

PENTA MENKUL DEĞERLERİ DEĞERLENDİRME
YATIRIM A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu

21 Nisan 2021

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İŞ YATIRIM



ÖNEMLİ

Sermaye Piyasası Kurul'unun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.


Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Penta ile İş Yatırım arasında 15.02.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

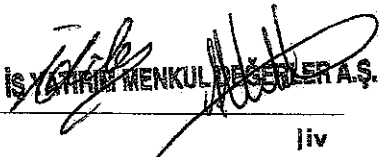
İçindekiler

1. Rapor Özeti	1
1.1. Raporun Amacı	1
1.2. Etik İlkeler	1
1.3. Sınırlayıcı Şartlar	1
1.4. Sorumluluk Beyanı	2
2. Şirket Hakkında Bilgi	3
2.1. Genel Bakış	3
2.2. Tarihçe	3
2.3. Hissedarlık Yapısı	4
2.4. Penta'nın Ürünleri ve Tedarikçileri	4
2.4.1. Ürün Gamı	4
2.4.2. Tedarikçiler	5
2.5. Mali Tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler	8
3. Sektörel Bilgiler	11
4. Büyüme Destekleyen Unsurlar	13
5. Değerleme	16
5.1. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi (İNAA) Yöntemi	16
5.1.1. Penta için İNAA Çalışması	18
5.2. Çarpan Analizi Yöntemi	24
5.2.1. Penta için Çarpan Analizi Çalışması	24
6. Sonuçlar ve Görüş	28
7. Ekler	29


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

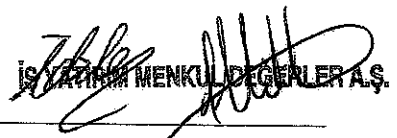
Tablolar

Tablo 1 Tarihçe	3
Tablo 2 Hissedarlık Yapısı	4
Tablo 3 Ürün Sınıfları	5
Tablo 4 Müşterilerin Satışlardaki Payı	6
Tablo 5 Satış Kanallarının Büyüme ve Gelişimi	8
Tablo 6 ABD Doları / TL Kurları	8
Tablo 7 Bilanço	9
Tablo 8 Gelir Tablosu	10
Tablo 9 FAVÖK Hesabı	10
Tablo 10 Net Satış Projeksiyonları	18
Tablo 11 SMM ve Faaliyet Giderleri Projeksiyonları	19
Tablo 12 Yatırım ve Amortisman Harcamaları	19
Tablo 13 Gelir Tablosu Projeksiyonları (\$)	20
Tablo 14 Gelir Tablosu Projeksiyonları (TL)	20
Tablo 15 Kur Tahminleri	20
Tablo 16 Net İşletme Sermayesi Projeksiyonları	21
Tablo 17 Sermaye Maliyeti Hesaplaması	21
Tablo 18 Net Borç Tablosu (2020)	22
Tablo 19 Nakit Akışı için Gerekli Düzeltmeler	22
Tablo 20 İNA Analizi Sonuçları	23
Tablo 21 İNA Analizi – Hassasiyet Çalışması	23
Tablo 22 Penta Benzer Şirket Listesi – Türkiye	24
Tablo 23 Penta Benzer Şirket Listesi - Yurtdışı	25
Tablo 24 Penta Veriler	26
Tablo 25 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Türkiye	26
Tablo 26 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Yurtdışı	26
Tablo 27 Penta FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesaplaması	27
Tablo 28 Çarpan Analizi Yöntemi Sonuçları	27
Tablo 29 Değerleme Yöntemleri Sonuçları	28
Tablo 30 Değerleme Sonucu	28


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kısaltmalar

%	Yüzde
ABD\$	ABD Doları
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
B2B	Business To Business - Firmadan Firmaya
BT	Bilişim Teknolojileri
CAD	Computed aided design - Bilgisayar destekli grafik-tasarım
CPU	Central Processing Unit - Merkezi İşlem Birimi
CRM	Customer Relations Management - Müşteri İlişkileri Yönetimi
DD	Defter Değeri
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasılat
HDD	Hard Disk Drive - Ana Bellek Sürücüsü
IDC	International Data Corporation
IMF	International Monetary Fund
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KDS	Katma Değerli Satıcı
mn	milyon
NİS	Net İşletme Sermayesi
PD	Piyasa Değeri
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SNA	Serbest Nakit Akımları
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı



1. Rapor Özeti

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") ile Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. ("Penta" veya "Şirket") arasında 15.02.2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık yetki sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Etik İlkeler

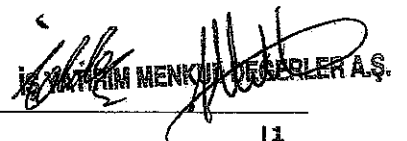
Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

1.3. Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. ("a member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited") tarafından 2018 yılı için ve Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. ("A member firm of Ernst & Young Global Limited") tarafından 2019-2020 yılları için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve İş Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

İş Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere İş Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuk olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.


Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin onayı ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

1.4.Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2. Şirket Hakkında Bilgi

2.1. Genel Bakış

Türkiye'nin önde gelen katma değerli B2B teknoloji distribütörlerinden biri olan Şirket, yurt içinde dağıtımını yürüttüğü 40'tan fazla global marka ile 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. Şirket'in müşterileri, sayısı yaklaşık 9.000'i bulan bayi, perakende satıcı, katma değerli satıcı ("KDS") ve alt dağıtıcılardan oluşmakta olup, bu sayı, 2020 yılında Şirket'ten alım yapmış olan 3.500'den fazla "aktif müşteri"yi içermektedir.

2.2. Tarihçe

Tablo 1 Tarihçe

Tarih	Gelişme
1990	Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret Ltd. Şti.'nin bayi olarak faaliyet göstermek üzere kuruluşu.
1997	Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret Ltd. Şti.'nin tamamen entegre edilmiş, internet erişimli B2B platformu olan Bayinet'in piyasaya sunulması.
2001	Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret Ltd. Şti. unvanının nevi değişikliği sonrası Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret A.Ş. olması.
2003	Şirket'in "Mersa Elektronik ve Teknolojik Ürünler Ticaret A.Ş." unvanı ile, Data Teknik Bilgisayar Sistemleri Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi, Mustafa Ergün, Murat Ülker, Orhan Özokur ve Ali Ülker tarafından kuruluşu.
2005	Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret A.Ş.'nin ilk büyük distribütörlük sözleşmesinin imzalanması.
2008	Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret A.Ş.'nin CNBC-e Business Dergisi'ne ^[1] göre geçmiş 10 yıl için Türkiye'nin en hızlı büyüyen 4'üncü şirketi konumuna gelmesi.
2011	Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret A.Ş. hisselerinin bir kısmının Yıldız Holding tarafından devralınması.
2012	Mersa Elektronik ve Teknolojik Ürünler Ticaret A.Ş. devralan şirket konumunda olmak üzere, Penta Bilgisayar Sistemleri Ticaret A.Ş. ile birleşme (bu birleşmeyle birlikte Şirket'in unvanı da "Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş." olarak değiştirilmiştir) ve Şirket'in hislat açısından Türkiye'de bilgi teknolojileri dağıtım sektörünün en büyük firmalarından biri konumuna gelmesi.
2013	Medyasoft Bilgi Sistemleri A.Ş. firmasının devralınması.
2013	Commonwealth Finance Investment LTD. firmasının bağlı ortaklık olarak satın alınması.
2014	Ekip Elektronik Sistemleri A.Ş. ve Beyaz İletişim Sistemleri Ltd. Şti. firmasının devralınması.
2014	Şirket'in sermayesinin %54,3'ünü temsil eden hisselerin Gözde Girişim tarafından devralınması.
2015	Sayısal Grafik Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmasının devralınması.
2015	Şirket'in Accenture tarafından gerçekleştirilen Dijitalleşme Endeksi sonucunda Bilgi ve İletişim Teknolojileri Ekipmanlarının Toptan Ticareti kategorisinde "Sektör Lideri" olarak seçilmesi ^[2] .
2016	CAPITAL 500 tarafından "Karını En Çok Artıran Şirket" seçilmesi.
2017	Exper Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmasının devralınması.
2016-2020	Bilişim 500 Ödüllerinde Bilgisayar, Sunucu, Veri Yedekleme, Ağ Donanımı gibi kategorilerde "Sektör Lideri" seçilmesi.
2019	Context'in düzenlediği ChannelWatch anketinde "Yılın En İnovatif Distribütörü" ve "Yılın En İyi Lojistik Distribütörü" seçilmesi.
2020	Arlington Investments B.V.'nin hisselerinin tamamının satın alınması.
2020	Arlington Investments B.V.'nin Penta International B.V. olarak unvanının değiştirilmesi.

^[1] CNBC-e Business Dergisi Kasım 2008 sayısı sayfa 40.

^[2] <https://webrazzi.com/2015/11/19/accenture-dijitallesme-endeksi-turkiyede-en-hizli-dijitallesen-sektorler/>

2.3. Hissedarlık Yapısı

Tablo 2 Hissedarlık Yapısı

Hissedar	Pay (TL nominal)	Pay Grubu	Oran (%)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	12.689.600,00	A	40,00
Mustafa Ergün	4.536.532,00	B	14,30
Sinan Güçlü	4.663.428,00	B	14,70
Bülent Koray Aksoy	3.280.262,00	B	10,34
Mürsel Özçelik	3.277.089,00	B	10,33
TOPLAM	31.724.000,00		100,00

2.4. Penta'nın Ürünleri ve Tedarikçileri

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 bir çatı altında toplamak amacıyla, ürün gamını sürekli olarak yenilemektedir.

2.4.1. Ürün Gamı

Şirket'in ürün gamı stratejik olarak 6 hedef ürün sınıfına ayrılmıştır. Bu sınıflar, esas olarak aşağıdaki ürünlerden oluşmaktadır:

- **Bilgisayarlar:** Şirket'in bu ürün sınıfında, çeşitli masaüstü bilgisayarlar, dizüstü bilgisayarlar, hepsi bir arada (all in ones, "AiO") ürünler, mini bilgisayarlar, iş istasyonları ve tabletler yer almaktadır. Penta bünyesinde bilgisayar kategorisinde Dell, HP, MSI ve Lenovo gibi markalar yer almaktadır.
- **Çevre birimi ve aksesuarlar:** Şirket'in bu sınıf altında sunduğu ürünler, çeşitli klavye, monitör, fare, projeksiyon cihazı, harici depolama ürünleri, USB cihazlarını içermektedir. Bu kategorideki markalara Viewsonic, Sandisk ve Logitech örnek olarak verilebilir.
- **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 gibi 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 markalara örnektir.
- **Yazılım:** Yazılım sınıfındaki ürünler, iş uygulama ürünleri, CAD yazılımları, içerik üretim yazılımları, eğlence yazılımları, ara katman yazılımları, geliştirici yazılım araçları, güvenlik yazılımları (güvenlik duvarları, saldırı tespit sistemleri ve şifreleme), veri depolama yazılımlarını içermektedir. Adobe, Autodesk, IBM ve Microsoft gibi markalar bu kategoride yer almaktadır.
- **Yazıcı ve sarf malzemeleri:** Şirket'in sunduğu bu ürün sınıfı, yazıcı ve yazıcı aksesuarlarını, toner, mürekkep kartuşlarını ve fotokopi makinelerini içermektedir. OKI, HP ve Xerox gibi markalar bu kategoride yer alan markalardan birkaçıdır.

Tablo 3 Ürün Sınıfları

ÜRÜN SINIFLARI	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	Toplam Hasıllata Oran (%)	Toplam Hasıllata Oran (%)	Toplam Hasıllata Oran (%)
Bilgisayar	%36,6	%34,2	%36,5
Çevre Birimleri 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

2.4.2. Tedarikçiler

Şirket, faaliyet gösterdiği sektörde Acer, Adobe, Asus, Autodesk, Canon, Dell/EMC, Hewlett Packard Enterprise, HP, Huawei, IBM, Intel, Lenovo, Logitech, Microsoft, MSI, OKI, SanDisk, Seagate, ViewSonic ve Xerox da dâhil olmak üzere, dünyanın birçok global teknoloji şirketinin ürünlerinin dağıtımını yapmaktadır. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Şirket'in Türkiye'de distribütörlüğünü yaptığı 40'ı aşkın marka bulunmaktadır.

Şirket'in dağıtımını yaptığı bazı markaların Türkiye'de birden çok distribütörü vardır. Bazı markalar için ise, Şirket Türkiye'deki tek distribütör konumundadır.

Tek Distribütörlük

Şirket ile tedarikçileri arasında tek distribütörlük sözleşmelerinin imzalanması, Şirket'in tedarikçilerin taleplerini karşılama kabiliyetine, taahhütlerini yerine getirmesine, iş geliştirme girişimlerine, tedarikçilerine özelleştirilmiş çözümler sunmasına ve ayrıca tedarikçilerinin iş stratejilerine bağlıdır.

Şirket, çeşitli markaların Türkiye'deki tek distribütörü konumundadır. Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, aralarında Autodesk, ViewSonic, OKI, Wacom, MSI, Logitech ve Xerox'un da 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.

Pazarlama ve Reklam

Şirket'in pazarlama faaliyetleri, satış ve pazarlama iletişim departmanı olarak faaliyet gösteren ve 5 kişiden oluşan ayrı bir ekip tarafından yürütülmektedir. Bu ekip, hem tedarikçilere ve iş ortaklarına kendi pazarlama aktivitelerinin planlanması ve gerçekleştirilmesinde destek sunmakta hem de Şirket ve/veya tedarikçileri ve/veya iş ortakları için/onlara yönelik pazarlama faaliyetlerinin gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. Satış ve Pazarlama İletişim ekibi, tedarikçilerin ihtiyaçlarına göre tasarlanan, B2B ve/veya B2C odaklı marka pazarlama faaliyetlerini tedarikçi ile birlikte ya da onun adına yürütmektedir. İş ortağı kanalında ise, son kullanıcıya yönelik pazarlama faaliyetlerinin planlanmasından gerçekleştirilmesi ve raporlanmasına kadar, bayilerine uçtan uca operasyon desteği sunarak, tedarikçi marka satış-pazarlama stratejileriyle hizalı son kullanıcı aktivitelerinin hayata geçirilmesini sağlamaktadır. Bu ekibin temel görevleri online ve basılı medya ile yazılı-video içerik/advertorial haber planlaması, online ve basılı medya reklam yönetimi, içerik pazarlaması, dijital pazarlama, web sitesi ve sosyal medya

yönetimi, etkinlik ve sponsorluk yönetimi, pazar araştırması, basın ilişkilerinin yönetimi ve pazarlamaya ilişkin satış geliştirme (arama motoru/online/basılı reklam, radyo ve televizyon aracılığıyla pazarlama gibi) faaliyetleridir.

Müşteriler ve Satış Kanalları

Şirket'in 2020 yılındaki toplam satışlarının %26,4'ünü, Şirket'in en büyük 5 müşterisine yapılan satışlar oluşturmaktadır. Bununla birlikte, geçtiğimiz yıllarda Şirket'in gelir kaynaklarının genişlemesiyle, bu 5 büyük müşterinin toplam satışlardaki payında aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere düşüş yaşanmıştır:

Tablo 4 Müşterilerin Satışlardaki Payı

Müşteriler (ilgili yıldaki satışların yüzdesine göre sıralanmıştır)	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	(Satışların %'si olarak)		
İlk 5 müşteri	31,4	28,6	26,4
6 ila 20. sıradaki müşteriler	17	21,6	25,2
21 ila 100. sıradaki müşteriler	26,8	26,8	27,6
101 ila 500. sıradaki müşteriler	18,2	17,8	16,4
501 ila 5.000. sıradaki müşteriler	6,6	5,2	4,4

Şirket, ticari pazarlarda veya tüketici pazarlarında doğrudan nihai kullanıcılara satış yapmamakta, bunun yerine satış kanallarındaki iş ortaklarıyla çalışmaktadır. Şirket ürünlerini, tedarikçilerden doğrudan ve yüklü miktarlarda satın almakta ve aşağıda belirtilen 4 satış kanalı aracılığıyla pazarlamaktadır:

- **Perakende Satıcılar:** Şirket'in perakende müşteri portföyü, temel olarak teknoloji perakende zincirleri (örneğin Teknosa, Vatan ve MediaMarkt) ve e-ticaret siteleridir (örneğin Hepsiburada). Bununla birlikte şirket alternatif perakende zincirleriyle de çalışmaktadır. Örneğin; büyük perakende satış mağazaları (örneğin Evkur ve D&R), telekomünikasyon operatörleri (örneğin Turkcell) ve kitle satıcıları (örneğin Migros ve Carrefour). Şirket'in bu perakende satıcılara sattığı ürünler genellikle bilgisayarlar, bilgisayar bileşenleri ile çevre birimleri ve aksesuarlardan oluşturmaktadır. Bu perakende satıcılar, çoğu zaman distribütörlerden hızlı teslimat gibi önemli operasyonel destek talep edebilmektedir. Şirket'in, sektördeki bir numaralı katma değer sağlayıcı konumuna gelme hedefi çerçevesinde, perakende satıcılara satış sonrası takip ve operasyonel destek sağlamaya özgülünmüş ayrı bir ekibi bulunmaktadır. Bu perakende satıcıların birçoğunun ülke çapında mağazaları bulunmakta birlikte, bu mağazalar genellikle İstanbul, İzmir, Ankara gibi büyük kentlerde yoğunlaşmaktadır. Şirket'in, en uzak konumdakiler de dâhil olmak üzere, her bir perakende satış noktasına ürünlerini nakledebilme imkânı, müşterinin yararına olmasının yanı sıra, Şirket'in hizmet kalitesinin de önemli bir unsurunu teşkil etmektedir. Perakende satıcılar genel olarak daha uzun vadeli finansman seçenekleri talep etmektedir.

- **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 sunucu, ağ ürünleri, veri depolama, 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 Şirket'in katma değer sunan teknoloji sağlayıcısı konumunu sürdürebilmek için, satış öncesi ekibi bulunmaktadır. Ayrıca, Şirket'in hem KDS'lere hem de KDS'lerin müşterilerine yönelik kavram kanıtlama çalışmaları ve

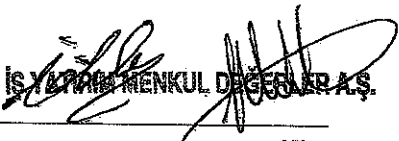
tanıtım etkinliklerini gerçekleştirdiği iki ayrı teknoloji merkezi bulunmaktadır. Bu kaynaklar sayesinde, KDS'lerin teknik ve satış öncesi destek personeline eğitimler verilmektedir.

Müşterilerine düzenli olarak mal tedarik eden KDS'ler, bir yandan da kurumsal müşterilerinin günlük ihtiyaçlarını karşılamak durumunda olduklarından, her müşterinin ihtiyaçlarını anında karşılayabilecek kadar geniş kapsamlı stok bulunduramayabilirler. Şirket'in sunduğu "10'dan 10'a Sevkiyat" hizmeti, KDS'lerine müşterilerinin bu ihtiyaçlarını yerine getirme olanağı sağlamaktadır. Ayrıca, KDS'lere yapılan bazı durumlarda hızlı teslimat ihtiyacı doğduğundan, bu müşterilerle çalışan şirketlerin düzenli olarak yüksek miktarda stok bulundurması gerekmektedir. Şirket, sunduğu "10'dan 10'a Sevkiyat" ve KDS'lere Şirket çatısı altında düşük maliyetli depo alanı sağlayan "Penta Depom" ile müşterilerine bir yandan lojistik destek sağlarken, bir yandan da stok yönetim giderlerini düşürmelerine yardımcı olmaktadır.

- **Bayiler:** Şirket tarafından halihazırda yaklaşık 3.100 bayiye hizmet sağlanmakta olup, işbu bayiler, Şirket'in sayıca 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. Bu durum Şirket'in geniş bir ürün ve hizmet yelpazesi içindeki müşteri ihtiyaçlarına yanıt veren "tek noktadan hizmet" avantajı sunmasını sağlamaktadır. 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 entegrasyon çalışmaları mevcuttur.

Şirket'in sunduğu Bayinet platformu, bayilerin işlerini yürütürken başvurduğu tüm işlem ve süreçlerin merkezidir. Bayinet, sürdürülebilir bir ticari deneyim için gereken tüm uygulama ve bilgileri bayilere sağlamaktadır. Bu sayede Bayinet, hem Şirket'in hem müşterilerinin personel yönetim ve altyapı giderlerini azaltmaktadır. Ayrıca Şirket, bayilerin eğitim ihtiyacı ve taleplerini "Penta Yayın Kuşağı" adını verdiği internet seminerleriyle karşılamaktadır.

- **Alt Dağıtıcı:** Alt dağıtıcılar, distribütörlerden satın aldıkları ürünleri ağırlıklı olarak bayilere satan toptancı müşterilerdir. Alt dağıtıcılar tarafından gelen ürün talepleri, bayi konumundaki kendi müşterilerinin talepleri doğrultusunda belirlenmektedir.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 5 Satış Kanallarının Büyüme ve Gelişimi

	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	Toplam Hasıllata Oran (%)	Toplam Hasıllata Oran (%)	Toplam Hasıllata Oran (%)
Perakende satıcı	36,1	29,8	30,0
Katma değeri satıcı (Kurumsal)	31,4	32,4	27,6
Bayi	16,5	21,8	25,5
Alt dağıtıcılar (Toptan) & Diğer	16,0	16,0	16,9
Toplam	100,0	100,0	100,0

2.5. Mali Tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler

Şirket'in, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren mali yıllarına ilişkin ABD Doları bazında hazırlanmış konsolide finansal durum tabloları ve anılan dönemler itibarıyla konsolide kar veya zarar tablolarından seçilen önemli mali kalemler aşağıda yer almaktadır.

Şirket operasyonlarında (alım-satım) ağırlıklı olarak ABD Doları kullanmaktadır. ABD Doları 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 Doları olarak belirlemiştir.

Şirket'in işlevsel para birimi ABD Doları olmakla birlikte, sunum para birimi TL cinsinden ifade edilmiştir.

İşlevsel para biriminden sunum para birimine dönerken kullanılan kurlar ve yöntemler aşağıda belirtilmiştir.

Konsolide finansal durum tablosu kalemleri (özkaynaklar hariç), raporlama tarihi itibarıyla TCMB ABD Doları alış kuruyla TL'ye çevrilmiştir. Özkaynak kalemleri ise tarihi değerleri ile gösterilmiştir. Gelir ve giderler ile nakit akımları, sunulduğu her dönem için yıllık ortalama döviz kurundan çevrilmiştir. Bu çevrimden doğan çevrim karı/zararı, özkaynaklar altındaki "yabancı para çevrim farkları" hesabında yer almış ve diğer kapsamlı gelirin ayrı bir unsuru olarak muhasebeleştirilmiştir.

31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla ve her bir dönem için dönem sonu ve yıllık ortalama ABD Doları/TL kurları aşağıda belirtilmiştir:

Tablo 6 ABD Doları / TL Kurları

ABD DOLARI/TL KURLARI	31 Aralık		
	2018	2019	2020
ABD Doları/TL - bilanço tarihi itibarıyla	5,2609	5,9402	7,3405
ABD Doları/TL - dönemsel ortalama	4,8304	5,6712	7,0090

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 7 Bilanço

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	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	ABD Doları	ABD Doları	ABD Doları
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 Kapsamli 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

Tablo 8 Gelir Tablosu

KAR / ZARAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	ABD Doları	ABD Doları	ABD Doları
Hasılat	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

(*) Şirket'in 2020 yılında katlandığı "Tek Seferlik Gider" tutarı olan 8.069.646 ABD Doları'nın etkisinden arındırılmış 2020 yılı ABD Doları cinsinden Vergi Öncesi Kar tutarı 12.279.980 ABD Doları'dır.

Tablo 9 FAVÖK Hesabı

	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%

3. Sektörel Bilgiler

Şirket, Türkiye’de teknoloji ürünlerinin B2B dağıtımını (distribütörlüğü) sektöründe faaliyet göstermektedir. Türkiye’de bilgi teknolojileri ürünleri ticareti yapan çok sayıda ve farklı profillerde firmalar olması sebebiyle tedarikçiler distribütörler üzerinden pazara açılmayı tercih etmektedirler.

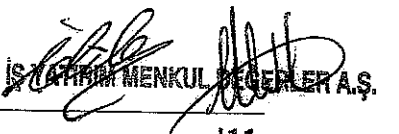
Söz konusu dağıtım modeli, müşterilere Penta gibi distribütörlerden faydalanarak masraflarını azaltma ve daha verimli çalışma olanağı sağlamaktadır. Distribütörler tarafından sağlanan bu hizmetler; birden fazla üreticinin ürünlerini içeren çözümleri, ürün konfigürasyon imkanı, pazarlama desteği, farklı ödeme seçenekleri, teknik destek çözümleri, lojistik ve stok yönetimini içine alan geniş bir kapsama sahiptir.

Şirket’in müşterileri, ürün tedariki, lojistik, finansman, pazarlama ve teknik destek ihtiyaçlarının önemli bir kısmını karşılayan ve satın alma maliyetlerini birden fazla tedarikçiye bölen Penta gibi distribütörlerin hizmetlerinden yoğun olarak faydalanmaktadır. Bu nedenle müşteriler, tedarikçi ile aralarında doğrudan bir ilişki bulursa dahi çoğu zaman distribütörler aracılığıyla alım yapmayı tercih etmektedirler.

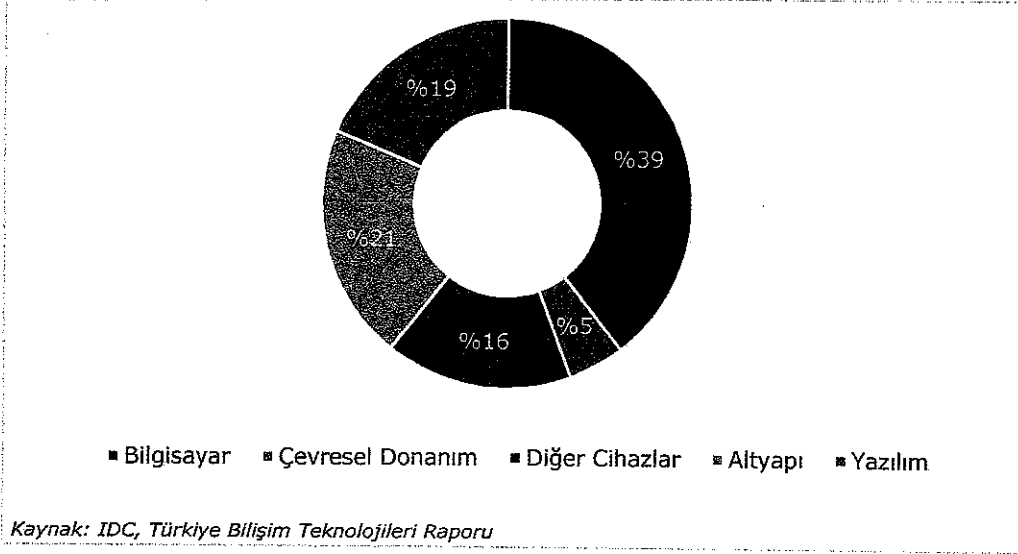
Teknoloji ürünleri dağıtım sektörü, müşterilerin ve tedarikçilerin ihtiyaçlarını geniş bir çerçevede karşılamayı sürdürmektedir. Bazı tedarikçiler belli müşteri ve ürün segmenti açısından müşterilere ve nihai kullanıcılara doğrudan satış yapmayı tercih etse de Şirket yönetimi, tedarikçilerin büyük çoğunluğunun farklı ürünleri ve müşterileri yönetme yetkinliğine sahip, finansal çözüm seçenekleri sunabilen, geniş bir pazara erişim imkânı veren, satış öncesi ve sonrası desteği sunan ve ürünleri uygun maliyetle ve etkin bir şekilde teslim eden distribütörlerle çalışmaya devam edeceğini düşünmektedir.

Sektördeki Rekabet Ortamı

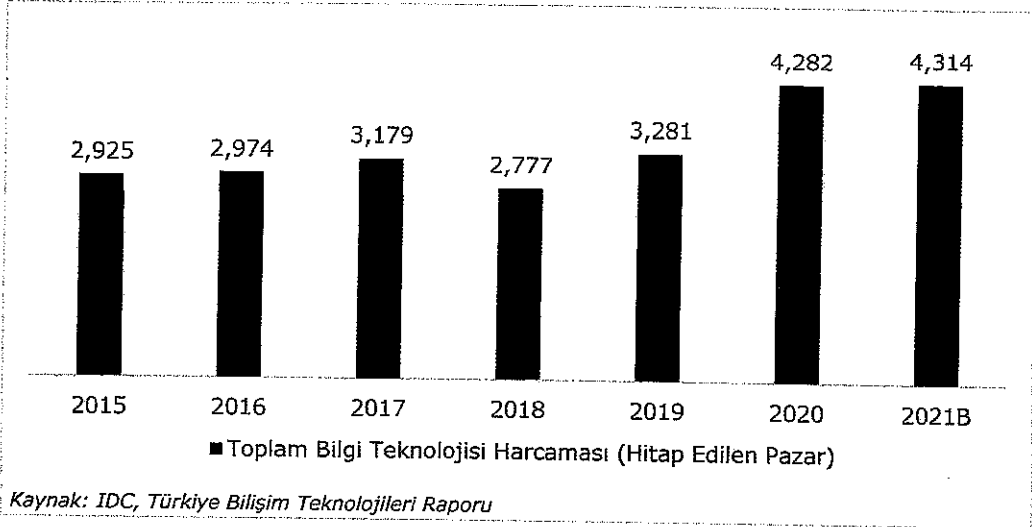
IDC verilerine göre Türkiye’deki bilgi teknolojisi harcamaları (cihazlar, altyapı ve yazılımları dâhil, ancak hizmetler hariçtir) 2020 yılında yaklaşık 4,3 milyar ABD Doları olarak öngörülmüştür. Bu tutarın yaklaşık 2,6 milyar ABD doları oluşan kısmı cihazlara (akıllı telefonlar hariç), yaklaşık 797 milyon ABD Doları yazılıma (uygulama geliştirme hariç), yaklaşık 886 milyon ABD Doları oluşan kısmı ise bilgi teknolojisi altyapısına (Alt yapı servisleri ve telekomünikasyon ekipmanları hariç) yapılan harcamalara ilişkindir. IDC verilerine göre, 2020 yılındaki yaklaşık 4,3 milyar ABD doları tutarındaki bilgi teknolojisi harcamasının %39’u bilgisayar, %19’u yazılım, %21’i altyapı, %16’sı diğer cihazlar ve %5’inin ise çevresel donanım harcamalarından oluştuğu öngörülmüştür.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2020 yılı için ürün kategorisi olarak şirket'in hitap ettiği pazar



Bilgi teknolojileri harcamalarının gelişimi (milyon ABD Doları)



Yine IDC verilerine göre Türkiye'deki bilgi teknolojisi harcamaları (cihazlar, altyapı ve yazılımlar dahil, ancak hizmetler hariç olmak üzere) 2018 yılındaki kur dalgalanması sebebiyle meydana gelen düşüş haricinde 2015 yılından 2020 yılına %6,6 YBBO yakalamıştır. Özellikle son dönemde Türkiye pazarındaki tüketicilerin bilgi teknolojileri ürünlerine olan talebindeki artış ile birlikte 2019 ila 2020 yılları arasında sektörün yaklaşık %31 büyüme gösterdiği öngörülmektedir. 2021 yılının da 2020 yılı ile benzer iş hacminde olacağı IDC tarafından öngörülmektedir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4. Büyümeyle Destekleyen Unsurlar

Şirket'in gelişen bir ekonomide dönüşüm geçiren sektör içinde ölçek ekonomisinden yararlanması

Türkiye'deki mevcut ekonomik ve demografik eğilimler, bilgi teknolojileri sektörünün büyümesi açısından elverişli durumdadır. Geçtiğimiz yıllar içinde büyüyen Türk ekonomisi, 2016 ile 2019 yılları arasında GSYİH açısından ulaştığı %5,3'lük YBBO ile, aynı dönemdeki %5,3'lük global YBBO'ya paralel ilerlemiş ve Avro Bölgesi'nde görülen %4,7'lik YBBO'ya kıyasla daha yüksek derecede yüksek bir GSYİH oranına erişmiştir (Kaynak: IMF World Economic Outlook Database).

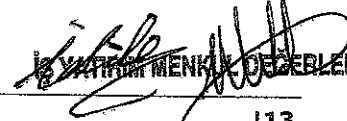
Aynı dönem içinde Türkiye nüfusu %1,3'lük bir YBBO ile artarak 84,1 milyona ulaşmış olup, bu oran da ilgili dönemde çoğu Avrupa Birliği ülkesine kıyasla (%0,2 YBBO) yüksek bir orandır (Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, Eurostat).

Geçtiğimiz yıllarda Türkiye genelinde harcanabilir gelir de artış göstermiş, 2016 ile 2019 yılları arasında hane başına düşen harcanabilir brüt gelirden %13,1'lik bir YBBO ile artış görülmüştür. (anket yılı 2019 referans yılı 2018).

Bunlara ek olarak, Türkiye'deki dijital farkındalık da artmış ve 2016 yılında %76 olan internet erişimine sahip hane oranı kayda değer bir artış göstererek 2020 yılında %91'e ulaşmıştır (Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu). Türkiye'de hane halkı bazında bilişim teknolojilerin bulunma oranı bakıldığında ise, 2020 yılında masaüstü bilgisayar bulunan hane halkları oranı %16,7, taşınabilir bilgisayar bulunma oranı %36,4, tablet bilgisayar %22 ve akıllı televizyon bulunma oranı ise %33,8 olarak gerçekleşmiştir. Taşınabilir diğer cihazların bulunma oranları düşük olmasına rağmen, akıllı telefon bulunan hane halkı oranı 2020'de %99,4 olarak belirtilmiştir. (Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu)

Türkiye'nin gelişen ekonomisine paralel olarak, 2018 ile 2020 yılları arasında Türkiye'deki bilgi teknolojileri sektöründe (bilgisayarlar, yazılım (uygulama geliştirme ve dağıtım hariç) ve altyapı (altyapının servis olarak sunulması ve telekomünikasyon cihazları hariç)) de %15,5'lik bir YBBO ile artış öngörülmüştür. Bu büyüme, başta cihazlar (cep telefonları hariç) harcamaları olmak üzere yazılım (uygulama geliştirme ve dağıtım hariç) ve altyapı (telekomünikasyon cihazları hariç) harcamalarının büyümelerine dayanmaktadır (Kaynak: IDC Türkiye Bilgi Teknolojileri Sektörüne Genel Bakış (Overview of IT market in Turkey) Raporu). IDC verilerine göre, cihazlar (cep telefonları hariç), yazılım (uygulama geliştirme ve dağıtım hariç) ve altyapı (telekomünikasyon cihazları hariç) harcamaları 2018 yılında sırasıyla 1,784 milyon ABD Doları, 706 milyon ABD Doları ve 739 milyon ABD Doları iken, 2020 yılında yine sırasıyla 2,599 milyon ABD Doları, 797 milyon ABD Doları ve 886 milyon ABD Doları'na ulaşması öngörülmüştür.

Şirket şimdiye kadar başarılı ve istikrarlı bir şekilde büyümüş ve hem organik hem inorganik büyüme yoluyla ürün gamına yenilerini eklemiştir. Şirket'in yakın geçmişteki büyümesinin başlıca sebepleri, ürünlerinin dağıtımını sağladığı tedarikçi sayısının artması, rakip dağıtımçıların sayısının azalması ve Şirket'in mevcut tedarikçilerinin işlerinin genişlemesiyle birlikte ürün yelpazelerinin de büyümesi olmuştur. Şirket, başlıca tedarikçileriyle (örneğin Logitech, MSI, HP, Lenovo) olan ilişkilerini güçlendirmeye yönelik çabaları sayesinde, bu tedarikçilerin işlerindeki büyüme ve genişlemeden kendisi de fayda sağlamıştır. Şirket'in Logitech ile olan iş ilişkisi, aksesuar ürünlerinin yanı sıra video konferans ürünlerini de içerecek şekilde genişletilmiştir. Şirket'in Lenovo ile olan iş ilişkisi başlangıçta sadece bilgisayar dağıtımından ibaretken,


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

zamanla Lenovo'nun Türkiye'deki sunucu işlerini de kapsayacak şekilde gelişmiş olup, şu anda Lenovo'nun tüm kategorilerinde yer alan ürünlerini kapsamaktadır.

Şirket, bunlara ek olarak şirket satın almaları ve birleşmeler yoluyla büyümüştür. Söz konusu satın almalar ve birleşmeler, Şirket'in sektördeki konumunu daha da güçlendirmiştir. Geçtiğimiz yıllarda, Penta Bilgisayar ve Mersa birleşmiş (2012) ve aralarında Medyasoft (2013; Yıldız Holding ve bir diğer pay sahibinin pay sahibi olduğu şirket), Beyaz İletişim ve Ekip Elektronik (2014; kendi yöneticilerinin pay sahibi olduğu şirketler), Sayısal Grafik (2015; Sayısal Grafik'in yöneticilerinin pay sahibi olduğu şirket) ve Exper Bilgisayar'ın (2017; Yıldız Holding iştiraki) da yer aldığı çeşitli şirketlerle birleşme ve satın almalar gerçekleştirilmiştir. Bu birleşme ve satın almalar, Şirket'e tamamlayıcı ve benzersiz iş olanakları sunmuş, ek sektör deneyimi ve uzmanlık bilgisi (know-how) katmış ve birleşme ve devralma konusu şirketlerin portföyleri kanalıyla Şirket'in mevcut portföyünü destekleyecek yeni tedarikçi ve müşteri sözleşmeleri kazandırmıştır.

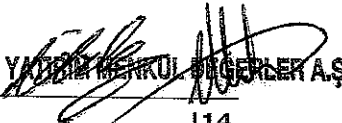
Güçlü marka portföyü, ürün ve müşteri çeşitliliği

Şirket'in, dünya çapındaki teknoloji liderlerinin markalarından ve geniş bir ürün yelpazesinden oluşan ve birtakım tedarikçilerin fiiliyatta tek distribütörlüklerini de içeren güçlü bir portföyü bulunmaktadır. Şirket'in ürün yelpazesinin tedarikçileri arasında, HP, Lenovo, Intel, IBM ve Microsoft gibi dünya çapında markalar yer almaktadır. Şirket ayrıca dünya çapındaki bazı markaların tek distribütörü olma avantajına sahiptir. Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, aralarında Autodesk, ViewSonic, OKI, Wacom, MSI, Logitech ve Xerox'un da yer aldığı 15 tedarikçi ile 22'den fazla ürün grubu için tek distribütörlük ilişkileri bulunmaktadır. 2020 yılında bu distribütörlükler kapsamında yapılan satışlar, Şirket hasılatının kayda değer bir kısmını oluşturmuştur.

Yukarıdakilere ek olarak, Şirket, ürün yelpazesini piyasada yüksek talep gören kategorilerde geliştirebilmektedir. Bu çerçevede Şirket'in çoğunlukla bireysel ürünlerden oluşan, uzaktan çalışma ve eğitim ürünlerini içeren Bilgisayar, Çevre Birimleri ve Aksesuarlar ve Bilgisayar Bileşenleri kategorileri 2019 yılında sırasıyla %34,2, %15,6 ve %13,8 iken 2020 yılında sırasıyla %36,5, %17,0 ve %16,5 olmuştur. Bununla birlikte ürün gamındaki fırsatlara benzer şekilde pazarda farklı müşteri gruplarında da büyümeler gerçekleşmiştir. Şirket'in müşteri gruplarına özel sunduğu katma değerli hizmetlerin de bir sonucu olacak şekilde 2019 yılında bayi kanalı, içerisinde yer alan pazaryeri kategorisi ile birlikte, %21,8 iken 2020 yılında %25,5'e yükselmiştir. Pazarın ana kategorilerde büyümesi ile birlikte gelecekte olabilecek yan kategorilerdeki büyüme fırsatlarına da hazırlanmaktadır.

Şirket ayrıca belli müşteri gruplarına bağımlılığını azaltarak müşteri portföyünü daha dengeli bir hale getirmeyi hedeflemekte olup, en büyük 5 müşteriye yapılan satışların oranı 2018 yılında %31,4 iken 2020 yılında bu oran %26,4'e düşmüştür.

Şirket, elinde bulundurduğu marka portföyü, yaygın müşteri ağı ve tedarikçiler ile hizalı stratejileri sayesinde 2018 yılında IBM Ödülleri (IBM Choice Awards) kapsamında "Yılın Distribütörü" ödülüne, HP tarafından "Kanal Ağına En Çok Büyüten Dağıtıcı" ve Lenovo tarafından "En Yaygın Satış Yapan Distribütör" ödüllerine layık görülmüştür. Ayrıca 2019 yılında Logitech tarafından "2019 Başarı Ödülü" ve Lenovo tarafından "Yılın En Yüksek Ciro Yapan Distribütörü" olarak ödüllendirilmiştir. 2020 yılında ise yine Logitech tarafından "Yılın Dağıtıcısı-Video Konferans Çözümleri ve Huawei tarafından "10 Yıl – Kurumsal Çözümler Özel Katkı Ödülü" ve "En Yüksek Distribütör Proje Ciro" ödüllerine layık görülmüştür.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


Dijitalleşme sayesinde kapsamlı, yenilikçi ve entegre edilmiş hizmet sunumu

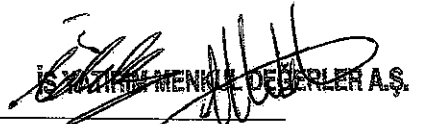
Şirket, değer zinciri sayesinde, teknoloji ürünlerinin satışının bir parçası durumundaki tüm taraflara entegre bir hizmet sunmaktadır. Bazı tedarikçilerle olan çift taraflı SAP entegrasyonu, Şirket'in otomatikleştirilmiş işlemlerinin sayısını arttırmasına ve işlemleri ve işlem mutabakatlarını etkin bir şekilde yerine getirmesine olanak sağlamaktadır. Şirket ayrıca, müşterilere sunulan dijitalleştirilmiş hizmetler sayesinde müşterilerin çeşitli taleplerini karşılayabilmek adına esnek çözümler sunmaktadır. Bu çerçevede, ürün siparişleri, Şirket'in B2B platformunu oluşturan ve müşterilere hem sipariş verme hem siparişlerini takip etme imkânını sunan Bayinet üzerinden yönetilmektedir. Müşterilere daha iyi çözümler sunabilmek amacıyla, müşteri ilişkileri Microsoft CRM üzerinden de izlenmektedir. Bunlara ek olarak, Şirket'in abonelik yönetim sistemi (PAY) ve teslimat yönetim sisteminin Bayinet'e entegre edilmesi aracılığıyla sipariş sunumlarını ve Şirket'in müşterileriyle nihai kullanıcıları arasındaki ödemeleri kolaylaştırmaya yönelik çözümler sağlanmaktadır. Bu değer zinciri entegrasyonunun ilgili tüm tarafların yararına olduğu düşünülmektedir. Bu sayede Şirket'in tedarikçilerine etkili bir pazar erişimi sağlanırken, Şirket müşterileri tek noktadan hizmet almakta, nihai kullanıcılara hızlı bir şekilde teslimat sağlanmakta ve Şirket'in de karlılığı artmaktadır.

Sürdürülebilir karlılık ve operasyonel nakit akışı dönüşüm oranları

Sektörel ortalamaya göre yüksek kâr marjlarının, operasyonel mükemmellik ve sıkı maliyet kontrolü sayesinde elde edildiği düşünülmektedir. Brüt kâr ve FAVÖK marjlarındaki artış trendi sürdürülmüştür. Şirket'in 2018 yılı itibarıyla %6,5 olan brüt kâr marjı 2020 yılında %7,5'e çıkarken, 2018 yılında %3,8 olan FAVÖK marjı 2020 yılında %5,6'ya ulaşmıştır. Söz konusu büyüme sıkı bir maliyet kontrolüyle de desteklenmiş olup, Şirket'in maliyet kontrolüne yönelik çabalarıyla işletme maliyetlerinin (genel yönetim giderleri ve satış, dağıtım ve pazarlama giderleri) hasılatı oranı 2018 yılında %2,8 iken 2020 yılında %2,1'e gerilemiştir. Bunlara ek olarak Şirket'in borçluluk oranı istikrarlı bir şekilde azaltılmış olup, 2018 yılında 4,2x olan net finansal borç /FAVÖK çarpanı 2020 yılında 2,1x'e gerilemiştir. Bunların sonucunda yüksek miktarda nakit üreten bir iş modelinin oluşturulduğu ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışının 2018 yılında 163,6 milyon TL iken 2020 yılında 223,2 milyon TL'ye yükselmesinin de bunu gösterdiği düşünülmektedir. Ayrıca Şirket, bir yandan daha kârlı ürün gruplarına ve müşterilere yönelip, diğer yandan da halka arzın net getirisiyle düşüreceği borç tutarı sayesinde borçluluk oranını azaltıkça, kâr marjlarının daha da artma potansiyelinin olduğunu düşünmektedir.

Şirket'in yürütmekte olduğu bilgi teknolojileri ürünlerinin dağıtımını, kayda değer miktarda işletme sermayesi gerektiren, dolayısıyla etkin bir işletme sermayesi yönetimini gerektiren bir faaliyettir. Bu çerçevede, Şirket'in işletme sermayesi yönetiminde geçtiğimiz yıllarda olumlu gelişmeler sağlanmıştır. Bu gelişmeler, hem daha etkin bir alacak yönetiminin yürütülmesi hem de 2018 ile 2020 yılları arasında işletme sermayesi/net satış oranında sağlanan gerileme (2018 yılında %23,4 olan oran, 2020 yılında %17'ye gerilemiştir) sayesinde elde edilmiştir. Belirtilenlere ek olarak, stok ve borç seviyelerinin optimizasyonunun sürdürülmesi ile, Şirket'in nakit dönüşüm döngüsünün daha da iyileştirilmesi beklenmektedir.

Şirket'in hasılat, brüt kar ve FAVÖK açısından önemli bir büyüme ortaya koyduğunu düşünülmektedir. Hasılat açısından, 2018 ile 2020 yılları arasında %26,6'lık bir YBBO yakalanmıştır. Şirket'in büyümesi, brüt kar ve FAVÖK'te kayda değer artışlardan da görülmektedir. 2018 ve 2020 yılları arasında TL bazında brüt kar %36,1'lik bir YBBO ile, FAVÖK ise %52,4'lük bir YBBO ile artmıştır.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5. Değerleme

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1'de de belirtildiği üzere Maliyet Yaklaşımı işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Penta'nın kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Bu raporda Penta'nın pay başına değeri hesaplanırken aşağıdaki yöntemler kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı kapsamında - İndirgenmiş Nakit Analizi Akışları (İNAA) Yöntemi
- Pazar Yaklaşımı kapsamında - Çarpan Analizi Yöntemi

5.1.İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi (İNAA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metot olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

Net Bugünkü Değer:

$(\text{Gelecekteki Nakit Akışı}) / (1 + \text{İndirgenme Oranı})^{(\text{Nakit Akışının Yılı} - \text{Mevcut Yılı})}$

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı =

Faaliyet Karı*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” kullanılır.

$$r = E / (D+E) \times re + D / (D+E) \times rd \times (1 - t)$$

$r = AOSM$

$re = \text{Özsermaye Maliyeti}$

$rd = \text{Borçlanma Maliyeti}$

$E = \text{Özsermaye Değeri}$

$D = \text{Finansal Borç Değeri}$

$t = \text{Kurumlar Vergisi Oranı}$

$E/(D+E) = \text{Sermaye yapısındaki özkaynak oranı, } D/(D+E) = \text{Sermaye yapısındaki fin. borç oranı}$

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$re = rf + \beta \times (rm - rf)$$

$re = \text{Özsermaye Maliyeti}$

$rf = \text{Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)}$

$rm = \text{Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi}$

$rm - rf = \text{Piyasa Risk Primi}$

$\beta = \text{Beta} = \text{ilgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi} - \text{hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.}$

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

1) Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

“Projeksiyon Dönemi” olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

2) Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer (“Artık Değer”):

Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve “Artık Değer” olarak isimlendirilir.

Toplam Firma Değeri: Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

Toplam Hisse Değeri: Toplam Firma Değeri – Net Borç + İştirak Hisse Değerleri

5.1.1. Penta için İNAA Çalışması

Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD\$ olduğu için, projeksiyonlar da ABD\$ cinsinden yapılmıştır.

Gelir Tablosu Kalemi Projeksiyonları

Projeksiyon dönemi 2021-2025 olarak belirlenmiştir. Şirket'in gelir tablosu projeksiyonları oluşturulurken ilk önce net satış rakamları tahmin edilmiştir. Bunun için önce 2018-2020 dönemi 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.

Yapılan satış büyüme tahmini rakamlarının toplam pazar büyüklüğü tahmini büyümeleri ile tutarlı olmasına dikkat edilmiştir. IDC çalışmasına göre tüm sektör büyüklüğünün Cihazlar, Altyapı ve Yazılım olmak üzere 3 ana kategoriden oluştuğu kabul edilmiş olup, bu 3 kategorinin ayrı ayrı büyüme tahmini hesaplanmış ve toplam pazar büyüklüğüne ulaşılmıştır. IDC tahminlerine göre 2019-2024 döneminde bu üç kategori için YBBO sırasıyla %5,3, %5,3 ve %6,9, sektör toplamı için ise %5,6 olacaktır.

Şirket, kişi başına düşen GSYİH büyümesinin özel tüketim ve harcanabilir gelir büyümesine yansımaları ve bu bağlamda Şirket'in ürünlerine olan talebin de artmasını beklemektedir. Ayrıca pandemi döneminde tüm dünyada uzaktan erişim ihtiyaçları artmış, iletişim ve haberleşme büyük ölçüde teknolojik boyuta taşınmıştır. Bu değişikliklerin kalıcı olması beklenmekte ve projeksiyon döneminde Şirket'in satışlarını artırıcı bir etken olarak öne çıkması beklenmektedir.

2018-2020 döneminde %5,1'lik bir YBBO ile büyüyen gelirlerin, sektörü etkileyen pozitif trendler sayesinde projeksiyon döneminde daha yüksek büyüme oranlarına sahip olacağı varsayılmıştır. Net satışların 2021 yılında %9,1, 2022-2025 döneminde ise IDC sektör büyüme beklentileri doğrultusunda %5,6 oranında bir YBBO ile artacağı öngörülmüştür. 2021 yılındaki büyüme oranının daha fazla oluşunun başlıca sebebi pandemi etkisinin satışlara olan pozitif etkisinin kısa vadede devam edeceği beklentisidir. 2021 yılının 2020 yılı ile benzer iş hacminde olacağı IDC tarafından da öngörülmektedir. Bununla beraber Şirket özelinde, 2020 yılı Ocak-Mart döneminde yaklaşık 127 milyon ABD Doları olan net satış tutarının 2021 yılının aynı döneminde %35 büyüme ile yaklaşık 172 milyon ABD Dolar olarak gerçekleşmesi pandemi ile birlikte başlayan artış trendinin henüz etkisini yitirmediğini ve devam ettiğini göstermektedir (2021 rakamları henüz bağımsız denetimden geçmemiştir).

Tablo 10 Net Satış Projeksiyonları

mn \$	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	543	494	600	655	692	731	772	815
<i>büyüme %</i>	<i>-20,9%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>21,5%</i>	<i>9,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>

Projeksiyon dönemi boyunca SMM/Satışlar oranının 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.

2020 yılında verimlilik yönünde kalıcı adımlar atan Şirket (üst düzey yönetici sayısının azalması ile tasarruf sağlanmıştır) bu yıl sonunda faaliyet giderlerinin satışlara oranının önceki 2 yıla göre daha düşük gerçekleşmesini sağlamıştır. Bunun başlıca sebebi dijitalleşme ve iyileşen faaliyet kaldırıcının verimlilik artışı sağlamanın Şirket'in

faaliyet giderlerindeki en büyük kalem olan personel gideri kalemi üzerindeki olumlu etkisi olmuştur. Bu doğrultuda faaliyet giderlerinin satışlara oranı, projeksiyon dönemi boyunca 2019-2020 ortalaması olan %2,5'te sabit tutulmuştur. Buna ek olarak satışların ABD Doları cinsinden olması, faaliyet giderlerinin ise TL cinsinden olması ve faaliyet giderlerinin neredeyse tamamının enflasyon oranına bağlı oluşu da projeksiyon dönemindeki trendi destekler niteliktedir. Geçmiş performansa bakıldığında da, Türkiye'de 2019 ve 2020 yıllarında asgari ücretteki %26 ve %15 oranındaki artışlara rağmen, Şirket'in personel giderlerinin ABD Doları bazında 2019 yılında sadece %5 oranında artmış olup, 2020 yılında ise %8 oranında azalmış olduğu (personel giderleri TL bazında, 2019 yılında %23 ve 2020 yılında %14 oranında artış göstermiştir), personel giderlerinin hasıllata oranının 2018 yılında %1,4 iken; 2019 yılında %1,6 ve 2020 yılında %1,2 olarak gerçekleştiği görülmüştür.

Tablo 11 SMM ve Faaliyet Giderleri Projeksiyonları

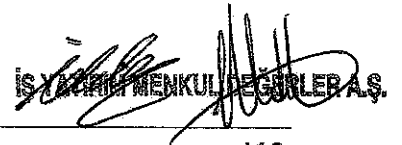
mn \$	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satılan Malın Maliyeti	-508	-458	-555	-607	-641	-677	-715	-755
<i>Satışa Oran</i>	-93,5%	-92,8%	-92,5%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%
Toplam Faaliyet Giderleri	-15	-14	-13	-16	-17	-18	-19	-20
<i>Satışa Oran</i>	-2,8%	-2,9%	-2,1%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%

Projeksiyon dönemi boyunca yatırım giderlerinin toplam satışlara 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.

Tablo 12 Yatırım ve Amortisman Harcamaları

mn \$	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harcamaları	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<i>Yatırım Harc./Satışlar</i>	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Amortisman	1	1	1	1	1	1	1	2
<i>Amortisman/Satışlar</i>	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

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


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 13 Gelir Tablosu Projeksiyonları (\$)

mn \$	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	543	494	600	655	692	731	772	815
Büyüme %	-20,9%	-9,0%	21,5%	9,1%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
SMM	-508	-458	-555	-607	-641	-677	-715	-755
SMM/Satışlar	-93,5%	-92,8%	-92,5%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%
Brüt Kar	35	36	45	48	51	54	57	60
Brüt Kar Marjı	6,5%	7,2%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Faaliyet Giderleri	-15	-14	-13	-16	-17	-18	-19	-20
Faaliyet Gid./Satışlar	-2,8%	-2,9%	-2,1%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
FVÖK	20,3	21,5	32,2	32	34	36	38	40
FVÖK Marjı	3,7%	4,4%	5,4%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Amortisman	1	1	1	1	1	1	1	2
FAVÖK	21	23	33	33	35	37	39	41
FAVÖK Marjı	3,8%	4,6%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Tablo 14 Gelir Tablosu Projeksiyonları (TL)

mn TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	2.623	2.801	4.207	5.253	6.289	7.275	8.392	9.526
Büyüme %	4,8%	6,8%	50,2%	24,9%	19,7%	15,7%	15,4%	13,5%
SMM	-2.453	-2.599	-3.892	-4.866	-5.826	-6.740	-7.775	-8.825
SMM/Satışlar	-93,5%	-92,8%	-92,5%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%	-92,6%
Brüt Kar	170	202	315	386	463	535	617	701
Brüt Kar Marjı	6,5%	7,2%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Faaliyet Giderleri	-72	-80	-90	-131	-157	-182	-210	-238
Faaliyet Gid./Satışlar	-2,8%	-2,9%	-2,1%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
FVÖK	98	122	225	255	306	354	408	463
FVÖK Marjı	3,7%	4,4%	5,4%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Amortisman	2,8	7,1	8,6	10	12	14	16	18
FAVÖK	101	129	234	265	317	367	424	481
FAVÖK Marjı	3,8%	4,6%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Projeksiyon dönemi boyunca kullanılan kur tahminleri aşağıda yer almaktadır:

Tablo 15 Kur Tahminleri

	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
TL/Dolar (ortalama)	4,83	5,67	7,01	8,02	9,09	9,96	10,87	11,68
TL/Dolar (yıl sonu)	5,26	5,94	7,34	8,70	9,48	10,43	11,32	12,05

Kaynak: İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı

Projeksiyon dönemi boyunca nakit döngüsü gün sayılarında bir değişiklik öngörülmemektedir. Prokesiyon dönemi için kullanılacak gün sayıları 2019-2020 ortalama rakamıdır. 2020 sonunda %16,2 olan NİS/Satışlar oranının, projeksiyon döneminde %19,6 seviyesinde olacağı öngörülmektedir.



Tablo 16 Net İşletme Sermayesi Projeksiyonları

milyon \$	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ticari Alacak Tahsilat Süresi - Gün Sayısı	80	81	76	79	79	79	79	79
Stok Devir Hızı - Gün Sayısı	55	39	31	35	35	35	35	35
Ticari Borç Ödeme Süresi - Gün Sayısı	55	38	47	43	43	43	43	43
Nakit Döngüsü Gün Sayısı	80	82	60	71	71	71	71	71
Ticari Alacaklar	102	118	133	141	149	158	167	176
Stoklar	53	45	50	58	62	65	69	73
Ticari Borçlar	38	59	86	71	75	80	84	89
NİS	116	105	97	128	136	143	151	160
NİS/Satışlar	21,4%	21,2%	16,2%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması (AOSM)

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.

Şirket'in mevcut durumdaki ortalama borçlanma maliyeti %6,8'dir. 2021 yılında bu oranın devam edeceği, 2022 yılı ortasından başlayarak ise devam eden yıllarda ise risksiz faiz oranından belirli bir prim ile yukarıda olacağı varsayılmıştır.

Şirket'in borçluluk oranının yarattığı nakit sayesinde 2021 yılından başlayarak azalacağı ve uzun vadede benzer şirketlerde görülen %20 oranına yakınsayacağı varsayılmıştır.

Sermaye Betası için, çarpan analizi yönteminde de medyan hesabında kullanılan Arena ve İndeks Bilgisayar'ın sermaye betası ortalaması olan 1,1 kullanılmış olup, piyasa risk primi ise %6 olarak kabul edilmiştir.

Bu rapor tarihi itibarıyla kurumlar vergisi oranında 2021 ve 2022 yılları için yapılması planlanan değişiklikler, projeksiyonlar yansıtılmış, vergi oranı bu yıllar için %25 ve %23, takip eden yıllar için %20 olarak kabul edilmiştir.

Diğer varsayımlar ve hesaplama detayları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 17 Sermaye Maliyeti Hesaplaması

milyon \$	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%


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Net Borç Hesaplaması

Tablo 18 Net Borç Tablosu (2020)

mn \$	2020
Banka kredileri	0,7
İlişkili taraflara ticari olmayan borçlar	109,2
Finansal kiralama yükümlülükleri (TFRS 16 etkisi)	1,9
Toplam finansal borçlar	111,8
Nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ilişkili taraflardan diğer (finansal) alacaklar (-)	-46,1
Net finansal borç	65,7
Düzeltilmiş Net Finansal Borç - TFRS 16 etkisi hariç*	63,8

*TFRS 16'ya göre kira giderleri gider olarak kaydedilmek yerine aktifleştirilmektedir.

İNA Analizi Sonuçları

İNA analizi gerçekleştirilirken, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel ve makroekonomik beklentiler dikkate alınmıştır. Bununla birlikte İzahname'de yer verilen risklerin Şirket'in faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği, Şirket'in yönetimi ve kilit kadrosunda faaliyetlere olumsuz etki edecek bir değişiklik olmayacağı ve Türkiye ve Dünya ekonomilerinde Şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyecek dalgalanmalar olmayacağı varsayılmıştır.

İNAA projeksiyonları geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemekte olup, birçok parametreye bağlıdır. Projeksiyonlarda meydana gelen değişiklikler farklı özsermaye ve paybaşına değerleri ile sonuçlanabilir.

Yukarıdaki bölümlerde açıklanan FVÖK tahminleri üzerinden bazı ek düzeltmeler yapılmıştır. Mevcut durumda finansal giderler altında sınıflandırılan üç kalem ve TFRS 16 düzenlemelerine göre kira gideri olarak sınıflandırılmayan ve aktifleştirilen kira gideri kaleminin etkileri de nakit akışına yansıtılmıştır. Bu kalemler ileriye yönelik olarak hesaplanırken, İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün enflasyon, mevduat faizi ve para piyasası faiz oranı tahminlerinden faydalanılmıştır. Geçmiş trendler analiz edildiğinde, kredi kartı komisyon giderlerinin mevduat faiz oranı büyümesinden, erken ödeme indirimi ve teminat mektubu giderleri kaleminin ise hem satış büyümesinden hem de para piyasası faiz oranı büyümesinden etkilendiği görülmüştür. Bununla beraber, projeksiyon döneminde şirketin sermaye yapısındaki iyileşme sayesinde, önümüzdeki yıllarda teminat mektubu giderlerinde gerçekleşeceği tahmin edilen düşüşü yansıtabilmek adına bir indirim uygulanmıştır.

Tablo 19 Nakit Akışı İçin Gerekli Düzeltmeler

mn \$	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Kredi Kartı Kom. Giderleri	1,0	1,1	0,9	0,7	0,6	0,6
Erken Ödeme İndirimi	1,9	1,8	1,6	1,6	1,8	1,8
Teminat Mektubu Giderleri	1,3	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3
Finansal Giderlere İlişkin Düzeltmeler	4,2	3,8	3,1	2,8	2,9	2,6
TFRS 16 Kira Giderine İlişkin Düzeltmeler	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Toplam Düzeltmeler	5,0	4,7	3,9	3,7	3,8	3,5


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Uç Değer Hesabı

Uç değer hesabında kullanılan büyüme oranı, Şirket'in fonksiyonel para biriminin ABD Doları olması da gözönüne alınarak %2 olarak kabul edilmiştir.

Uç değer hesabı yapılırken, muhafazakar bir yaklaşım izlenmiş, uzun vadede normalize olacak FVÖK marjı 2019-2025T ortalaması olan %4,9 olarak kabul edilmiş ve uç değere baz teşkil edecek nakit akışı bu orana göre hesaplanmıştır.

İNA analizi ile elde edilen projeksiyonlara aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 20 İNA Analizi Sonuçları

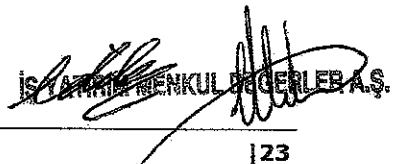
mn \$	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
FVÖK	32	34	36	38	40
Ek Düzeltmeler	-5	-5	-4	-4	-4
(-)Vergi Ödemeleri	-8	-8	-7	-8	-8
(+)Amortisman	1	1	1	1	2
Faaliyetlerden Nakit Akışı	20	22	26	28	29
(-)NİS Değişimi	-31	-7	-8	-8	-9
(-)Yatırım Harcamaları	-1	-1	-1	-1	-1
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-12	15	18	19	20
SNA Bugünkü Değer	-11	12	14	13	13
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 \$)					167
Özsermaye Değeri (mn TL)*					1.350

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

Tablo 21 İNA Analizi – Hassasiyet Çalışması

	ÖZSERMAYE DEĞ. (TL)	Büyüme Oranı		
		1,5%	2%	2,50%
AOSM	8,6%	1.245	1.333	1.431
	7,6%	1.261	1.350	1.449
	6,6%	1.278	1.368	1.468

İNA analizi sonucu bulunan özsermaye değeri 1.350 mn TL olarak kabul edilmiştir.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5.2.Çarpan Analizi Yöntemi

Bu yöntemde şirket değeri, sermaye piyasalarında rayiç değeri oluşmuş olan benzer şirketlerin ilgili çarpanlarının değerlemeye konu olan şirketin ilgili verileriyle çarpılmasıyla hesaplanmaktadır.

Avantajları: Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metotlardan biridir.

Dezavantajları: Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerlendirme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Çarpan Yöntemi'nde genelde bir değer "aralığı" belirlenir.

Çarpan analizinde en çok kullanılan çarpanlar aşağıdaki gibidir:

- FD/Satışlar (Firma Değeri Satışlar Oranı)
- FD/FAVÖK (Firma Değeri FAVÖK Oranı)
- F/K (Fiyat Kazanç Oranı)
- PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri)

5.2.1. Penta için Çarpan Analizi Çalışması

Çarpan Analizi Çalışması için hem Türkiye hem Dünya borsalarında benzer işlem gören şirketler incelenmiş, toplam piyasa büyüklüğü 10 milyar ABD\$'ın altında olan şirketler baz alınarak bir değerlendirme çalışması yapılmıştır. Değerlemeye konu şirket listesi aşağıdadır:

Tablo 22 Penta Benzer Şirket Listesi – Türkiye

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	Açıklama
Arena	182	Yurtiçi ve yurtdışı satıcılardan tedarik ettiği bilgisayar donanımı, yazılım ürünleri ve yedek parçalarının yurtiçinde satış, dağıtım ve bakım-onarım hizmetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca, iş ortaklarının yazılım ve yönetilen hizmetlerde iş fırsatları yaratmasına yardımcı olan satış öncesi ve satış sonrası teknik destek, eğitim ve ödeme olanaklarına sahip uçtan uca bir bulut hizmetleri platformu olan Bulutum.com'u, iletişim ve etkileşim portalı olan Pencere.com'u, inşaat malzemeleri, denizcilik malzemeleri, boya, sağlık ekipmanları, müzik aletleri, makineler, yedek otomotiv parçaları ve diğerleri gibi çeşitli sektörlerdeki B2B, B2B2C ve B2C firmalarına ödeme, tahsilat ve finansal çözümler sunan Paynet hizmetlerini sunmaktadır.
Armada	183	İş ortakları aracılığıyla son kullanıcılara BT ürünleri ve çözümleri sunmaktadır. Şirket, Aptec Holdings Limited'in bir iştirakidir.
Despec	29	Türkiye genelinde bilgisayar firmalarına, kırtasiyecilere ve bilişim marketlerine ihtiyacı duyulan Bilişim Teknolojileri tüketim malzemelerini (toner, mürekkep kartuş, şerit, yedekleme ürünleri, kağıt ürünleri, aksesuar vb) distribütör olarak dağıtmaktadır. Şirket Datagate'in iştirakidir.
Datagate	48	Bilgi teknolojisi ürünlerinin Türkiye genelinde dağıtımını yapmaktadır. Akıllı telefonlar, tabletler, modemler, dizüstü bilgisayarlar ve aksesuarların yanı sıra güvenlik, giyilebilir teknoloji, akıllı yaşam ve bilgisayar ürünleri sunmaktadır. Şirket, Indeks'in bir iştirakidir.
Indeks	195	Şirket, bilgisayar, bilgisayar yazıcıları, her türlü elektronik ve elektrikli malzemeler, makine ve cihazlar ile bunların yedek parçaları tedarik etmekte, montajını gerçekleştirmekte, satmakta, ihrac ve ithal etmektedir. Bilgi Teknolojileri, Telekom ve Lojistik segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Ürünlerini, perakende zincirleri, bilgisayar mağazaları ve e-perakende dahil olmak üzere perakende kanallarının yanı sıra sistem entegratörleri, katma değerli bayiler ve düzenli bayilerden oluşan bir ağ aracılığıyla dağıtmaktadır.

Kaynak: İş Yatırım, Şirket web siteleri, Piyasa Değerleri 20 Nisan 2021 itibarıyla

Tablo 23 Penta Benzer Şirket Listesi - Yurtdışı

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Açıklama
Also Holding	İsviçre	3.959	Donanım, yazılım ve bilgi teknolojisi hizmetlerinden oluşan çeşitli ürün kategorileri sunmaktadır. Şirket, perakendecilere, perakende satıcılara, küçük ve orta ölçekli işletme bayilerine, katma değerli bayilere, kurumsal bayilere ve entegratörlere hizmet vermektedir. İsviçre, Almanya ve Hollanda başta olmak üzere uluslararası operasyonları vardır.
Redington	Hindistan	906	Redington India Limited, Hindistan'da ve uluslararası olarak bilgi teknolojisi ürünleri ve telekom ürünleri için tedarik zinciri çözümleri sunmaktadır. Şirket, bireysel ve kurumsal PC'ler, masaüstü bilgisayarlar, dizüstü bilgisayarlar ve MacBook'lar dahil olmak üzere BT donanım ve yazılım ürünlerini dağıtmaktadır.
Esprinet SPA	İtalya	819	BT ve tüketici elektroniğinin Avrupa'da toptan dağıtımını başlıca İtalya, İspanya ve Portekiz olmak üzere çeşitli ülkelerde yürütmektedir. Şirket; donanım, yazılım ve katma değerli hizmetler gibi B2B BT ürünlerini dağıtmaktadır. Katma değerli bayiler, sistem entegratörleri / kurumsal bayiler, mağazalar, perakendeciler ve alt dağıtıcılar dahil olmak üzere BT bayilerine hizmet vermektedir.
Dicker Data LTD	Avustralya	1.435	Avustralya ve Yeni Zelanda'da bilgisayar donanım, yazılım ve ilgili ürünlerin toptan dağıtımını yapmaktadır. Ürünlerini yaklaşık 6.000 bayiyeye satmaktadır.
AB SA	Polonya	188	AB S.A., BT ürünlerini başlıca Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya'da dağıtmaktadır. Şirket bilgisayar, telekomünikasyon, multimedya ve elektronik ekipmanı birleştirme, toptan satış ve perakende satış, ithal ve ihracat ve onarım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Aynı zamanda internet, bakım ve BT danışmanlık hizmetleri sunmaktadır.
Midwich Group PLC	İngiltere	563	Birleşik Krallık, İrlanda, Avrupa, Asya Pasifik ve Kuzey Amerika'daki ticaret pazarlarına sesli görsel (AV) ve belge çözümleri dağıtmaktadır. Şirketin ürünleri; ekranlar, projektörler, teknik AV, yayın, profesyonel ses ve aydınlatma gibi çeşitli AV kategorilerinden oluşmaktadır. Kurumsal, eğitim, perakende, konut ve konaklama sektörlerindeki profesyonel AV entegratörlerine ve BT satıcılarına hizmet vermektedir.
Distit AB	İsveç	131	İskandinav ve Baltık ülkelerinde BT, mobilite, ev elektroniği, ağ ve veri iletişimi için aksesuarlar satmaktadır. Şirket, ses ve video ekipmanı ile BIT ürünleri ve tüketici elektroniği tedarik etmekte ve ayrıca katma değerli hizmetler sağlamaktadır. Ürünlerini, ticari müşteriler ve tüketiciler için ev elektroniği zincirleri, indirim mağazaları, özel perakendeciler, marketler, telekomlar, e-ticaret, danışmanlar ve ofis depo kanalları ağı aracılığıyla satmaktadır.
PC Connection	ABD	1.183	BT çözümleri sağlamaktadır. Şirketin faaliyet gösterdiği üç segment bulunmaktadır: İş Çözümleri, Kurumsal Çözümler ve Kamu Sektörü Çözümleri. Bilgisayar sistemleri, veri merkezi çözümleri, yazılım ve çevre birimleri, ağ iletişimi ve diğer ürünler ve aksesuarlar dahil olmak üzere BIT ürünleri sunmakta ve BIT çözümlerinin tasarımı, yapılandırması ve uygulanması gibi hizmetler sağlamaktadır.
Arrow Electronics	ABD	8.590	Amerika, Avrupa, Orta Doğu, Afrika ve Asya Pasifik'teki elektronik bileşenlerin ve kurumsal bilgi işlem çözümlerinin endüstriyel ve ticari kullanıcılarına ürünler, hizmetler ve çözümler sağlamaktadır. Küresel Bileşenler segmenti, yarı iletken ürünleri ve ilgili hizmetleri pazarlamakta ve dağıtmaktadır. Şirket, orijinal ekipman üreticilerine ve katma değerli satıcılara hizmet vermenin yanı sıra hizmet sağlayıcıları, sözleşmeli üreticileri ve diğer ticari müşterilere hizmet vermektedir.

Kaynak: Bloomberg, şirket websiteleri, Piyasa Değerleri 20 Nisan 2021 itibarıyla

Yurtdışı benzer şirket listesi elde edilirken, Bloomberg veri kaynağı kullanılmış, Türkiye'de faaliyet gösterip halka açık olan ve faaliyetleri Penta ile büyük ölçüde benzerlik gösteren İndeks Bilgisayar şirketinin benzerleri listelenmiştir. Bu benzer şirketler analiz edilerek, faaliyetleri Penta ile benzerlik gösterenler seçilmiştir. Bu benzer şirketler arasından da tahmini verileri olanlar seçilmiştir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Penta'nın faaliyetleri incelendiğinde, FD/FAVÖK çarpanının değerlendirme için en uygun çarpan olduğuna karar verilmiştir. FD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almadığı için tercih edilmemiştir. F/K çarpanı ise, muhasebeleştirme yöntemlerindeki farklılıkların kara etkisinin karşılaştırılabilir olmaması sebebi ile tercih edilmemiştir. Örneğin, Şirket ile en fazla benzerlik gösteren ve Türk şirketler arasında 2021 için tahmini verileri bulunan tek şirket olan İndeks Bilgisayar, özellikle TL'nin değer kaybettiği dönemlerde kur farkı gideri kaydederken, Penta'nın operasyonel para birimi ABD doları olduğu için böyle bir zarar oluşmamaktadır.

Değerlemede kullanılan Son 12 aylık gerçekleşen ve 2021 tahmini veriler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 24 Penta Veriler

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

2020 bilançosuna göre Şirket'in net borcu 482 mn TL'dir.

Tablo 25 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Türkiye

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	

Kaynak: İş Yatırım, 20 Nisan 2021 itibarıyla

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

Tablo 26 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Yurtdışı

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 Pl	25,0	15,0
Distit Ab	12,3	8,5
Pc Connection	12,2	10,4
Arrow Electronic	9,3	8,1
Medyan	12,2	8,5

Kaynak: Bloomberg, 20 Nisan 2021 itibarıyla


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 27 Penta FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesaplaması

Türkiye	mın TL	2020	2021	Ortalama (ağırlıklı)
	Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.344	648	
	Ağırlık	70%	30%	
Yurtdışı	mın TL	2020	2021	Ortalama (ağırlıklı)
	Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.385	1.768	
	Ağırlık	50%	50%	

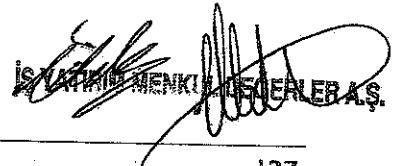
Benzer şirketler incelendiğinde, Türkiye’de faaliyet gösteren İndeks ve Arena şirketlerinin faaliyetlerinin Penta ile büyük oranda benzerlik taşıdığı görülmüştür.

İşlem gören diğer benzer şirketlerden Armada, düşük fiili dolaşım oranı (%10) sebebi ile ortalamaya dahil edilmezken, İndeks Bilgisayar’ın da dahil olduğu Index grubu bünyesinde faaliyet gösteren Despec bilgisayar sadece bilişim teknolojileri tüketim malzemeleri ve mobil ve IT aksesuarları odaklı olduğu için, ve yine aynı grup bünyesinde faaliyet gösteren Datagate de telefon, tablet ve aksesuar odaklı olması sebebi ile ortalamaya ayrıca dahil edilmemiştir. Bununla beraber Despec ve Datagate İndeks Bilgisayar’ın tam konsolide edilen bağlı ortaklıklarıdır.

Bununla beraber, 2021 tahmini verileri sadece İndeks için mevcut olduğundan, Türk benzer şirketler üzerinden hesaplanan ortalama değer bulunurken, 2020 yılı verisine %70, 2021 yılı verisine ise %30 ağırlık verilmiştir. Hem faaliyetlerinin benzerliği hem de faaliyet gösterilen coğrafyanın projeksiyonlar üzerindeki önemli etkisi sebebi ile Çarpan Analizi sonucu ortaya çıkan değeri hesaplarken Türkiye Teknoloji Dağıtıcılığı sektöründe faaliyet gösteren çarpanlara daha yüksek ağırlık verilmiştir.

Tablo 28 Çarpan Analizi Yöntemi Sonuçları

mın TL	Hesaplanan Değer	Ağırlık
Türkiye	1.135	80%
Yurtdışı	2.076	20%
Sonuç	1,323	


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

6. Sonuçlar ve Görüş

Yukarıda açıklanan yöntemler doğrultusunda, Penta için belirlenen değer sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Her iki yönetime de eşit ağırlık vererek nihai değere ulaşılmıştır.

Tablo 29 Değerleme Yöntemleri Sonuçları

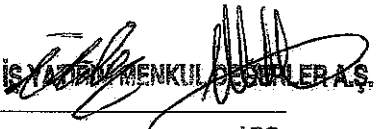
mn TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermayeye Katkısı
İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	1.350	50%	675
Piyasa Değeri Yöntemi	1.323	50%	662
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		1.337	

Yukarıdaki tabloda özetlenen ağırlıklandırma sonucu, Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 1.337 mn TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi taban ve tavan fiyattan hesaplanan iskonto oranları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 30 Değerleme Sonucu

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

Önceki bölümlerde açıklanan yöntemler doğrultusunda hesaplanan özsermaye değeri dikkate alındığında, taban fiyat (32,0 TL) üzerinden %24,1, tavan fiyat (38 TL) üzerinden %9,8 oranında halka arz öncesi iskonto oranı hesaplanmaktadır.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

7. Ekler

Ek: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No: 156

06530 Ankara

21.04.2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

“Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi” çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğumu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İdil Er Kurucu Müdür Yardımcısı
Met GORBON
D. direktör

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.