

**Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.**  
**Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu**

**Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.**

**Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri**

<b>Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım ve Ticaret A.Ş.</b>	
Borsa Kodu	PENTA
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat aralığı ile talep toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %60 Yurt İçi Kurumsal : %30 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	6-7 Mayıs 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	31.724.000 TL
Sermaye Artırımı	12.000.000 TL
Ortak Satışı	6.378.752 TL
Ek Satış	2.756.809 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	43.724.000 TL
Halka Açıklık Oranı	42,03%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	48,34%
Talep Toplama Fiyatı	35,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	643.256.320 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	739.744.635 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.110.340.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.530.340.000 TL
Halka Arz Taahhüdü	Halka arz eden Pay sahipleri, sahibi olduğu Şirket paylarını, payların Bist de işlem görmeye başlamasından itibaren, 180 gün boyunca, halka arz fiyatının altında bir fiyattan satmayacaklarını veya bu payların satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmaktadır /İş Yatırım

<b>Halka Arz Çarpanları</b>	
F/K 2020	99,95
FD/FAVÖK 2020	5,15
PD/DD 2020	5,27

<b>Halka Arz Sonrası Çarpanlar</b>	
F/K 2020	137,76
FD/FAVÖK 2020	5,15
PD/DD 2020	2,43

## Özet Bilgi

- Penta teknoloji, yurt içinde dağıtımını yürüttüğü 40'tan fazla global marka ile teknoloji sağlayıcılarının ürünlerini piyasaya sunmakta ve teknoloji tedarik zincirinin bir halkasını oluşturmaktadır. Şirket, ek olarak müşterilerine gelişmiş lojistik imkânlar ve katma değerli hizmetler sunmaktadır. Şirket'in müşterileri, sayısı yaklaşık 9.000'i bulan bayi, perakende satıcı, katma değerli satıcı ve alt dağıtıcılardan oluşmaktadır.
- Şirket, çeşitli markaların Türkiye'deki tek distribütörü konumundadır. Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, aralarında Autodesk, ViewSonic, OKI, Wacom, MSI, Logitech ve Xerox 'unda yer aldığı 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, söz konusu markaların Türkiye'deki "fiili" tek distribütörü konumundadır.
- Penta Teknoloji'nin 2020 yılında toplam satışlarının %26,4'ünü, Şirket'in en büyük 5 müşterisine yapılan satışlar oluşturmaktadır. Ancak geçtiğimiz yıllarda Şirket'in gelir kaynaklarının genişlemesiyle, bu 5 büyük müşterinin toplam satışlardaki payında düşüş yaşanmıştır.
- Şirket, en basit üründen uzmanlık ve deneyim isteyen ürünlere kadar birçok kategorideki bilgi teknolojisi ürününün dağıtımını gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla Şirket, hem geleneksel hem de katma değerli distribütörlük modelleriyle faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket katma değerli hizmetlerinin, kendisini rakiplerinden ayırtıran en önemli özelliği olduğunu düşünmektedir.
- Şirket, en basit üründen uzmanlık ve deneyim isteyen ürünlere kadar birçok kategorideki bilgi teknolojisi ürününün dağıtımını gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla Şirket, hem geleneksel hem de katma değerli distribütörlük modelleriyle faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket katma değerli hizmetlerinin, kendisini rakiplerinden ayırtıran en önemli özelliği olduğunu düşünmektedir.
- Şirket, Penta Depom aracılığıyla, müşterilerine münhasır bir fiziki depolama alanı ve internet üzerinden stok yönetim imkânı sağlamaktadır. Bu sayede Şirket'in müşterileri, satın aldıkları ürünleri güvenle Şirket'in depolarında saklayabilmekte ve Şirket'in nakliye hizmetlerini kullanarak, talep edilen tarihte belirtilen teslim noktalarına nakledebilmektedir.2020 yılında, Penta Depom aracılığıyla sunulan hizmetlerden yaklaşık 150 müşteri faydalanmıştır.
- Şirket, İndeks, Armada, Tech Data ve Arena gibi ülke çapında faaliyet gösteren bilgi teknolojisi ürünü distribütörlerini ve ayrıca bölgesel ve yerel bazda Türk distribütörleri de içeren diğer distribütörlerle rekabet içindedir. Şirket, 15 tanınmış tedarikçinin Türkiye'deki tek distribütörü olmasını da sektördeki rekabet içinde Şirket için bir avantaj oluşturduğunu düşünmektedir. Bu durum, Şirket'in teknoloji sektörü içindeki itibarını da güçlendirmektedir. Bunlara ek olarak, Şirket tarafsız şirketler grubu olan Bilişim500 tarafından sektör içinde muteber bir şirket olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda BtHaber'in hazırladığı "Bilişim 500-İlk 500 Bilgi, İletişim ve Teknoloji Şirketleri" 'adlı araştırmasında, Yazılım, Ağ Donanımı, Baskı Sistemleri ve Masaüstü Bilgisayar ve OEM Ürünleri ürün grupları için Şirket birinci sırada yer almıştır

## Ortaklık Yapısı

Hissedar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası					
	Pay Grubu	Oran (%)	Ek Satış Yapılmaması Halinde			Ek Satış Yapılması Halinde		
			Pay (TL nominal)	Pay Grubu	Oran (%)	Pay (TL nominal)	Pay Grubu	Oran (%)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	A	40	11.824.231	A	27,04	9.489.600	A	22
	B	14	-	B	-	-	B	-
Mustafa Ergün	B	15	4.419.769	B	10,11	4.314.464	B	10
Sinan Güçlü	B	10	3.034.388	B	6,94	2.928.125	B	7
Bülent Koray Aksoy	B	10	3.033.430	B	6,94	2.928.125	B	7
Mürsel Özçelik	B	10	3.033.430	B	6,94	2.928.125	B	7
Halka Açık	B	-	18.378.752	B	42,03	21.135.561	B	48
TOPLAM		100	43.724.000		100,00	43.724.000		100

## Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

- Halka arz ile sermaye artışı yoluyla; kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.
- Şirket, sermaye artırımını suretiyle elde edeceği halka arz gelirinin tamamını, net finansal borçluluğunun azaltılmasında kullanacak olup, özkaynak yapısını daha güçlü hale getirerek büyüme fırsatlarını daha uygun şartlarda değerlendirmeyi hedeflemektedir.

## Mali Tablolar

Grup'un her işletmesinin kendi finansal tabloları faaliyette buldukları temel ekonomik çevrede geçerli olan para birimi (işlevsel para birimi) ile sunulmuştur. Şirket operasyonlarında (alım-satım) ağırlıklı olarak ABD Dolan kullanmaktadır. ABD Dolan ayrıca, Şirket için önemlilik arz eden durum ve olayların ekonomik temelini yansıtmaktadır. Şirket'in satın alma ve satış fiyatları büyük ölçüde ABD Doları'na dayalı olarak gerçekleşmektedir. Şirket, içinde bulunduğu ekonomik ortam ve faaliyetlerini değerlendirerek, işlevsel para birimini TMS 21 (Kur Değişiminin Etkileri) uyarınca ABD Dolan olarak belirlemiştir. Grup'un işlevsel para birimi ABD Doları olmakla birlikte, sunum para birimi TL cinsinden ifade edilmiştir.

**Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.**  
**Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu**

<b>Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım ve Ticaret A.Ş. Bilanço (USD)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>174.428.298</b>	<b>202.005.197</b>	<b>230.637.026</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.658.067	8.824.364	15.108.409
Finansal Yatırımlar	-	-	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 Donem Vergisi ile ilgili Varlıklar	398.612	2.236.746	869.566
Diğer Dönen Varlıklar	154.865	12.991	122.124
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>4.623.099</b>	<b>6.253.617</b>	<b>8.877.776</b>
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
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>179.051.397</b>	<b>208.258.814</b>	<b>239.514.802</b>

<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>54.237.965</b>	<b>76.529.401</b>	<b>100.365.443</b>
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
Tlirev Araçlar	-	-	490.601
Müşteri Sözleşmelerinden Dogan Yükümlülükler	4.442.521	8.629.396	3.533.083
Donem 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
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>96.972.272</b>	<b>104.606.750</b>	<b>110.433.109</b>
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
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>151.210.237</b>	<b>181.136.151</b>	<b>210.798.552</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>27.841.160</b>	<b>27.122.663</b>	<b>28.716.250</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	21.301.898	21.301.898	21.301.898
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.920.312	3.629.318	3.629.318
Geçmiş Yıllar Zararları	1.937.797	-3.662.089	2.602.762
Net Dönem Karı/Zararı	2.206.699	6.264.851	1.584.899
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>179.051.397</b>	<b>208.258.814</b>	<b>239.514.802</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

**Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.**  
**Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu**

<b>Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu (USD)</b>			
<b>TL</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Hasılat	543.015.636	493.906.646	600.154.537
<i>Yıllık Değişim</i>		-9,0%	21,5%
Satışların Maliyeti (-)	-507.754.791	-458.259.206	-555.157.340
<i>Yıllık Değişim</i>		-9,7%	21,1%
<b>Brüt Kar</b>	<b>35.260.845</b>	<b>35.647.440</b>	<b>44.997.197</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		1,1%	26,2%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	6,5%	7,2%	7,5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.224.873	-5.010.081	-4.753.459
Pazarlama Giderleri (-)	-9.758.861	-9.106.284	-8.078.729
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>20.277.111</b>	<b>21.531.075</b>	<b>32.165.009</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		6,2%	49,4%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	3,7%	4,4%	5,4%
Amortisman		1.245.202	1.231.625
<b>FAVÖK1</b>	<b>20.277.111</b>	<b>22.776.277</b>	<b>33.396.634</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		12,3%	46,6%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	3,7%	4,6%	5,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.023.335	568.403	245.587
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.218.716	-4.307.102	-12.355.403
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>20.081.730</b>	<b>17.792.376</b>	<b>20.055.193</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-11,4%	12,7%
<b>FAVÖK2</b>	<b>20.081.730</b>	<b>19.037.578</b>	<b>21.286.818</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-5,2%	11,8%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	3,7%	3,9%	3,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	136.490	81.328	73.274
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-	-
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>20.218.220</b>	<b>17.873.704</b>	<b>20.128.467</b>
Finansman Gelirleri	0	3.740.325	3.028.315
Finansman Giderleri (-)	-15.185.475	-12.745.010	-18.946.448
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>5.032.745</b>	<b>8.869.019</b>	<b>4.210.334</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(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
<b>DÖNEM KARI/Zararı</b>	<b>2.206.699</b>	<b>6.264.851</b>	<b>1.584.899</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Penta Teknoloji'nin özsermaye değeri hesaplanırken piyasa yaklaşımı (Benzer şirket çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımları analizi) kullanılmıştır.
- Şirket için çarpan analizinde 1.323mn TL, indirgenmiş nakit akımları analizinde 1.350 mn TL özsermaye değerine ulaşılmış olup, iki yöntemin eşit ağırlıklı ortalaması olarak da 1.336.755.259 TL halka arz öncesi özsermaye değeri hesaplanmıştır.
- Değerleme Çalışması sonucunda Penta teknoloji için 1.336.755.259 TL özsermaye değerine ulaşılmış, Şirket'in halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 42,1 TL olarak bulunmuştur. Bu birim pay değerine taban fiyat için %24,1, tavan fiyat için %9,8 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz birim pay fiyatı taban fiyat için 32 TL, tavan fiyat için 38 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (mil TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç	
İNA	1.350	50%	675	
Piyasa Çarpanları	1.323	50%	662	
	Yurtiçi FD/FAVÖK	1.135	80%	908
	Yurtdışı FD/FAVÖK	2.076	20%	415
Hedef Değer (TL)		100%	1.337	
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)			31,724	
<b>Pay Başına Hedef Değer</b>			<b>42,1</b>	
Halka Arz İskontosu		24,10%	9,80%	
<b>Halka Arz Fiyatı (Taban-Tavan)</b>		<b>32</b>	<b>38</b>	

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Şirket'in çarpan analizi çalışması için hem Türkiye hem de Dünya borsalarında işlem gören benzer şirketler incelenmiş ve toplam piyasa büyüklüğü 10 milyar doların altında olan şirketler temel alınmıştır. Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, FD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almadığı için dikkate alınmamıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları Tablosu	FD/FAVÖK		Yurtiçi BIST Endeks Çarpanları Tablosu	FD/FAVÖK	
	2020	2021T		2020	2021T
Also Holding Reg	15,1	13,1	Arena	10,3	
Redingto India	12,2	4,1	Armada	18,1	
Esprinet Spa	6,3	4,9	Despec	15,6	
Dicker Data Ltd	23,8	18,1	Datagate	14,3	
Ab	8,8	0	İndeks	5,3	4,3
Midwich Group Pl	25	15	Medyan	14,3	
Distit Ab	12,3	8,5	Aren+İndeks Ortama	7,8	
Pc Connection	12,2	10,4			
Arrow Electronic	9,3	8,1			
<b>Medyan</b>	<b>12,2</b>	<b>8,5</b>			

Değerleme Sonucu (000.000 TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
Yurtiçi FD/FAVÖK	1.135	80%	908
Yurtdışı FD/FAVÖK	2.076	20%	415
Piyasa Çarpanları			1.323

- Şirket finansman giderleri altında operasyonel sayılabilecek kredi kartı komisyonları, erken ödeme indirimleri, teminat mektubu giderlerini muhasebeleştirmektedir. Bu giderlerin toplamı 29,3 milyon TL'dir. FAVÖK hesabında bu giderlerin de düşülmesiyle düzeltilmiş FAVÖK %12,5 azalışla 205 milyon TL'ye gerilemektedir. Düzeltilmiş FAVÖK'le yapılan değerlendirme sonucunda Şirket'in değeri yaklaşık %15 azalışla 1.250 milyon TL'ye gerilemektedir.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.
  - **Satışlar:** Şirket'in gelir tablosu projeksiyonları oluşturulur iken ilk önce net satışlar rakamı tahmin edilmiştir. Bunun için önce 2018-2020 dönem satış büyümesi analiz edilmiş, hesaplanan yıllık bileşik büyüme oranı ve sektör trendleri baz alınarak, 2021 ve 2022-2025 dönemleri için iki farklı büyüme oranı hesaplanmıştır
  - **Satışların Maliyeti:** Projeksiyon döneme boyunca SMM/Satışlar oranı 2019-2020 ortalaması olan %92,6 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu durumda 2020 yılında %7,5 olan brüt kar marjı, projeksiyon dönemi boyunca %7,4 olmuştur.
  - **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin satışlara oranı, projeksiyon dönemi boyunca 2019-2020 ortalaması olan %2,5'te sabit tutulmuştur.
  - **İşletme Sermayesi:** Projeksiyon dönemi boyunca nakit döngüsü gün sayılarından bir değişiklik öngörülmemiştir. Projeksiyon dönemi için kullanılacak gün sayıları 2019-2020 ortalama rakamıdır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Risksiz faiz oranı hesaplanırken, sabit bir faiz oranı kullanılmamış projeksiyon dönemi için İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 30 yıllık dolar cinsinden Eurobond faiz oranları tahminleri kullanılmıştır. Bu sebeple, AOSM her yıl için farklı hesaplanmıştır.
  - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Değerlemede muhafazakâr tarafta kalmak açısından kullanılan 1,1 değerinin kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %13,8 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in borçlanma maliyeti ağırlıklandırılmış ve %6,8 olarak hesaplanmıştır. Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranına %1-2 puan risk primi eklenerek alınmasının tarafımızca daha makul olacağı görüşündeyiz. Şirket'in vergi sonrası borç maliyeti olarak %5,1 kullanılmış, böylelikle AOSM %7,6 olarak hesaplanmıştır. %7,6 AOSM'nin mevcut durumda da değerlemenin yapıldığı dönem itibarıyla de düşük olduğu kanaatindeyiz.

- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %2 olarak varsayılarak uç değer 295 milyon dolar hesaplandığı ifade edilmiş olmasına rağmen 2025 yılındaki 20 milyon dolar nakit akımının %2 uç değer büyümesi varsayımıyla hesaplanan uç değer 226 milyon dolar olmaktadır. 295 milyon dolar hesaplanması için uç değer büyüme varsayımının %4 kabul edilmiş olması gerekmektedir. 226 milyon dolar uç değer bugünkü değeri de 134 milyon dolar hesaplanırken İş Yatırım'ın hesapladığı bugünkü değer olan 189 milyon dolardan 55 milyon dolar daha düşüktür.

Penta AOSM	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Risksiz Getiri Oranı	7,20%	7,00%	7,00%	6,80%	6,80%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Sermaye Maliyeti	13,50%	13,30%	13,30%	13,10%	13,10%
Özkaynak Oranı	30,00%	40,00%	50,00%	60,00%	70,00%
Vergi Oranı	25,00%	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	5,10%	5,30%	5,80%	5,70%	5,70%
Borç Oranı	70,00%	60,00%	50,00%	40,00%	30,00%
AOSM	7,6%	8,5%	9,4%	10,1%	10,9%

- Sonuçta İNA'dan şirket için 167 milyon dolar karşılığı 1.350 milyon TL piyasa değeri hesaplanmış olup uç değer büyüme oranını %2 kabul ettiğimizde hesaplanan değer 112 milyon dolara ve 907 milyon TL'ye gerilemektedir.

### Halka Arz Değeri

İş Yatırım Değerleme Sonucu (milyon TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.350	50%	675
Piyasa Çarpanları	1.323	50%	662
Hedef Değer (TL)		100%	1.337
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)			31,724
<b>Pay Başına Hedef Değer</b>			<b>42,1</b>
Halka Arz İskontosu		24,10%	9,80%
<b>Halka Arz Fiyatı (Taban-Tavan)</b>		<b>32</b>	<b>38</b>

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, Yurtdışı ve Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarına %50 ağırlık verilmiş ve %24,1 ve %9,8 halka arz iskontoları uygulanarak pay başına 32 TL taban fiyat ve 38 TL tavan fiyat halka arz değeri tespit edilmiştir.

### Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.



- Penta fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Penta özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte uç değer büyüme oranının %2 olarak kullanıldığı ifade edilmiş olmasına rağmen BMD olarak bu oranın %4 olduğunu hesaplıyoruz. %2 kullanılması durumunda değerinde yaklaşık 55 milyon dolarlık bir düşüş olacağını tahmin ediyoruz.
- Şirket'in çarpan analizi çalışması için hem Türkiye hem de Dünya borsalarında işlem gören benzer şirketler incelenmiş ve toplam piyasa büyüklüğü 10 milyar doların altında olan şirketler temel alınmıştır. Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, FD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almadığı için dikkate alınmamıştır. Bu çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmak ile birlikte yurtdışından seçilen şirketlerin değerlendirme yapılan şirket ile ölçeklerinin ve ülke piyasa yapılarının farklı olduğu kanaatindeyiz.
- ABD Doları olarak hazırlanan İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, Yurtdışı ve Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarına %50 ve %24,1 ve %9,8 halka arz iskontoları uygulanarak pay başına 32 TL taban fiyat ve 38 TL tavan fiyat halka arz değeri tespit edilmiştir.
- BMD olarak uç değer büyüme oranını %2 kabul ederek çarpan hesaplaması yaptığımızda ve FAVÖK'te gerekli düzeltmeleri yaparak çarpan değeri hesapladığımızda Şirket için pay başına 34 TL adil değer hesaplamaktayız.
- 34 TL pay başı adil değere göre taban fiyat %5,88 iskontolu olurken tavan fiyat %11,77 primli hesaplanmaktadır.

BMD Değerleme Sonucu (milyon TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	907	50%	453,6
Piyasa Çarpanları	1.250	50%	625
Hedef Değer (TL)		100%	1.079
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)			31,724
<b>Pay Başına Hedef Değer</b>			<b>34,00</b>
Halka Arz İskontosu		-5,88%	11,77%
<b>Halka Arz Fiyatı (Taban-Tavan)</b>			<b>32 38</b>

Şirketin faaliyet karı ve FAVÖK üretmesine rağmen net kar rakamı oldukça düşüktür. Bu durumun temel sebebi operasyonel gider olarak nitelenebilecek teminat mektubu giderleri, kredi kartı komisyonları ve erken ödeme indirimlerini finansman giderleri altında takip etmesi ve finansal borç+ticari borçtan kaynaklanan kur farkı giderleridir. Bu sebeple halka arz değerine göre FD/FAVÖK

**Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.**  
**Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu**

---

çarpanı 7x seviyesinde olmasına rağmen F/K çarpanı 100x seviyesindedir. Net kara yansımayan faaliyet karının Şirket değeri üzerinde bir risk unsuru olduğunu değerlendirmekteyiz.

<b>Halka Arz Çarpanları</b>	
F/K 2020	99,95
FD/FAVÖK 2020	6,99
PD/DD 2020	5,27

<b>Halka Arz Sonrası Çarpanlar</b>	
F/K 2020	137,76
FD/FAVÖK 2020	6,99
PD/DD 2020	2,43