

PENTA TEKNOLOJİ ÜRÜNLERİ DAĞITIM TİCARET A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

Penta Teknoloji, 1990 yılında kurularak faaliyetlerine başlamıştır. Şirket, 1997 yılında tamamen entegre edilmiş internet erişimli B2B platformunu olan Bayinet'i piyasaya sunmuştur. 2005 yılına gelindiğinde ise şirket, ilk distribütörlük sözleşmesini imzalamıştır. 2011 yılında paylarının %27'si Yıldız Holding tarafından devralınan şirket, 2012 yılında ise Mersa Elek. ve Tekn. Ürün. Tic. A.Ş. ile birleşmiştir. 2014 yılında şirket paylarının %54'ü Gözde Girişim tarafından Yıldız Holding'den devralınmıştır.

Türkiye'nin önde gelen katma değerli B2B teknoloji distribütörlerinden birisi olan Penta Teknoloji, yurt içinde dağıtımını yürüttüğü 40'dan fazla global markayla teknoloji sağlayıcılarının ürünlerini piyasaya sunmakta ve teknoloji tedarik zincirinin bir halkasını oluşturmaktadır. Şirket bunlara ek olarak, müşterilerine gelişmiş lojistik imkânlar ve katma değerli hizmetler sunmaktadır. Penta Teknoloji'nin müşterileri sayısı yaklaşık 9.000'i bulan bayi, perakende satıcı, katma değerli satıcı ve alt dağıtıcılardan oluşmakta olup, bu sayı 2020 yılında şirketten alışveriş yapmış olan yaklaşık 3.500'den fazla aktif müşteriyi de içermektedir.

Şirket'in ürün gamı stratejik olarak altı hedef ürün grubuna ayrılmıştır.

ÜRÜN SINIFLARI	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	Toplam Hasılat Oran	Toplam Hasılat Oran	Toplam Hasılat Oran
	(%)	(%)	(%)
Bilgisayar	36,6%	34,2%	36,5%
Çevre Bilimleri ve Aksesuarlar	14,4%	15,6%	17,0%
Bilgisayar Bileşenleri	11,9%	13,8%	16,5%
Sunucu, Veri Depolama ve Ağ Ürünleri	15,6%	13,9%	12,4%
Yazılım	10,3%	12,4%	9,9%
Yazıcı ve Sarf Malzemeleri	10,1%	10,1%	7,7%
Diğer	1,1%	0,0%	0,0%

Bilgisayarlar: Şirketin bu ürün sınıfında çeşitli masaüstü bilgisayarlar, dizüstü bilgisayarlar, mini bilgisayarlar, iş istasyonları, tabletler ve hepsi bir arada ürünler (all in ones "AIO") yer almaktadır. Penta Teknoloji bünyesinde bilgisayar kategorisinde Dell, HP, Lenovo, MSI gibi markalar yer almaktadır.

Çevre Birimi ve Aksesuarlar: Çeşitli klavye, monitör, fare, projeksiyon cihazı, harici depolama ürünleri, USB cihazları içermektedir. Bu kategorideki markalar Viewsonic, Sandisk ve Logitech örnek olarak verilebilir.

Bilgisayar Bileşenleri: Bu ürün sınıfında ana kartlar, ekran kartları, işlemciler, sabit disk sürücüler ve işletim sistemleri yer almaktadır. Bu kategoride Asus, MSI ve Intel markaları yer almaktadır.

Sunucu, Veri Depolama ve Ağ Ürünleri: Haberleşme ürünleri, ağ güvenlik ürünleri, veri depolama ve yedekleme ürünleri yer almaktadır. Bu kategorideki markalar; DelleMC, Huawei ve IBM gibi markalardır.

Yazılım: CAD yazılımlarını, içerik üretim yazılımlarını, eğlence yazılımlarını, ara katman yazılımlarını, geliştirici yazılım araçlarını, güvenlik yazılımlarını, veri depolama yazılımlarını ve iş uygulama ürünlerini içermektedir. Adobe, Autodesk, Microsoft ve IBM gibi markalar bu kategoride yer almaktadır.

Yazıcı ve Sarf Malzemeleri: Yazıcı ve yazıcı aksesuarları, toner, mürekkep kartuşları ve fotokopi makinalarını içermektedir. OKI, HP ve Xerox markaları bu kategorideki markalara örnek verilebilir.

Şirketin finansal tablo dönemleri itibarıyla özet bilgileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	ABD \$	ABD \$	ABD \$
DÖNEM KARI	2.206.699	6.264.851	1.584.899
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	2.826.046	2.604.168	2.625.435
Finansman Giderleri, net	15.185.475	9.004.685	15.918.133
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler, net	-136.490	-81.328	-73.274
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	1.218.716	4.307.102	12.355.403
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	-1.023.335	-568.403	-245.587
FVÖK	20.277.111	21.531.075	32.165.009
FVÖK (%)	3,7%	4,4%	5,4%
Amortisman ve İtfa Giderleri	585.548	1.245.202	1.231.625
FAVÖK	20.862.659	22.776.277	33.396.634
FAVÖK (%)	3,8%	4,6%	5,6%

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası	
		TL	(%)	TL	(%)	TL	(%)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	A	12.689.600	40,00	11.824.231	27,04	9.489.600	21,70
	B	4.536.532	14,30	-	-	-	-
Mustafa ERGÜN	B	4.663.428	14,70	4.419.769	10,11	4.314.464	9,87
Sinan GÜÇLÜ	B	3.280.262	10,34	3.034.388	6,94	2.928.125	6,70
Bülent Koray AKSOY	B	3.277.089	10,33	3.033.430	6,94	2.928.125	6,70
Mürsel ÖZÇELİK	B	3.277.089	10,33	3.033.430	6,94	2.928.125	6,70
Halka Açık Kısım	B	-	-	18.378.752	42,03	21.135.561	48,34
Toplam Çıkarılmış Sermaye	B	31.724.000	100,00	43.724.000	100,00	43.724.000	100,00

Penta Teknoloji'nin halka arz öncesinde 31.724.000 TL çıkarılmış sermayesi bulunmaktadır. Yapılacak olan halka arzla şirket sermayesi nominal 12.000.000 TL artırılabilecek ve mevcut pay sahiplerinden Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin sahip olduğu 5.401.901 TL nominal değerli paylar, Mustafa ERGÜN'ün sahip olduğu 243.659 TL nominal değerli paylar, Sinan GÜÇLÜ'nün sahip olduğu 245.874 TL nominal değerli paylar, Bülent Koray AKSOY'un sahip olduğu 243.659 TL nominal değerli paylar ve Mürsel ÖZÇELİK'in sahip olduğu 243.659 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 6.378.752 TL nominal değerli paylar satışa sunulacaktır. Böylelikle; toplamda 18.378.752 TL nominal değerli payların halka arzı yapılacaktır. Yapılacak halka arz sonucunda şirketin çıkarılmış sermayesi 43.724.000 TL seviyesine ulaşacak, halka açıklık oranı ise %42,03 olacaktır (ek satış hariç). Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortaklar tarafından toplam 2.756.809 nominal değerli payların ek satışı planlanmaktadır. Ek satışın tamamının gerçekleşmesi halinde halka açıklık oranı ise %48,34 olacaktır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arz, sermaye artırım ve ortak satışı şeklinde gerçekleşecektir. Dolayısıyla, sermaye artırımından elde edilecek gelir şirket tasarrufunda olacak, ancak ortak satışından elde edilecek gelir halka arz eden pay sahiplerinin tasarrufunda olacaktır. Sermaye artırımında, ihraç edilecek olan yeni paylardan elde edilecek gelirin tamamının sendikasyon kredi sözleşmesi kapsamındaki borçların azaltılmasında kullanılması planlanmaktadır.

Halka Arz Hakkında Bilgiler

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Penta Teknoloji Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş. (PENTA)
Fiyat Aralığı	32,00 TL - 38,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	31.724.000
Halka Arz Büyüklüğü	Ortak Satışı: 6.378.752 TL Nominal Değerli Paylar
	Sermaye Artırımı: 12.000.000 TL Nominal Değerli Paylar
	Ek Satış: 2.756.809 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	42,03% (Ek Satış Sonrası %48,34)
Halka Arz Büyüklüğü	588.120.064 TL - 698.392.576 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	676.337.952 TL - 803.151.318 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - 11.027.251 TL nominal değerdeki %60 kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - 5.513.626 TL nominal değerdeki %30 kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - 1.837.875 TL nominal değerdeki %10 kısmı
Dağıtım	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: Eşit Dağıtım Yurt İçi ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı: İhraççı Kurum Tarafından Karar Verilecek
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.399.168.000 TL - 1.661.512.000 TL
Talep Toplama Tarihi	06 - 07 Mayıs 2021

Penta Teknoloji'nin halka arzı, "Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı" şeklinde ve "Fiyat Aralığıyla Talep Toplama" yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Ek satış kapsamında halka arz edilecek 2.756.809 TL nominal değerli payların satışından elde edilecek gelir, fiyat istikrarını sağlamada kaynak olarak kullanılabilir. Fiyat istikrarının payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Söz konusu fiyat istikrarı işlemlerinin kesin olarak yerine getirilmesine ilişkin Konsorsiyum Liderinin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır.

Pay başına halka arz fiyat aralığı 32,00 TL - 38,00 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü ek satış hariç olmak üzere 588.120.064 TL - 698.392.576 TL olacaktır.

Değerlendirme

İş Yatırım Men. Değ. A.Ş.'nin Hazırlamış ve KAP'ta Yayınlamış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

İş Yatırım tarafından hazırlanan Penta Teknoloji halka arz fiyatı tespit raporunda değerlendirme çalışması yapılırken, Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında; Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda; Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak **İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi** ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak **Çarpan Analizi** kullanılmıştır. Ancak, şirketin kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

Şirketin halka arz öncesi öz sermaye değeri; İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine ve çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan şirket değerine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) analizi, şirketin performansına yönelik varsayımlarla gelecekte yaratabileceği nakit akışlarını dikkate alan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecekte yaratabileceği nakit akışlarının bugünkü değeri Net Bugünkü Değer metoduyla değerlendirme gününe indirgenir.

Nakit akışlarının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılması nedeniyle şirket değerlemesinde indirgeme oranı olarak şirketi fonlayan sermayedar ve alacaklıların beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılır.

Penta Teknoloji'nin fonksiyonel para birimi USD olduğu için projeksiyonlar USD cinsinden yapılmış ve projeksiyon dönemi 2021 - 2025 olarak belirlenmiştir.

Şirketin gelir projeksiyonları oluşturulurken öncelikle 2018-2020 yılları satış büyümesi analiz edilmiş ve 2021 ve 2022-2025 yılları için iki ayrı büyüme oranı hesaplanmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca SMM/Satışlar oranının 2019-2020 ortalaması olan %92,6 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu durumda 2020 yılında %7,5 olan brüt kâr marjı projeksiyon dönemi boyunca %7,4 olmuştur.

Şirket, 2020 yılsonunda verimlilik yönünde kalıcı adımlar atmak için üst düzey yönetici sayısını azaltarak Faaliyet Giderleri/Satışlar oranının önceki 2 yılın altında gerçekleşmesini sağlamıştır. Bu doğrultuda Faaliyet Giderleri/Satışlar oranı projeksiyon dönemi boyunca 2019-2020 ortalaması olan %2,5'da sabit tutulmuştur.

Projeksiyon dönemi boyunca Yatırım Giderleri/Toplam Satışlar oranının son 3 yıl ortalaması olan %0,1'de sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda amortisman harcamaları da son 3 yıl satış oranı ortalaması rakamı olan %0,2'de sabit tutulmuştur.

Bu varsayımlar ışığında 2020 yılında %5,4 olan FVÖK marjının projeksiyon dönemi boyunca %4,9 olacağı varsayılmıştır.

2020 sonunda %16,2 olan NİS/Satışlar oranının projeksiyon döneminde %19,6 seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Nakit akışlarının iskonto edileceği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı (AOSM) hesaplaması şu varsayımlar altında gerçekleştirilmiştir:

Risksiz faiz oranı hesaplanırken sabit bir faiz oranı olarak 30 yıllık USD cinsinden Eurobond faiz oranları tahminleri kullanıldığı için AOSM her yıl için farklı hesaplanmıştır.

Şirketin mevcut durumdaki ortalama borçlanma maliyeti %6,8 seviyesindedir. Mevcut ortalama borçlanma maliyetinin 2021 yılında da bu seviyede olacağı, 2022 yılı ortasından başlayarak devam eden yıllarda ise risksiz faiz oranının belirli bir prim ile yukarıda olacağı varsayılmıştır.

Şirketin yarattığı nakit sayesinde borçluluk oranının 2021 yılından başlayarak azalacağı ve uzun vadede benzer şirketler emsalinde %20 seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır.

Beta olarak, çarpan analiz yönteminde medyan olarak belirlenen Arena ve İndeks Bilgisayar'ın Beta ortalaması olan 1,1 kullanılmış olup, piyasa risk primi ise %6 olarak kabul edilmiştir.

Değerleme tarihi itibarıyla kurumlar vergisi oranında 2021 ve 2022 yılları için yapılması planlanan değişiklikler projeksiyonlara yansıtılmıştır. Vergi oranı bu yıllar için sırasıyla %25 ve %23 olarak alınmış, takip eden yıllar için %20 olarak kabul edilmiştir.

(mn \$)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	7,2%	7,0%	7,0%	6,8%	6,8%
Borç Oranı	70%	60%	50%	40%	30%
Sermaye Betası	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Piyasa Risk Primi (PRP)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Sermaye Maliyeti	13,5%	13,3%	13,3%	13,1%	13,1%
Vergi Oranı	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	5,1%	5,3%	5,8%	5,7%	5,7%
AOSM	7,6%	8,5%	9,6%	10,1%	10,9%

Bu yöntem, şirketin öngörülleri, geçmiş performansı ve makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanması nedeniyle ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına göre ve yapılan tahminlerin değişmesi durumunda ulaşılan değerlerde önemli değişiklikler gözlemlenebilir.

Uç değer hesabında kullanılan büyüme oranı, şirketin fonksiyonel para biriminin USD olması da göz önüne alınarak %2 olarak kabul edilmiştir. Bu kapsamda, muhafazakar bir yaklaşım izlenmiş uzun vadede normalize olacak FVÖK marjı 2019-2025 ortalaması olan %4,9 olarak kabul edilmiş ve uç değere baz teşkil edecek nakit akışı bu orana göre hesaplanmıştır.

Beklentilere ve İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) analiziyle elde edilen projeksiyonlara aşağıda yer verilmiştir:

mn, USD	2021	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	655	692	731	772	815
<i>Büyüme</i>	9,1%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
SMM	-607	-641	-677	-715	-755
<i>SMM/Satışlar</i>	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%
Brüt Kar	48	51	54	57	60
<i>Brüt Kar Marjı</i>	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Faaliyet Giderleri	-16	-17	-18	-19	-20
<i>Faaliyet Giderleri/Satışlar</i>	2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%

FVÖK	32	34	36	38	40
<i>FVÖK Marjı</i>	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Amortisman	1	1	1	1	2
FAVÖK	33	35	37	39	41
<i>FAVÖK Marjı</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
TL/Dolar (ortalama)	8,02	9,09	9,96	10,87	11,68
TL/Dolar (yılsonu)	8,70	9,48	10,43	11,32	12,05
Ticari Alacaklar	141	149	158	167	176
Stoklar	58	62	65	69	73
Ticari Borçlar	71	75	80	84	89
NİS	128	136	143	151	160
<i>NİS/Satışlar</i>	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
<i>AOSM</i>	7,6%	8,5%	9,6%	10,1%	10,9%
FVÖK	32,00	34,00	36,00	38,00	40,00
Ek Düzeltmeler	-5	-5	-4	-4	-4
Vergi Ödemeleri	-8	-8	-7	-8	-8
Amortisman	1	1	1	1	2
Faaliyetlerden Nakit Akışı	20	22	26	28	30
NİS Değişimi	-31	-7	-8	-8	-9
Yatırım Harcamaları	-1	-1	-1	-1	-1
Serbest Nakit Akışı	-12	15	18	19	20
SNA Bugünkü Değer	-11	12	14	13	13

İNA Analizi Sonucu	
SNA Bugünkü Değer Toplamı	42
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Uç Değer	295
Uç Değer Bugünkü Değer	189
Firma Değeri	230
Net Borç (Düzeltilmiş)	64
Özsermaye Değeri (mn, USD)	167
*Özsermaye Değeri (mn, TL)	1.350

*TL/\$ kuru: 8,1 TL (20 Nisan 2021)

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi sonucunda Penta Teknoloji öz sermaye değeri 1.350mn TL olarak hesaplanmaktadır.

Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yönteminde şirket değeri, karşılaştırılabilir benzer şirketlerin çarpanlarının değerlemeye konu olan şirket verileriyle çarpılması sonucu hesaplanmaktadır. Çarpan Analizi kapsamında gerek yurt içi piyasalarda gerekse dünya borsalarında işlem gören benzer şirketler incelenmiş ve toplam piyasa büyüklüğü 10mlr USD'nin altında olan şirketler baz alınarak bir değerlendirme yapılmıştır. Karşılaştırılabilir benzer şirketler aşağıdaki listelerde belirtilmiştir.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)
Arena	182
Armada	183
Despec	29
Datagate	48
İndeks	195

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)
Also Holding	3.959
Redington	906
Esprinet SPA	819
Dicker Data LTD	1.435
AB SA	188
Midwich Group PLC	563
Distit AB	131
PC Connection	1.183
Arrow Electronics	8.590

Yurt dışı karşılaştırılabilir benzer şirketler belirlenirken Bloomberg veri terminalinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda, faaliyetleri Penta Teknoloji ile büyük ölçüde benzerlik gösteren ve halka açık olan İndeks Bilgisayar şirketinin benzerleri listelenmiştir. Listelenen bu şirketler arasından tahmini verileri olanlar ve faaliyetleri Penta Teknoloji ile benzerlik gösterenler seçilmiştir.

Penta Teknoloji incelendiğinde; değerlendirme çalışması için en uygun çarpanın FD / FAVÖK (Firma Değeri / FAVÖK) olduğuna karar verilmiştir. FD / Satışlar (Firma Değeri / Satışlar) çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almaması nedeniyle tercih edilmemiştir. F / K (Fiyat / Kazanç) çarpanı ise muhasebeleştirme yöntemlerindeki farklılıkların kâra etkisinin karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle tercih edilmemiştir.

Penta Teknoloji'nin değerlemede kullanılan son 12 aylık gerçekleşen ve 2021 tahmini verileri şu şekildedir:

(mn TL)	2020	2021T
Net Satışlar	4.207	5.253
FAVÖK	234	265

2020 yılı bilançosuna göre şirketin net borcu 482mn TL seviyesindedir.

Şirket	FD/FAVÖK	
	2020	2021T
Arena	10,3	
Armada	18,1	
Despec	15,6	
Datagate*	14,3	
İndeks*	5,3	4,3
Medyan	14,3	
Arena+İndeks Ortalama	7,8	

*Tam konsolide edilen bağlı ortaklıklarındaki azınlık paylarına göre revize edilmiş çarpanlardır.

Şirket	FD/FAVÖK	
	2020	2021T
Also Holding-Reg	15,1	13,1
Redington India	12,2	4,1
Esprinet SPA	6,3	4,9
Dicker Data LTD	23,8	18,1
AB	8,8	-
Midwich Group PLC	25,0	15,0
Distit AB	12,3	8,5
PC Connection	12,2	10,4
Arrow Electronics	9,3	8,1
Medyan	12,2	8,5

Türkiye’de karşılaştırılabilir benzer şirketler incelendiğinde İndeks ve Arena’nın faaliyetlerinin Penta Teknoloji ile büyük oranda benzerlik taşıdığı görülmüştür.

Borsa’da işlem gören diğer benzer şirketlerden Armada, düşük fiili dolaşım oranı sebebiyle ortalamaya dâhil edilmemiştir. Sadece tüketim malzemeleriyle mobil ve IT aksesuarları odaklı faaliyet göstermesi nedeniyle Despec, sadece telefon, tablet ve aksesuar odaklı faaliyet göstermesi nedeniyle de Datagate dâhil edilmemiştir. Bununla beraber Despec ve Datagate, Index Bilgisayar’ın tam konsolide edilen bağlı ortaklarıdır.

Yurt içi karşılaştırılabilir benzer şirketler üzerinden hesaplanan ortalama değer bulunurken; 2021 yılı tahmini verileri sadece İndeks Bilgisayar için mevcut olduğundan 2020 yılı verisine %70 oranında ve 2021 yılı verisine ise %30 oranında ağırlık verilmiştir.

Türkiye	mın TL	2020	2021	Ortalama (Ağırlıklı)
	Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.344	648	1.135
	Ağırlık	70%	30%	
Yurt Dışı	mın TL	2020	2021	Ortalama (Ağırlıklı)
	Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.385	1.768	2.076
	Ağırlık	50%	50%	

Çarpan Analizi sonucu ortaya çıkan değer hesaplanırken; hem faaliyetlerinin benzerliği hem de faaliyet gösterilen coğrafyanın projeksiyonlar üzerindeki önemli etkisi sebebiyle yurt içi benzer şirketlere %80 oranında ve yurt içi benzer şirketlere %20 oranında ağırlık verilmiştir.

(mın TL)	Hesaplanan Değer	Ağırlık
Türkiye	1.135	80%
Yurt Dışı	2.076	20%
Sonuç	1.323	

Penta Teknoloji’nin benzer şirketler çarpanına göre öz sermaye değeri 1.323mın TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme sonucu

Penta Teknoloji'nin halka arz öncesi öz sermaye değeri; İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %50 oranında ve Çarpan Analizi yöntemine göre hesaplanan şirket değerine %50 oranında eşit ağırlık verilerek 1.337mn TL olarak hesaplanmıştır.

(mn TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermayeye Katkısı
İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	1.350	50%	675
Çarpan Analizi Yöntemi	1.323	50%	662
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	1.337		

Değerleme yöntemleriyle hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında; 32,00 TL olan taban halka arz fiyatı üzerinden %24,1 oranında, 38,00 TL olan tavan halka arz fiyatı üzerinden %9,8 oranında halka arz öncesi iskonto hesaplanmaktadır.

TL	Sonuç	
Nominal Sermaye	31.724.000	
Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.336.755.259	
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri	42,1	
Halka Arz İskonto Oranı	24,1%	9,8%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	1.015.168.000	1.205.512.000
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) (Taban-Tavan)	32,0	38,0

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirket faaliyetleri hakkında bilgilere detaylı ve açıklayıcı bir şekilde yer verilmiştir.
- Şirketin gelecek dönemlerde gösterebileceği performanstan ve elde edebileceği operasyonel serbest nakit akışlarından yola çıkarak değerlendirme imkânı vermesi ve bu nedenle genel kabul görmüş bir değerlendirme olması nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi yönteminin kullanılmasını şirket değerinin makul olarak belirlenmesine olanak sağladığı görüşündeyiz.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmayıp, belirlenen varsayımlar neticesinde her yıl için ayrıca hesaplanmasını olumlu buluyoruz. Bunun dışında Beta'nın 1.0 yerine Arena ve İndeks Bilgisayar'ın sermaye betası ortalaması olan 1.1 olarak kullanılmasını ve piyasa risk priminin de %6,0 olarak kabul edilmesini olumlu karşıyoruz.
- Çarpan Analizinde, FD / FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz. Yurt içi karşılaştırılabilir şirketlerin belirlenmesinde faaliyetleri Penta Teknoloji ile büyük ölçüde benzerlik taşıyan Arena ve İndeks'in ortalamalarının kullanılmasını ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının medyan değerinin alınarak kullanılmasını ve olumlu karşıyoruz.

Sonuç: Penta Tek. Ürün. Dağ. Tic. A.Ş. için; "İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi" yöntemine %50 oranında ve "Çarpan Analizi" yöntemine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan ortalama halka arz öncesi öz sermaye değerini makul buluyoruz. Hesaplanan öz sermaye değeri üzerinden sırasıyla %24,1 oranında ve %9,8 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra ulaşılan **32,00 TL - 38,00 TL** halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansallar

VARLIKLAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	ABD Doları	ABD Doları	ABD Doları
Dönen Varlıklar	174.428.298	202.005.197	230.637.026
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.658.067	8.824.364	15.108.409
Finansal Yatırımlar (kullanımı kısıtlı banka bakiyeleri)	-	-	1.000.000
Ticari Alacaklar	101.817.432	117.964.117	133.205.733
Diğer Alacaklar	11.605.233	27.504.676	30.346.524
Stoklar	52.701.241	45.144.150	49.679.265
Peşin Ödenmiş Giderler	92.848	318.153	305.405
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	398.612	2.236.746	869.566
Diğer Dönen Varlıklar	154.865	12.991	122.124
Duran Varlıklar	4.623.099	6.253.617	8.877.776
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	118.297	118.297	118.297
Maddi Duran Varlıklar	1.198.905	1.000.023	1.142.356
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	1.312.372	2.043.642
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.520.930	2.368.274	2.266.821
Ertelenmiş Vergi Varlığı	784.967	1.454.651	3.306.660
AKTİF TOPLAMI	179.051.397	208.258.814	239.514.802
KAYNAKLAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	ABD Doları	ABD Doları	ABD Doları
Kısa Vadeli Yükümlülükler	54.237.965	76.529.401	100.365.443
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.061.444	622.126	1.184.507
Ticari Borçlar	38.066.647	58.573.712	85.644.329
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	323.020	334.329	316.928
Diğer Borçlar	455.849	1.246.855	1.532.840
Türev Araçlar	-	-	490.601
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	4.442.521	8.629.396	3.533.083
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.881.442	3.226.496	4.579.227
Kısa Vadeli Karşılıklar	846.621	792.144	873.331
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.160.421	3.104.343	2.210.597
Uzun Vadeli Yükümlülükler	96.972.272	104.606.750	110.433.109
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	793.239	1.401.138
Diğer Borçlar	95.940.531	102.496.588	107.731.822
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.031.741	1.316.923	1.300.149
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	151.210.237	181.136.151	210.798.552
Özkaynaklar	27.841.160	27.122.663	28.716.250
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	27.841.160	27.122.663	28.716.250
Ödenmiş Sermaye	21.301.898	21.301.898	21.301.898
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-525.546	-411.315	-402.627
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.920.312	3.629.318	3.629.318
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	1.937.797	-3.662.089	2.602.762
Net Dönem Karı	2.206.699	6.264.851	1.584.899
TOPLAM KAYNAKLAR	179.051.397	208.258.814	239.514.802
KAR/ZARAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	ABD Doları	ABD Doları	ABD Doları
HASILAT	543.015.636	493.906.646	600.154.537
Satışların Maliyeti (-)	-507.754.791	-458.259.206	-555.157.340

BRÜT KAR	35.260.845	35.647.440	44.997.197
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.224.873	-5.010.081	-4.753.459
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-9.758.861	-9.106.284	-8.078.729
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.023.335	568.403	245.587
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.218.716	-4.307.102	-12.355.403
ESAS FAALİYET KARI	20.081.730	17.792.376	20.055.193
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	136.490	81.328	73.274
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	20.218.220	17.873.704	20.128.467
Finansman Gelirleri	-	3.740.325	3.028.315
Finansman Giderleri (-)	-15.185.475	-12.745.010	-18.946.448
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (*)	5.032.745	8.869.019	4.210.334
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	-2.826.046	-2.604.168	-2.625.435
Dönem Vergi Gideri	-1.841.467	-3.226.496	-4.579.227
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-984.579	622.328	1.953.792
DÖNEM KARI	2.206.699	6.264.851	1.584.899

Çekince:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan izahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.