

SANICA Isı

SANICA ISI SANAYİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

14 Kasım 2022

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Sanica Isı Sanayi A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 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 Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	20,03 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	135.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	40.000.000 TL
Sermaye Artırımı	35.000.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	801.200.000 TL
Halka Açıklık oranı	29,63%
Ek satış	-
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	-
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	-
Talep Toplama Tarihleri	15.11.2022-18.11.2022

Şirket'in Faaliyetleri

Ürünler

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.

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 kaynatılmaktadırlar. 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 ortamdaki 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 sıcaklığına ulaşır.

b) Boru ve Bağlantı Parçaları Grubu Ürünleri

Sanica Isı, plastik hammaddeler kullanarak boru ve bağlantı parçaları ile perde rayı üretimi gerçekleştirme olup, 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;

- **PPRC Borular ve Bağlantı Parçaları**
- **PVC/PP Borular ve Bağlantı Parçaları**
- **Mobil Borular**

- **Koruge Borular**
- **Polietilen Borular (PE)**
- **Drenaj ve Tünel Tipi Drenaj Boruları**
- **Perde**

c) Kombi Grubu Ürünleri

Isınma ve sıcak su ihtiyacını giderme için kullanılan kombiler, farklı mekânlara 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.

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 kullanılabilirlikle birlikte, özellikle küçük alanlar için ideal kullanım alanı sunmaktadır.

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

Bu bağlamda, hermetik kombiler ilk yatırım olarak daha ekonomikken, yoğuşmalı kombiler uzun vadede daha fazla tasarruf sağlamaktadırlar. Sanica Isı tarafından üretimi gerçekleştirilen kombiler;

- **Hermetik Kombiler**
- **Yoğunlaşmalı Kombiler**

Ortaklık Yapısı

Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
ORTAK					
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%	135.000.000	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylarının halka arz edilmesi sonucunda halka arz masrafları çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri aşağıda gösterilmektedir.

Kullanım Alanı	Kullanım Yüzdesi
Yurtdışında Yatırım Harcamaları	40%
İşletme Sermayesi	30%
Finansal Borçların Ödenmesi	30%

Sermaye artırımını kapsamında ihraç edilecek payların halka arzından beklenen gelirin elde edilememesi durumunda ya da önceliklerde faaliyetlerin olağan akışı içerisinde meydana gelebilecek değişimlere göre, yukarıda belirtilen fon kullanım yerleri arasında Sanica Isı'nın menfaatleri doğrultusunda en fazla %10 oranında değişiklik yapılabilecektir.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti- TL	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	50%	2.710.120.645
Piyasa Yaklaşımı -Yurt İçi Benzer Şirketler	25%	2.289.047.156
Piyasa Yaklaşımı -Yurt İçi Benzer Şirketler	25%	2.305.782.354
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	100%	2.503.767.700
Pay Adedi		100.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		25,04

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri -TL	2.503.767.700
Pay Adedi -TL	100.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri-TL	25,04
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri-TL	2.003.014.160
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Fiyatı -TL	20,03

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2021 ve 30.06.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Özet Mali Tablolar- Gelir Tablosu

KAR veya ZARAR TABLOSU					
(TL)	30.06.2022	30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Net Satışlar	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 kâr marjı	33,37%	32,34%	32,69%	32,88%	32,10%
Esas Faaliyet Karı/Zararı	147.988.778	54.475.335	201.525.386	106.940.380	72.004.369
Faaliyet Karı Marjı	28,95%	19,46%	28,26%	28,71%	24,79%
Vergi Öncesi Kar/ Zarar	-6.314.181	25.815.048	90.719.914	81.482.969	57.814.011
Dönem Karı/Zararı	3.123.868	26.139.667	79.538.985	48.626.500	56.523.186
Net Kar Marjı	0,61%	9,34%	11,16%	13,06%	19,46%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2021 ve 30.06.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Özet Mali Tablolar- Bilanço

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (TL)	30.06.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Dönen Varlıklar	1.101.630.733	716.491.701	494.687.152	322.584.236
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
Kısa Vadeli Yükümlülükler	958.830.533	547.912.146	295.333.173	124.708.332
Uzun Vadeli Yükümlülükler	86.545.594	94.261.739	65.719.473	74.901.258
Özkaynaklar	335.221.423	326.353.041	202.696.482	183.965.862
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	1.380.597.549	968.526.927	563.749.129	383.575.452

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- Sanica Isı Sanayi A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.
- Değerleme Çalışmasında yurt içi benzer şirket çarpanları analizinde BIST Metal Eşya Endeksi içerisinde yer alan şirketlerin ortalama (medyan) çarpan değerleri kullanılmış olup, 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık veriler üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır.
- Çarpan Analizinde yurtdışı benzer şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık veriler üzerinden hesaplanan güncel çarpanlar ile 2022 yılsonu tahmini çarpanları da değerlendirilmiştir.
- Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler analizinde değerlendirme çalışmasında kullanılan Şirket çarpanlarından sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dördte bir (quartile) dilimde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiş olup, medyan hesaplamasında dahil edilmemiştir.
- Yurt dışı benzer şirket çarpanları analizinde son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanıyla hesaplanan Şirket özsermaye değeri 1.933.763.703 TL olup değerlemede %70 ağırlık verilmiştir. 2022 yılsonu tahmini FD / FAVÖK çarpanıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri ise 3.173.825.873 TL olarak hesaplanmış olup, değerlendirilmede %30 ağırlık verilmiştir.
- Çarpan Analizi kapsamında yurt dışı benzer şirket çarpanlarıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri 2.305.782.354 TL, yurt içi benzer şirket çarpanlarıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri 2.289.047.158 TL olup, değerlendirilmede eşit ağırlık verilmiştir. Bu analize göre ağırlıklandırılmış Şirket piyasa değeri 2.297.414.755 TL olup, pay başı değer 22,9 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Son 12Aylık 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

Yurt İçi 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)		2.289.047.158
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	2.289.047.158

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		2.289.047.158
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		2.297.414.755
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		22,97

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Sanica Isı Sanayi A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2022-2032 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA analizinde Şirket Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değerleri toplamı 2.493 milyon TL olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası indirgenmiş Uç Değer 909 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket Firma Değeri olan 3.402 milyon TL 'den net borç düşülerek hesaplanan Şirket piyasa değeri 2.710 milyon TL olarak hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle hesaplanan pay başına değer ise 27,10 TL olarak bulunmuştur.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	TL
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	2.493.154.327
Uç 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

Sanica Isı Sanayi A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizlerine eşit ağırlık verilmiş olup, ağırlıklandırılmış piyasa değeri 2.503.767.700 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi 100.000.000 TL olup, halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 25,04 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in %20 halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanmış halka arz iskontolu piyasa değeri 2.003.014.160 TL, birim pay değeri 20,03 TL'dir.

Değerleme Özeti- TL	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	50%	2.710.120.645
Piyasa Yaklaşımı -Yurt İçi Benzer Şirketler	25%	2.289.047.156
Piyasa Yaklaşımı -Yurt İçi Benzer Şirketler	25%	2.305.782.354
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	100%	2.503.767.700
Pay Adedi		100.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		25,04

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri -TL	2.503.767.700
Pay Adedi -TL	100.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri-TL	25,04
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri-TL	2.003.014.160
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Fiyatı -TL	20,03

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

GÖRÜŞ

- Sanica Isı Sanayi A.Ş. için Gedik Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine ve Piyasa Çarpanları Analizine değerlendirme sonucunda eşit ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemleri net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Piyasa Çarpanları analizinde çarpan olarak FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanlarının fiyat tespit raporunda belirtilen sebepler nedeniyle değerlendirme çalışmasında kullanılmamış olmasını makul buluyoruz. İlave olarak Çarpan Analizinde benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değerlerin eliminasyona tabi olmasını, uç değerlerin değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına ortalama değer yerine medyan değer kullanılmasını makul buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirket analizi yapılmıştır. Yurt içi benzer şirketler analizinde Şirket için bulunan piyasa değeri 2.289.047.156 TL olup, yurt dışı benzer şirketler analiziyle hesaplanan Şirket piyasa değeri 2.305.782.354 TL 'dir. Yurt dışı benzer şirketler analizinde son 12 aylık FD/ FAVÖK çarpanıyla hesaplanan özsermaye değeri 1.933.763.703 TL olup, 2022 yıl sonu tahmini FD /FAVÖK çarpanıyla hesaplanan özsermaye değeri 3.173.825.872 TL'dir. Değerleme çalışmasında muhafazakâr tarafta kalınarak son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanıyla hesaplanan özsermaye değerine değerlemede daha fazla ağırlık verilmiş olmasını makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde Şirket'in cirosunda en yüksek ağırlığa sahip radyatör segmenti için; i) 2022 yıl başında Alarko Carrier 'den alınan üretim hattının Eylül 2022 itibarıyla devreye alınması ii) 2022 yılının ikinci yarısında yapılan press yatırımıyla birlikte kapasite artışının verimliliğe ve ciroya olan etkisiyle 2022T ve 2023T net satışlardaki büyüme sırasıyla %105,0 ve %109,8 olarak varsayılmıştır. Şirket'in projeksiyon döneminde varsaymış olduğu satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket için Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından Piyasa Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 2.503.767.700 TL, iskonto öncesi pay başı değer 25,04 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 20,03 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.