

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Raporun Amacı

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, Dinamik Menkul Değerler A.Ş. tarafından, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İş Yatırım") Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. ("Penta" ve/veya Şirket) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz

Şirket Hakkında Özet Bilgi

- * 1990 yılında kurulan Şirket, Türkiye'nin önde gelen katma değerli B2B teknoloji distribütörlerinden biridir. Şirket'in yurt içinde dağıtımını yürüttüğü 40'tan fazla global marka ile teknoloji sağlayıcılarının ürünlerini piyasaya sunmakta ve teknoloji tedarik zincirinin bir halkasını oluşturmaktadır. Şirket'in müşterileri, sayısı yaklaşık 9.000'i bulan bayi, perakende satıcı, katma değerli satıcı ve alt dağıtıcılardan oluşmakta olup, bu sayı 2020 yılında Şirket'in alım yapmış olduğu 3.500'den fazla aktif müşteriye içermektedir.
- * Şirket, çok sayıda global teknoloji üreticisinin, donanım, yazılım, veri depolama, aksesuar, yazıcı ve sarf ürünleri ve çevre birimleri gibi ürün kategorilerinin Türkiye genelinde dağıtım ve pazarlamasını yapmaktadır. Şirket, müşterilere son teknoloji ürünlerini ulaştırmak ve çeşitli ürün kategorilerini tek çatı altında toplamak amacıyla, ürün gamını sürekli yenilemektedir.
- * Şirket'in ürün gamı stratejik olarak 6 hedef ürün gamına ayrılmıştır. Bunlar aşağıdaki ürünlerden oluşmaktadır:
 - ◆ **Bilgisayarlar:** Şirket'in bu ürün sınıfında, çeşitli masaüstü bilgisayarlar, dizüstü bilgisayarlar, hepsi bir arada ürünler, mini bilgisayarlar, iş istasyonları ve tabletler yer almaktadır. Penta bünyesinde bilgisayar kategorisinde Dell, HP ve Lenovo gibi markalar yer almaktadır.
 - ◆ **Çevre Birimi ve Aksesuarlar:** Şirket bu ürün sınıfında sunduğu ürünler, çeşitli klavyeler, monitör, fare, projeksiyon cihazı, harici depolama ürünleri, USB cihazlarını, hesap makinelerini ve oyun konsollarını içermektedir. Bu kategoride Viewsonic, Sandisk ve Logitech yer almaktadır.
 - ◆ **Bilgisayar Bileşenleri:** Bu ürün sınıfında, ana kartlar, ekran kartları, işlemciler (CPU, sabit disk sürücüler (HDD) ve işletim sistemleri yer almaktadır. Bu kategoride Asus, Intel ve MSI markalar yer almaktadır.
 - ◆ **Sunucu, veri depolama ve ağ ürünleri:** Bu kategoride haberleşme ürünleri, ağ güvenlik ürünleri, veri depolama ve yedekleme ürünleri yer almaktadır. Dell, EMC, IBM ve Huawei gibi markalar bu kategorideki markalardandır.
- ◆ **Yazılım:** Yazılım sınıfındaki ürünler, iş uygulama ürünleri, CAD yazılımları, içerik üretim yazılımları, eğlence yazılımları, ara katman yazılımları, geliştirici yazılım araçları, güvenlik yazılımları, veri depolama yazılımlarını içermektedir. Adobe, Autodesk, IBM ve Microsoft gibi markalar bu kategoridedir.
- ◆ **Yazıcı ve sarf malzemeleri,** Şirket'in sunduğu bu ürün sınıfı, yazıcı ve yazıcı aksesuarları, toner, mürekkep kartuşları ve fotokopi makinelerini içermektedir. OKI, HP ve Xerox gibi markaları bu kategoriye kapsamaktadır.
- * Şirket, çeşitli markaların Türkiye'deki tek distribütörü konumundadır. Şirket'in 2020 yılı sonu itibarıyla aralarında Autodesk, ViewSonic, OKI, Wacom, MSI, Logitech ve Xerox'un da bulunduğu 15 tedarikçi ile 22'den fazla ürün grubu için imzaladığı tek distribütörlük anlaşmaları bulunmaktadır. Tek distribütörlük, ilgili markaların dağıtımına ilişkin olarak başka distribütörlerin rekabetinin söz konusu olmaması nedeniyle daha elverişli kar marjları yaratmaktadır.
- * Şirket'in 5 pay sahibi bulunmaktadır. Şirket'in pay sahipleri Gözde Girişim %54,30'unu, Mustafa Ergün %14,70'ini, Sinan Güçlü %10,34'ünü Mürsel Özçelik %10,33'ünü ve Bülent Koray Aksoy %10,33'ünü temsil etmektedir. Gözde Girişim'in sahip olduğu payların %40'ını A grubu paylar oluşturmaktadır.
- * Şirket'in ayrıca 2 adet bağlı ortağı bulunmaktadır. Şirket bağlı ortakları Commonwealth Finance Investment Ltd ile Penta International B.V şirketlerinin %100'üne doğrudan sahiptir. British Virgin Adaları'nda Commonwealth Finance Investment Ltd. tedarikçilerinden ürün satın alma sürecinde bir aracı kuruluş olarak 2013 yılında devralınmıştır. Penta International B.V ise Hollanda'da mukim bir şirket olup, tedarikçilerinden ürün satın alma sürecinde bir aracı kuruluş olarak 2020 yılında devralınmıştır. Şirket bu bağlı ortakları ve belirtilen pay sahipleri ile birlikte bir grup oluşturmaktadır.

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Halka Arz Hakkında Bilgi

- * Şirket 31.724.000 TL nominal değerli sermayesini 12.000.000 TL artırarak 43.724.000 TL'ye çıkartmakta ve artırılan sermaye ile birlikte ortakların sahip olduğu 6.378.752 TL nominal değerli hisseler ile birlikte oluşan toplam 18.378.752 TL nominal değerli hisse halka arz edilmektedir.
- * Halka arzın fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama şeklinde yapılması planlanmış olup, toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması durumunda 2.756.809 TL nominal değerli A grubu hisselerin de ek satışa konu olabilecektir.
- * Ek satış hariç halka açıklık oranının %42, ek satışın gerçekleşmesi halinde %48 olarak gerçekleşmesi planlanmaktadır.
- * Lider aracı kurum olan İş Yatırım, ek satış olması halinde bu fonu, hissenin borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün içinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanabilecektir. Fiyat istikrarı işlemleri halka arz fiyatının üzerinde olmayabileceği gibi yapıp yapılmayacağına dair garanti verilmemektedir.
- * Şirket, sermaye artırımı olarak halka arzdan elde edeceği geliri, Yıldız Holding'e olan sendikasyon kapsamındaki finansal borçlarına ilişkin 11 Mart 2021 tarihinde, 1 Haziran 2021, 31 Aralık 2021 ve 30 Haziran 2022 vadeli sırasıyla 35.000.000 dolar, 20.339.685 dolar ve 20.982.815 dolar 3 adet emre yazılı senedi ödemekte kullanacaktır. Ayrıca Şirket'in erken ödeme durumunda faiz indirim hakkı da bulunmaktadır.
- * Halka arz tahsisatları %60 Yurt içi Bireysel Yatırımcı, %30 Yurt içi Kurumsal Yatırımcı ve %10 da Yurt dışı Kurumsal Yatırımcı olarak belirlenmiştir. Yurt içi bireysel yatırımcılara "eşit pay dağılımı" yöntemine göre talepte bulunabilecekler. Kurumsal yatırımcılara da konsorsiyum lideri karar verecektir.

İhraç Bilgileri

İhraççı	PENTA TEKNOLOJİ ÜRÜNLERİ TİCARET DAĞITIM A.Ş		
Borsa Kodu	PENTA	Toplam Halka Arz Edilecek Toplam Hisse (Ek Satış Hariç)	18.378.752 TL
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla	Toplam Halka Arz Edilecek Toplam Hisse (Ek Satış Dahil)	21.135.561 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı (%) (Ek Satış hariç)	%42
Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı	Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı (%) (Ek Satış dahil)	%48
Talep Toplama Tarihleri	6-7 Mayıs 2021	Halka Arz Büyüklüğü (TL) Ek Satış Hariç	588.120.064 TL - 698.392.576 TL
Halka Arz Fiyatı (TL)	32,00 TL-38,00 TL	Halka Arz Büyüklüğü (TL) Ek Satış Dahil	676.337.952 TL - 803.151.318 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal) - sermaye artırım	12.000.000 TL	Halka Arz Öncesi Sermaye	31.724.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal) - ortak satışı	6.378.752 TL	Halka Arz Sonrası Sermaye	43.724.000 TL
Ek Satış (nominal)	2.756.809 TL		

Halk Arz Sonrası Ortaklık Yapısı

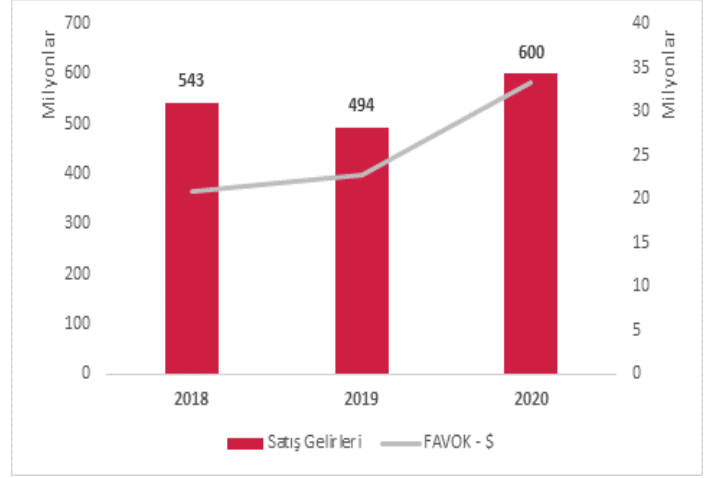
Hissedar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası					
	Pay (Nominal)	Oran(%)	Ek Satış Yapılmaması Halinde			Ek Satış Yapılması Halinde		
			Pay (Nominal)	Pay Grubu	Oran(%)	Pay (Nominal)	Pay Grubu	Oran(%)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	12.689.600	40,00%	11.824.231	A	27,04%	9.489.600	A	21,70%
	4.536.532	14,30%	-	B	-	-	B	-
Mustafa Ergün	4.663.428	14,70%	4.419.769	B	10,11%	4.314.464	B	9,87%
Sinan Güçlü	3.280.262	10,34%	3.034.388	B	6,94%	2.928.125	B	6,70%
Bülent Koray Aksoy	3.277.089	10,33%	3.033.430	B	6,94%	2.928.125	B	6,70%
Mürsel Özçelik	3.277.089	10,33%	3.033.430	B	6,94%	2.928.125	B	6,70%
Halka Açık	-	-	18.378.752	B	42,03%	21.135.561	B	48,34%
TOPLAM	31.724.000	100%	43.724.000	B	100%	43.724.000		100%

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

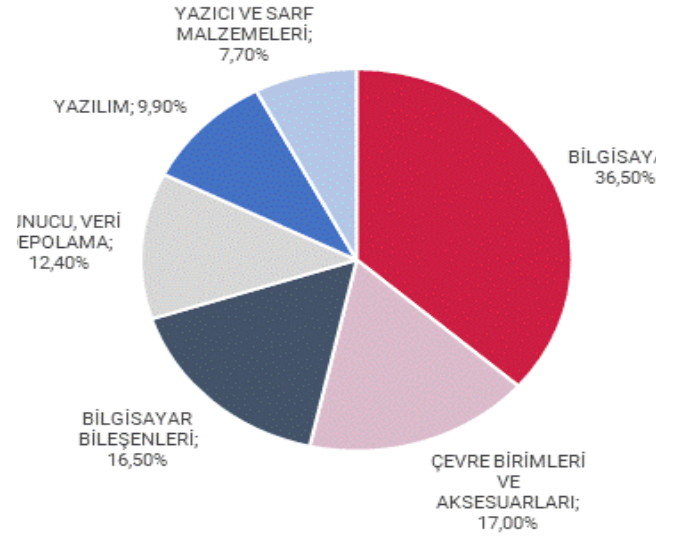
Satışlar

- * Şirket, satışlarının (2020 yılında %77'i) ve alımlarının (2020 yılında %96'sı) çoğunu ABD doları üzerinden yapmaktadır. Bu nedenle fonksiyonel para birimini ABD Doları olarak belirlemiştir. Bu nedenle son dönemde gerçekleşen kur hareketlenmelerinin Şirket'in faaliyetlerine ve brüt kar marjına etkisi sınırlıdır.
- * Bir önceki yıla göre Şirket'in net satışları 2019 yılında %6,8, 2020 yılında ise %50,2 oranında artmıştır. Şirket'in 2020 yılındaki toplam satışlarının %26,4'ünü, Şirket'in 5 büyük müşterisine yapılan satışlardan oluşturmaktadır. Şirket'in gelir kaynaklarının genişlemesiyle, bu 5 büyük müşterinin toplam satışlardaki payında düşüş yaşanmıştır.
- * Şirket, ticari pazarda veya tüketici pazarında doğrudan nihai kullanıcılara satış yapmamakta, bunun yerine satış kanallarındaki iş ortaklarıyla çalışmaktadır. Şirket ürünlerini, tedarikçilerden doğrudan ve yüklü miktarda satın almakta ve perakende satıcılar, katma değerli satıcılar, bayiler ve alt dağıtıcılar kanalları vasıtasıyla pazarlamaktadır.
- * **Perakende Satıcılar:** Şirket'in perakende müşteri portföyü, temel olarak Teknosa, Vatan ve MediaMarkt gibi teknoloji perakende zincirleri ve Hepsiburada gibi e-ticaret siteleridir. Bununla birlikte şirket alternatif perakende zincirleriyle de çalışmaktadır. Örneğin; Evkur, D&R gibi büyük perakende satış mağazaları, telekomünikasyon operatörleri Migros gibi kitle satıcılarıdır.
- * **Katma Değerli Satıcılar (KDS'ler):** KDS'ler, devletle veya ticari müşterilerle iş yapan ve genellikle büyük kurumsal müşterilerinin merkezlerinin de yer aldığı Türkiye'nin büyük kentlerinde bulunan müşterilerdir. KDS'ler, ürün gamını müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda oluşturmakta olup, bu ihtiyaçlar ağırlıklı olarak iş istasyonu ve yazıcılara yöneliktir. KDS'ler genel olarak müşterilerine yardımcı olacak teknik personele sahip olsa da tedarik ettikleri ürünler çoğu zaman distribütörlerin satış öncesi yetkinliklerini de gerektirmektedir. Bu gereksinimleri karşılayabilmek ve adına satış öncesi ekibi bulunmaktadır.
- * **Bayiler:** Şirket tarafından halihazırda yaklaşık 3.100 bayii hizmet sağlamakta olup, işbu bayiler, Şirket'in en fazla müşteri grubunu oluşturmaktadır. Bunlar, genel olarak bireysel ve küçük ölçekli işletmelerdir. Şirket'in sunduğu Penta Depom hizmeti sayesinde, bayi statüsündeki Şirket müşterileri, kendilerine ait depoları bulunmasa bile müşteri siparişlerini bir sonraki günde teslim edebilmektedir. Ayrıca son dönemde gelişmekte olan e-ticaret sektörünün bir yansıması olarak bayi kanalının içerisinde, e-ticaret sitelerinin pazaryerlerinde faaliyet gösteren bir müşteri grubu oluşmuştur. Şirket'in pazaryeri satıcılarına sattığı ürünler genellikle bilgisayarlar, bilgisayar bileşenleri ile çevre birimleri ve aksesuarlardan oluşmaktadır. Şirket'in ayrıca pazaryeri müşterilerine özel teslimat ve depolama seçenekleri ve sistem entegrasyonu bulunmaktadır.
- * **Alt Dağıtıcı:** Distribütörlerden satın aldıkları ürünleri ağırlıklı olarak bayilere satan toptancı müşterilerdir. Alt dağıtıcılar tarafından gelen ürün talepleri, bayi konumundaki kendi müşterilerinin talepleri doğrultusunda belirlenmektedir.
- * Şirket'in satış ekibi 114 kişiden oluşturmakta olup, temel olarak satış kanalları deneyimlerine ve müşteri ihtiyaçlarına göre şekillendirilmiştir. Şirket; İzmir, Diyarbakır, Adana ve Samsun'da bulunan temsilcileri ve Ankara ile İstanbul ofisleri aracılığı ile müşterilerine ulaşmaktadır.

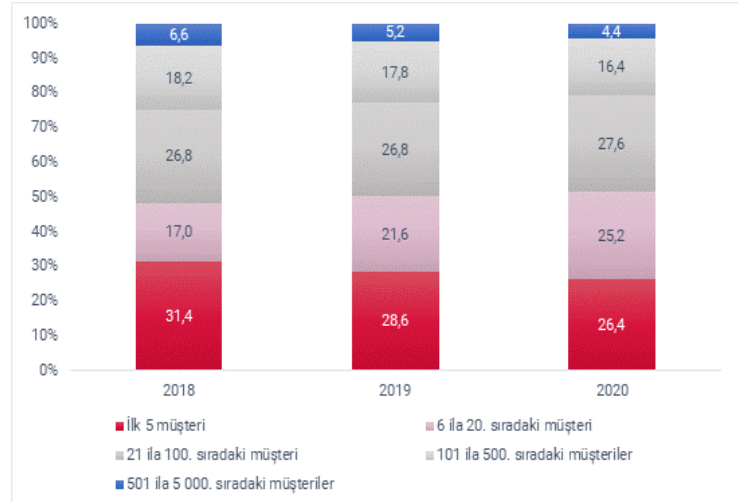
Satışlar ve FAVOK Gelişim (2018—2020) Mln \$



Ürün Gruplarına Göre Satışların Dağılımı (2020)



Yıllar İtibariyle Müşterilerin Dağılımı (2018-2020)



Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Finansal Analiz

- * Şirket'in yasal mali tabloları TL olarak hazırlandığı için finansal analizler de TL bazlı gelir tablosundan yapılmıştır. Bu çerçevede Şirket'in net satışlarının bir önceki yıla göre 2019 yılında %6,8, 2020 yılında ise %50,2 oranında arttığı gözlemlenmektedir. Söz konusu oranlar ABD doları bazında 2019 yılında %9 daralmayı ve 2020 yılında ise %22 oranında bir artışı işaret etmektedir. Pandemi nedeniyle artan talep ile birlikte kur artışlarının satışlara yansıtılabilmesi bu büyümeyi sağlamıştır.
- * Brüt kar tutarındaki artış oranları ise sırasıyla %18,7 ve %56,0'dır. Brüt kar değişimi ile hasılat değişimi arasındaki farklar 2018 yılında %6,5 olan brüt kar marjının 2019 yılında %7,2'ye, 2020 yılında ise %7,5'e yükselmesinin sonucudur.
- * Şirket'in faaliyet giderleri TL bazında olduğu için son dönemde kur hareketlerinden marjları olumlu faydalanmış ancak özellikle 2020 yılında tek seferlik giderden kaynaklı olarak Faaliyet Kar ve Net Kar Marjlarına yansımamıştır.
- * Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer giderleri, temel olarak şüpheli alacak karşılığı giderleri, kur farkı giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır. 2020 mali yıl sonunda esas faaliyetlerden diğer giderler bakiyesi 86,6 milyon TL olup, bakiyenin 56,6 milyon TL'lik kısmı "Tek Seferlik Gider" den ileri gelmektedir. Bunlar;
 - ◆ Şirket'in 2017 yılı ve öncesinden gelen Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.("Bimeks")'den olan ticari alacakları, Bimeks'in ödeme zorluğuna düşmesi sonucu şüpheli hale gelmiştir. 2017 yılında imzalanan temlik anlaşması ile Şirket'in şahıs ortakları Mustafa Ergün, Bülent Koray Aksoy, Sinan Güçlü ve Mürsel Özçelik ile İsmet Ambalaj Yatırımları A.Ş'ye ("İsmet Ambalaj") temlik edilmiştir.
 - ◆ Şirket bunlar için icra takibi başlatmıştır. Şirket, bu alacaklara olan borçların 11.133.079 TL tutarındaki kısmı 2020 itibarıyla henüz ödenmemiş ve Finansal Durum Tablosunda "İlişkili Taraflara Diğer Borçlar" hesabına kaydedilmiştir. Şirket'in benzer bir şekilde bir kaydı bulunmamaktadır.
- * Bilançoda yer alan önemli kalemlerin incelemesinde ise Şirket'in nakit ve benzeri kalemlerinin 2019 yılında, 2018 yılına göre %30 artarken 2020 yılındaki artış oranı bir önceki yıla göre %112 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Artışın en önemli sebebi ise işletme faaliyetlerinden gelen tahsilat ve ödeme dengesinin pozitif katkısıdır.
- * 2020 yılı sonunda, Şirket'in banka hesaplarında bulunan 7,3 milyon TL (1 milyon ABD doları) tutarındaki mevduatları tedarikçilerine verdiği banka teminat mektupları karşılığında blokeli durumdadır. 2018 ve 2019 yılında böyle bir durumu yoktur.
- * Şirket'in 2020 yılı sonu itibarıyla 4,9 milyon TL banka kredisi, sendikasyon kapsamında da 790,8 milyon TL tutarında uzun vadeli borcu ve 11,1 milyon TL tutarında kısa vadeli borcu bulunmaktadır. Ayrıca 2018 tarihinde Türk bankaları ile imzalanan sendikasyon kredisi ve grup şirketlerine ait olan kısa vadeli banka kredilerinin büyük bir bölümü Yıldız Holding'e taşınmıştır. Bu borç tutarı da finansal borç olarak takip edilmeye başlanmıştır.
- * Ticari alacaklar kalemi ise 2019 yılında 2018 yılına göre %30,8 2020 yılında ise bir önceki yıla göre %39,5 oranında artmıştır. Bu artışın en önemli nedeni satışların büyümesi ve bunun yanında mevsimsel olarak yılın son aylarına yayılan yüksek satışlardan doğan tutarlardır. Ayrıca döviz kurundaki artış nedeniyle dolardan TL'ye dönüşün etkisi de bulunmaktadır.
- * Şirket TL ve yabancı para birimleri ile yapılan işlemlerdeki kur riskini azaltmak amacıyla türev araçlar kullanmaktadır. 2020 yılı sonunda 3,6 milyon TL tutarında türev yükümlülüğü bulunmaktadır.

Karlılık Analizleri

Karlılık Analizler	2018	2019	2020
Brüt Kar Marjı	6,5%	7,2%	7,5%
Faaliyet Kar Marjı	3,7%	3,6%	3,3%
Net Kar Marjı	0,4%	1,3%	0,3%
FAVOK (EBITDA) Marjı	3,8%	4,6%	5,6%

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Finansal Tablo Özeti

Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020
Satış Gelirleri	2.622.982.727	2.801.043.370	4.206.483.149
Satışların Maliyeti (-)	2.452.658.743	2.598.879.609	3.891.097.796
BRÜT KAR (ZARAR)	170.323.984	202.163.761	315.385.353
Genel Yönetim Giderleri (-)	25.238.227	28.413.171	33.316.994
Pazarlama Giderleri(-)	47.139.202	51.643.558	56.623.812
Diğer Faaliyet Gelirleri	4.943.117	3.223.528	1.721.319
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	5.886.886	24.426.436	86.599.028
FAALİYET KARI (ZARARI)	97.002.786	100.904.124	140.566.838
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	659.306	461.227	513.577
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	97.662.092	101.365.351	141.080.415
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	0	21.212.131	21.225.460
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	73.351.919	72.279.501	132.795.654
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	24.310.173	50.297.981	29.510.221
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)(-)	13.650.933	14.768.758	18.401.674
Dönem Vergi Geliri (Gideri) (-)	9.687.774	19.166.032	33.613.816
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-3.963.159	4.397.274	15.212.142
DÖNEM KARI/ZARARI	10.659.240	35.529.223	11.108.547

Bilanço

TL	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	917.649.834	1.199.951.272	1.692.991.089
Nakit ve Nakit Benzeri	40.288.325	52.418.487	110.903.277
Finansal Yatırımlar	0	0	7.340.500
Ticari Alacaklar	535.651.328	700.730.448	977.796.682
Diğer Alacaklar	61.053.970	163.383.276	222.758.659
Stoklar	277.255.959	268.165.280	364.670.645
Diğer Dönen Varlıklar	3.400.252	15.253.781	9.521.326
DURAN VARLIKLAR	24.321.663	37.147.736	65.167.315
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	622.349	702.708	868.359
Maddi Duran Varlıklar	6.307.319	5.940.336	8.385.463
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	7.795.752	15.001.355
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	13.262.362	14.068.022	16.639.600
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.129.633	8.640.918	24.272.538
TOPLAM VARLIKLAR	941.971.497	1.237.099.008	1.758.158.404
Kısa Vadeli Yükümlülükler	285.340.510	454.599.949	736.732.534
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	21.366.851	3.695.553	8.694.874
Ticari Borçlar	200.264.823	347.939.565	628.672.196
Diğer Borçlar	4.097.552	9.392.549	13.578.222
Türev Araçlar	0	0	3.601.257
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9.898.078	19.166.032	33.613.816
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.713.206	74.406.250	48.572.169
Uzun Vadeli Yükümlülükler	510.161.416	621.385.008	810.634.243
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	0	4.711.998	10.285.053
Diğer Borçlar	504.733.540	608.850.232	790.805.439
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.427.876	7.822.778	9.543.751
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	795.501.926	1.075.984.957	1.547.366.777
Özsermaye	146.469.571	161.114.051	210.791.627
Ödenmiş Sermaye	31.724.000	31.724.000	31.724.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler/Giderler (-)	58.475.232	77.590.489	116.159.518
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9.880.245	13.880.245	13.880.245
Geçmiş Yıl Kar / Zararları	35.730.854	2.390.094	37.919.317
Net Dönem Karı	10.659.240	35.529.223	11.108.547
TOPLAM SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	941.971.497	1.237.099.008	1.758.158.404

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Değerleme Çalışması Özeti

- * İş Yatırım, değerlendirme çalışmalarını Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemi ve Pazar yaklaşımı kapsamına ise Çarpan Analizi yöntemi ile yapmıştır.
- * İş Yatırım'ın, İndirgenmiş Nakit Akım Analizi çalışmasını, Şirket'in fonksiyonel para birimi olan ABD Doları bazında hazırlamıştır. Bu çerçevede Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında Risksiz Faiz Oranı olarak İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 30 yıllık Dolar cinsinden Eurobond faiz oranları kullanılmıştır.
- * 5 yıl olarak uygun görülen projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in borç oranının %70 seviyelerinden %30 seviyelerine gerileyeceği varsayımı yapılmış ancak piyasa risk primi %6 oranında sabit bırakılmıştır.
- * İş Yatırım, satışların projeksiyonları için IDC'nin Şirket'in ana ürün gamındaki sektör projeksiyonları baz alınarak hesaplanan büyüme oranlarını dikkate alarak satış projeksiyonları yapmıştır. Bu çerçevede ABD Dolar bazında 2021 yılında %9,1 sonraki yıllarda ise %5,6 oranında artış öngörülmüştür.
- * Projeksiyon süresi boyunca SMM marjının sabit kaldığı ve 2020 yılında %5,6 seviyelerine çıkan FAVOK marjının da %5 civarında sabit kaldığı varsayılmıştır.
- * İş Yatırım projeksiyonların baz edildiği FAVOK hesaplamasında bir takım düzeltmelere gitmiş ve kredi kartı komisyon gideri, erken ödeme indirimi, teminat mektubu gideri gibi finansal giderler içinde yer alan ancak faaliyetler ile ilişkilendirildiği için bir nevi faaliyet gideri olarak gördüğü giderleri de hesaplanan FAVOK'ten düşerek Düzeltilmiş FAVOK hesabı üzerinden serbest nakit akımları hesaplamıştır. Bu hesaplama içinde TFRS 16 gereği aktifleştirilmiş olan operasyonel leasing için yapılan kira ödemeleri borçlar içinden çıkartılıp kira gideri olarak projeksiyon dönemine yansıtılmıştır.
- * Şirket projeksiyon döneminde önemli bir yatırım harcaması planlamamakta ve buna bağlı olarak projeksiyon döneminde yatırımlar ve amortismanlar sabit bir oranda bırakılmıştır.
- * Şirket'in en önemli yatırım kalemi olan Net İşletme Sermayesinin satışlardaki artışla birlikte 2021 yılında 128 Milyon ABD Dolarına artması ve satışların %19,6'sını oluşturması öngörülmektedir. Bu oranın projeksiyon döneminde bu şekilde devam etmesi ve nakit döngüsünde önemli bir değişiklik öngörülmektedir.
- * Vergi hesaplamaları için rapor tarihinde yürürlüğe girmiş olan Cumhurbaşkanlığı kararnamesi çerçevesinde 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 ve sonraki yıllar için %20 oranında kurumlar vergisi oranları kullanılmıştır.
- * Uç Değer (Artık Değer) hesaplamasında ise projeksiyon döneminden sonraki büyüme oranı %2 olarak alınmıştır. Uç değere baz alınan FAVOK rakamı için %4,9 oranı alınmış ve bulunan değer 2025 yılı için hesaplanan AOSM oranı ile bugüne indirgenmiştir.
- * INA Analizi ve SNA'lar aşağıda verilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

milyon TL	2021	2022	2023	2024	2025	Uç Değer
Satış Gelirleri	655	692	731	772	815	831,3
Satışların Maliyeti (-)	607	641	677	715	755	
BRÜT KAR (ZARAR)	48	51	54	57	60	
Faaliyet Giderleri (-)	16	17	18	19	20	
Faaliyet Karı (FVOK)	32	34	36	38	40	
Amortisman	1	1	1	1	2	
FAVOK	33	35	37	39	42	40,7
FAVOK Marjı	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	4,9%
FAVOK Düzeltmeler (-)	4,7	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6
Kredi Kartı Komisyon Giderleri	1,1	0,9	0,7	0,6	0,6	
Erken Ödeme İndirimi	1,8	1,6	1,6	1,8	1,8	
Teminat Mektubu Giderleri	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3	
TFRS 16 Kira Gideri	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	
Düzeltilmiş FAVOK	28	31	33	35	38	37
Vergi (-)	8,0	7,8	7,2	7,6	8,0	8,1
Yatırım Harcamaları (-)	1	1	1	1	1	1
NİS Değişimi (+/-)	31	7	8	8	8	2
Serbest Nakit Akımı	-12	15	17	19	21	26
AOSM	7,6%	8,5%	9,6%	10,1%	10,9%	
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	-12	13	14	13	13	

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Değerleme Çalışması Özeti

INA Analizi Fiyatlaması

Toplam SNA	42
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Uç Değer (Artık Değer)	295
Uç Değerin Bugünkü Değeri	189
Firma Değeri (mln \$)	230
Net Borç (mln \$)	63,8
Piyasa Değeri (mln \$)	167
Piyasa Değeri (mln TL)	1.349

* Son olarak serbest nakit akımlarının bugünkü değeri ile uç değer bugünkü değeri toplanarak Şirket'in Firma Değeri belirlenmiştir. Firma Değerinden 63,8 milyon ABD Doları olarak hesaplanan finansal borçların düşülmesi ile Şirket'in Piyasa Değeri (Özsermaye Değeri) 167 milyon ABD Doları ve değerlemenin yapıldığı tarihteki TRL/USD olan 8,1 kur ile çevrildiğinde 1,350 milyon TL Şirket piyasa değerine ulaşılmaktadır.

Çarpan Analizi

- * İş Yatırım, Piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirket çarpan analizlerini kullanmış ve bu amaçla hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketleri araştırmıştır. Bu çerçevede yurtiçinde İndeks ve Arena birebir benzer şirket olması nedeniyle analize dahil edilmiş, ancak bunların dışında Armada, Despec ve Datagate gibi aynı sektörde olmalarına rağmen, farklı ürün gamlarına sahip olan şirketler analiz dışı bırakılmıştır.
- * Değerlemede kullanılacak FAVOK ve Net Borç rakamları olarak TL bilançolardan çıkartılan değerler kullanılmıştır. FAVOK rakamında herhangi bir düzeltme uygulanmamıştır.
- * Arena ve İndeks'in 2020 yılı finansal tablolarına göre hesaplanan FD/FAVOK rasyoları kullanılmış, F/K rasyosu, şirketlerin farklı muhasebe politikaları nedeniyle Net Kar rakamlarının farklılıklar gösterebileceği düşünüldüğünden dikkate alınmamıştır.
- * FD/FAVOK çarpanları sadece 2020 için hesaplanmamış, 2021 tahminleri de dikkate alınmış ve yurtiçinde sadece İndeks'in 2021 tahmini bulunduğundan, 2021 yılı rakamı İndeks'in FD/FAVOK rakamı ile değerlendirilmiştir.
- * 2020 ve 2021 yılları için hesaplanan Özsermaye Değerleri, 2021 yılı için İndeks dışında bir şirket için tahmin olmadığı için 2020 yılına %70, 2021 yılına %30 ağırlık verilerek yurtiçi çarpanlar için nihai değerlemeye ulaşılmıştır.
- * Yurtdışı Çarpan Analizinde ise piyasa değeri 10 Milyar ABD Doları altında olan ve faaliyetleri itibarıyla şirket ile benzerlik gösteren şirketler dikkate alınmıştır. Bu şirketlerden Bloomberg terminalinde 2020 ve 2021 FD/FAVOK çarpanı hesaplanabilenler analiz kapsamında alınmıştır.
- * Bu çerçevede Yurtdışı Benzer Şirketlerin 2020 ve 2021 yılı ortalama FD/FAVOK medyan değerleri ile bulunan Özsermaye Değerleri %50-%50 ağırlık verilerek yurtdışı çarpanlara göre nihai değerlemeye ulaşılmıştır.
- * Bütün bu analizlerin sonucunda Şirket'in Türkiye'de faaliyet gösteriyor olması nedeniyle Yurtiçi Çarpana göre hesaplanan değer %80 ve yurtdışı çarpanlara göre hesaplanan değere ise %20 ağırlık verilerek Çarpan Analizine göre nihai değere ulaşılmıştır.

Çarpan Değerlemesi

	FD/FAVOK	
	2020	2021
Yurtiçi Benzer Şirket Medyan	14,3	
Arena + İndeks Ortalama	7,8	
İndeks		4,3
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan	12,2	8,5

Şirket Değeri	2020	2021	Ağırlıklı Ortalama
Yurtiçi Benzer Şirket	1.344	648	1.135
<i>Ağırlık</i>	70%	30%	
Yurtdışı Benzer Şirket	2.385	1.768	2.076
<i>Ağırlık</i>	50%	50%	
Ağırlıklı Ortalama			1.323,4

Çarpan Değerlemesinde Kullanılan Veriler

	2020	2021
Net Satışlar	4.207	5.253
FAVÖK	234	265
Net Borçlar	482	

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

Değerleme Çalışması Özeti

- * Son olarak INA Analizi ile hesaplanan değer ile Çarpan Analizinden hesaplanan değerler %50–%50 ağırlıklandırılarak Penta Teknoloji için 1.337 milyon TL değere ulaşılmıştır. Bu değer üzerinden taban fiyat için %24 tavan fiyat için de %9,8 oranında halka arz iskontosu uygulanarak hisse başı 32,00 TL–38,00 TL fiyata ulaşılmıştır.

Fiyatlama

Milyon TL	Özsermaye Değeri	Ağırlık
INA Analizi Değeri	1.350	50%
Çarpan Analizi Değeri	1.323	50%
Ağırlıklandırılmış Değer		1.337
Çıkarılmış Sermaye		31,72
Hisse Başı Değer (TL)		42
Halka Arz İskontosu	24,0%	9,8%
Halka Arz Fiyatı (TL)	32	38

Değerlendirme ve Sonuç

İş Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda "Penta Teknoloji" hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, detaylı net ve anlaşılır olduğunu düşünmekle birlikte değerlendirme raporuna ilişkin olarak görüşlerimizi aşağıda belirtmekteyiz.

- * Değerleme yaklaşımları çerçevesinde INA Analizi ve Çarpan Analizinin kullanılmasını uygun bulmaktayız.
- * Çarpan Analizi için sadece FD/FAVOK rasyosunun kullanılmasını makul bulmakla birlikte çarpan değerleri için 2021 yılı tahmini çarpanlarının daha az bulunması nedeniyle hesaplamaya dahil edilmeyebileceğini düşünmekteyiz.
- * INA Analizi yaklaşımı çerçevesinde Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD Doları olduğu için projeksiyonların da ABD Doları olarak hazırlanmasını makul bulmakla birlikte aynı şekilde Çarpan Analizinde kullanılan şirket verilerinin de ABD Doları olmasının daha tutarlı olacağını düşünmekteyiz.
- * INA Analizinde kullanılan AOSM maliyetinin projeksiyon para birimi olarak Dolar üzerinden hazırlanması nedeniyle ABD Doları uzun vadeli risksiz faiz oranının kullanılmasını uygun bulmaktayız.

Yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında, İş Yatırım tarafından hazırlanan projeksiyonların ve kullanılan rasyoların muhafazakar bir yaklaşım ile seçildiğini düşünüyor ve hesaplanan değer itibarıyla 32,00 TL–38,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının %24– %10 arasında iskontolu olduğunu belirtmek isteriz.

Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma

Kültür Mah. Nispetiye Cad. Akmerkez
No: 56/13 B3 Blok Kat: 7 34340
Beşiktaş İSTANBUL

Telefon: (212) 371 0100

Faks: (212) 353 1046

E-posta: arastirma@dinamikmenkul.com.tr

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 raporda yer alan bilgiler Dinamik Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Dinamik Menkul Değerler A.Ş. bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir.