432T14 kodlu tahvilin ihracından değerleme 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:** Pay piyasası risk primi olarak %6 kullanılmıştır. Bu oran %5,5-6 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılan oranlara göre muhafazakar bir bakış açısıyla dikkate alınmıştır.
- **Beta:** Değerleme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- **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.
- **Vergi:** Şirket'in ihracat ağırlıklı çalışıyor olmasından kaynaklı vergi istisnaları nedeniyle efektif vergi oranı tarihsel olarak %14 olarak hesaplanmıştır. Söz konusu vergi oranı İNA analizinde dikkate alınmış olup, AOSM hesaplamasında da benzer bakış açısıyla vergi oranı %14 olarak korunmuştur.
- 30.06.2022 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç+Özsermaye) oranı %69 kullanılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2022 yılı ve sonrası için **%23,6** olarak hesaplanmıştır.

| 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** | **23,6%** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

## İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonucu

| İndirgenmiş Nakit Akımları - TL | 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 Karı** | 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 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 | 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% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| - 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 Firma Serbest Nakit Akışları** | 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 |

| | |
|---|---|
| Σ 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: Fiyat Tespit Raporu*

Değerleme çalışmasında uç değer büyüme oranı 2032 sonrasındaki dönem için %5,0 kullanılarak hesaplanmıştır.

Böylece Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, projeksiyon dönemi için %23,6 AOSM ile değerleme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşürülerek özsermaye değeri 2.710 mn TL olarak hesaplanmıştır.

## Sonuç

Sanica Isı Sanayi A.Ş.'nin değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 2.503.767.700 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 25,04 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 2.003.014.160 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 20,03 TL olarak hesaplanmıştır.

| Değerleme Sonucu | Ağırlık | Özkaynak Değeri |
|---|---|---|
| İndirgenmiş Nakit Akışları | 50% | 2.710.120.645 |
| Piyasa Yaklaşımı- Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları | 25% | 2.289.047.156 |
| Piyasa Yaklaşımı- Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları | 25% | 2.305.782.354 |
| **Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri** | **100%** | **2.503.767.700** |
| Pay Adedi | | 100.000.000 |
| **Ağırlıklandırılmış Pay Değeri** | | **25,04 TL** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

| Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL) | 30.06.2022 Son 12 Ay |
|---|---|
| Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri | 2.503.767.700 |
| Halka Arz İskontosu | 20% |
| Halka Arz İskontolu Özkaynak değeri | 2.003.014.160 |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye | 100.000.000,00 |
| Halka Arz Pay Başına Değer | 20,03 |
| Sermaye Artırım Oranı | 35,00% |
| Sermaye Artırımı (Pay Adedi) | 35.000.000 |
| Sermaye Artırımı (TL Tutar) | 701.050.000 |
| Ortak Satışı Oranı | 5,00% |
| Ortak Satışı (Pay Adedi) | 5.000.000 |
| Ortak Satışı (TL Tutar) | 100.150.000 |
| Halka Arz Edilecek Pay Adedi | 40.000.000 |
| Halka Arz Büyüklüğü | 801.200.000 |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri | 2.704.050.000 |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye | 135.000.000 |
| Halka Açıklık Oranı | 29,63% |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

## Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirketin faaliyetleri, sektörü ve değerleme yöntemlerine ilişkin yer verilen bilgilerin detaylı ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Yurt dışı benzer şirketlere ilişkin piyasa ve bilanço büyüklüğü hakkında da bilgi verilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan projeksiyonların ve değerleme parametrelerinin, değerleme tarihi itibariyle makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde; yurt içi ve yurt dışı şirketlerin seçiminde kullanılan yöntemin ve çarpanının uygun olduğunu düşünüyoruz. Değerlemede sadece FD/FAVÖK çarpanına yer verilmesini ve diğer çarpanların neden uygun bulunmadığına yönelik açıklamayı yeterli buluyoruz. Yapılan analizde, muhafazakar yaklaşım çerçevesinde, medyan değerinin kullanılması, uç değerlerin hesaplama dışında tutulmasını makul buluyoruz.
- Değerleme çalışması sonucunda hesaplanan hisse başı 25,04 TL'ye %20,0 halka arz iskontosu yapılarak ulaşılan 20,03 TL'lik hisse başı halka arz fiyatının, makul olduğu görüşündeyiz.

## Finansal Bilgiler

### Bilanço

| VARLIKLAR (TL) | 30.06.2022 | 31.12.2021 | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
|---|---|---|---|---|
| **Dönen Varlıkar** | | | | |
| Nakit ve 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 |
| **Toplam Dönen Varlıklar** | **1.101.630.733** | **716.491.701** | **494.687.152** | **322.584.236** |
| **Duran Varlıklar** | | | | |
| Maddi Duran Varlıklar | 266.853.207 | 239.457.031 | 68.671.418 | 60.966.395 |
| Kullanım Hakkı Varlığı | 11.658.203 | 12.105.644 | 248.119 | - |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 455.406 | 472.551 | 142.440 | 24.821 |
| **Toplam Duran Varlıklar** | **278.966.816** | **252.035.226** | **69.061.977** | **60.991.216** |
| **TOPLAM VARLIKLAR** | **1.380.597.549** | **968.526.927** | **563.749.129** | **383.575.452** |

| KAYNAKLAR (TL) | 30.06.2022 | 31.12.2021 | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
|---|---|---|---|---|
| **Kısa Vadeli Yükümlülükler** | | | | |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 512.812.913 | 259.938.057 | 78.536.513 | 13.820.690 |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların 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 Borçlar | 4.930.121 | 2.923.898 | 2.860.995 | 1.465.782 |
| Diğer Borçlar | 4.558.669 | 145.255 | 1.157.959 | 1.289.025 |
| Ertelenmiş Gelirler | 145.002.473 | 100.839.651 | 53.904.982 | 32.850.613 |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | - | - | - | 412.260 |
| Kısa Vadeli Karşılıklar | 3.199.130 | 2.433.465 | 1.386.570 | 1.083.568 |
| **Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler** | **958.830.533** | **547.912.146** | **295.333.173** | **124.708.332** |
| **Uzun Vadeli Yükümlülükler** | | | | |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar | 55.106.208 | 56.457.431 | 25.933.781 | 58.141.620 |
| Ticari Borçlar | - | - | 12.354.634 | - |
| Uzun Vadeli Karşılıklar | 3.564.315 | 2.861.093 | 2.074.431 | 1.693.684 |
| Cari Dönem Vergisi ile İlgili Borçlar | - | - | - | - |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü | 27.875.071 | 34.943.215 | 25.356.627 | 15.065.954 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | - | - | - | - |
| **Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler** | **86.545.594** | **94.261.739** | **65.719.473** | **74.901.258** |
| **Toplam Yükümlülükler** | **1.045.376.127** | **642.173.885** | **361.052.646** | **199.609.590** |
| **ÖZKAYNAKLAR** | | | | |
| **Ana Ortağa 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/Giderler | 151.315.916 | 151.735.268 | -1.146.575 | -1.042.450 |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler/Giderler | -63.318.108 | -69.481.974 | - | - |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler | 7.759.311 | 4.557.551 | 26.547.567 | 25.526.692 |
| Bölünmüş Brimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri | - | - | -100.281.998 | -49.302.962 |
| Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-) | 136.340.436 | 60.003.211 | 107.763.707 | 60.158.082 |
| Net Dönem Karı/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** | **563.749.128** | **383.575.452** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

## Gelir Tablosu

| GELİR TABLOSU (TL) | 30.06.2022 | 30.06.2021 | 31.12.2021 | 31 Aralık 2019 | 31 Aralık 2019 | Son 12 Ay |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Hasılat | 511.111.768 | 279.951.178 | 713.027.375 | 372.448.491 | 290.418.235 | 944.187.965 |
| Satışların Maliyeti (-) | -340.536.836 | -189.418.696 | -479.958.042 | -249.993.396 | -197.187.336 | -631.076.182 |
| **Brüt Kar/ (Zarar)** | **170.574.932** | **90.532.482** | **233.069.333** | **122.455.095** | **93.230.899** | **313.111.783** |
| Genel Yönetim Giderleri | -15.027.467 | -6.306.854 | -18.122.969 | -8.980.119 | -7.312.427 | -26.843.582 |
| Pazarlama Giderleri | -26.665.576 | -15.367.660 | -34.037.405 | -17.529.550 | -11.163.580 | -45.335.321 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 43.211.409 | 20.685.736 | 44.185.882 | 22.920.450 | 8.040.248 | 66.711.555 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | -24.104.520 | -35.068.369 | -23.569.455 | -11.925.496 | -10.790.771 | -12.605.606 |
| **Esas Faaliyet Karı/Zararı** | **147.988.778** | **54.475.335** | **201.525.386** | **106.940.380** | **72.004.369** | **295.038.829** |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler | 449.058 | 0 | 0 | 2.045.593 | 1.864.835 | 449.058 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-) | 0 | -2.599.034 | -8.927.094 | 0 | 0 | -6.328.060 |
| **Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı** | **148.437.836** | **51.876.301** | **192.598.292** | **108.985.973** | **73.869.204** | **289.159.827** |
| Finansman Gelirleri | 11.567.525 | 5.704.691 | 5.479.087 | 5.147.601 | 18.676.798 | 11.341.921 |
| Finansman Giderleri (-) | -166.319.542 | -31.765.944 | -107.357.465 | -32.650.605 | -34.731.991 | -241.911.063 |
| **Vergi Öncesi Kar/(Zarar)** | **-6.314.181** | **25.815.048** | **90.719.914** | **81.482.969** | **57.814.011** | **58.590.685** |
| **Vergi Geliri/(Gideri)** | **9.438.049** | **324.619** | **-11.180.929** | **-11.669.188** | **-9.187.511** | **-2.067.499** |
| - Dönem Vergi Gelir/Gideri (-) | 2.474.742 | -3.435.499 | -5.800.575 | -1.352.482 | -1.127.689 | 109.666 |
| - Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri (-) | 6.963.307 | 3.760.118 | -5.380.354 | -10.316.706 | -8.059.822 | -2.177.165 |
| **Dönem Net Karı/Zararı** | **3.123.868** | **26.139.667** | **79.538.985** | **69.813.781** | **48.626.500** | **56.523.186** |

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.*