



KALKINMA YATIRIM
BANKASI

PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu
9 Şubat 2022

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.

Saray Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi
No:10 34768 Ümraniye / İstanbul
Tel: 0216 636 88 11



1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP’ta açıklanan Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Panelsan”) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 3 Ocak 2022 tarihli Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Gedik Yatırım”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket’in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. (“Kalkınma Yatırım Bankası”, “Kurum”) hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu rapor, Kurum’un yalnızca Gedik Yatırım tarafından hazırlanmış olan “Fiyat Tespit Raporu” hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

2004 yılında Ankara Polatlı Organize Sanayi Bölgesi’nde faaliyetlerine başlamış olan Panelsan’ın mevcut portföyü, sandviç cephe panelleri, sandviç çatı panelleri ve EPS ısı yalıtım olmak üzere 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır.

Şirket’in üretim tesisi, sektörde ısı yalıtımı, hava geçirimsizliği, hijyen, terleme, güvenlik, estetik, yangın yalıtımı ve benzeri ihtiyaçları karşılayabilecek profil ve ürün gamına sahip bir konumundadır. Şirket, yurt içi ve yurt dışı pazarlarda üretim faaliyetlerini yürütmektedir.

3- Şirket Ortaklık Yapısı

Ortak Unvanı/Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dâhil Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (nominal, TL)	(%)	Sermaye (nominal, TL)	(%)	Sermaye (nominal, TL)	(%)
Serhat Maşlak	A	4.650.000	8,09	4.650.000	6,20	4.650.000	6,20
Serhat Maşlak	B	22.087.500	38,41	21.215.500	28,28	20.337.500	27,12
Recep Kaan Maşlak	A	4.650.000	8,09	4.650.000	6,2	4.650.000	6,20
Recep Kaan Maşlak	B	22.087.500	38,41	21.212.500	28,28	20.337.500	27,12
Gülây Maşlak	A	350.000	0,61	350.000	0,47	350.000	0,47
Gülây Maşlak	B	1.662.500	2,89	1.662.500	2,22	1.662.500	2,22
Emin Kerem Şahin	A	350.000	0,61	350.000	0,47	350.000	0,47
Emin Kerem Şahin	B	1.662.500	2,89	1.662.500	2,22	1.662.500	2,22
Halka açık kısım	A	-	-	19.250.000	25,67	21.000.000	28,00
TOPLAM		57.500.000	100	75.000.000	100	75.000.000	100

Kaynak: Panelsan İzahname



4. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Talep Toplama Tarihleri	9-10-11 Şubat 2022
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 17.500.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 1.750.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış: 1.750.000 TL nominal değerli paylar
Halka Arz Fiyatı (TL)	10,20
Tahmini Halka Arz Büyüklüğü	Ek satış hariç: 196.350.000 TL Ek satış dâhil: 214.200.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%25,67 (Ek satış durumunda: %28)
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: %50 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: %40 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı: %10

Kaynak: Panelsan İzahname, Panelsan Fiyat Tespit Raporu

5- Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket, paylarının halka arz edilmesi ile; kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hususlarını hedeflediğini belirtmektedir.

Şirket, sermaye artırımı sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerini aşağıdaki tabloda verilen yüzde aralıkları içerisinde kalınmasına özen göstererek kullanacağını belirtmiştir:

Halka Arz Geliri Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Yurt içi üretim kapasitesinin artırılması için ilave makine alınması ve fabrika inşaatının yapılması	50-55
İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması	45-50
Finansal borçların ödenmesi	5-10
Toplam	100

Kaynak: Panelsan İzahname

6. Şirket'in Finansal Verileri Hakkında Özet Bilgi

6.1 Gelir Tablosu

Panelsan'ın 2018, 2019, 2020 ve 2021 yılının 9 aylık dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş olan gelir tabloları aşağıda yer almaktadır.



Gelir Tablosu (Bin TL)	2018	2019	2020	2020/9	2021/9
Hasılat	226.001	218.176	316.042	209.480	393.217
Satışların Maliyeti	-199.715	-193.007	-276.397	-185.719	-326.993
Brüt Kar	26.285	25.169	39.645	23.761	66.224
Genel Yönetim Giderleri	-2.910	-3.095	-4.587	-3.242	-4.120
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-4.500	-7.069	-6.253	-4.545	-6.238
Araştırma ve Geliştirme Giderleri			-1.093	-838	-986
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	50.648	21.592	44.509	21.261	43.226
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-62.107	-24.661	-44.802	-25.456	-50.628
Faaliyet Karı	7.416	11.936	27.419	10.941	47.477
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	52	406	88	129	6.448
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler			-13	-13	-1.175
Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	7.468	12.342	27.493	11.057	52.750
Finansal Gelirler	8.920	5.418	5.423	3.103	10.911
Finansal Giderler	-16.184	-14.234	-14.901	-10.687	-22.995
Vergi Öncesi Kar	205	3.525	18.015	3.473	40.666
Vergi Gideri	189	-805	-3.790	-288	-4.208
Dönem Vergi Gideri	-393	-774	-3.691	-385	-5.143
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	582	-31	-99	98	935
Dönem Karı	393	2.720	14.225	3.186	36.458
Pay Başına Kazanç	0,013	0,0898	0,4457	0,102	0,8824

Kaynak: Panelsan Bağımsız Denetim Raporu

Net satışlar temel olarak yurt içi satışlar, yurt dışı satışlar ve diğer satışlar kalemlerinden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki yurt içi, yurt dışı satışları ve diğer satışları karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Net Satışlar (Bin TL)	2018	Pay (%)	2019	Pay (%)	2020	Pay (%)	2020/9	Pay (%)	2021/9	Pay (%)
Yurt içi	208.536	92,3	185.769	85,1	296.647	93,9	197.810	94,4	358.705	91,2
Yurt dışı	12.605	5,6	28.292	13	14.240	4,5	8.792	4,2	31.230	7,9
Diğer	4.859	2,2	4.115	1,9	5.156	1,6	2.878	1,4	3.283	0,8
Toplam	226.001	100	218.176	100	316.042	100	209.480	100	393.217	100

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Toplam satışlar içerisindeki yurt içi satışların payı 2018'de %92,3 seviyesindeyken, 2019'da satış hacminin düşmesi sonucunda yurt içi satışların payı %85,1 seviyesine düşmüştür. COVID-19'a rağmen özellikle ikinci çeyrekte inşaat harcamalarının cari fiyatlardaki ve iç talepteki artışına paralel olarak yurt içi satışların toplam satışlar içerisindeki payı 2020 yılında %93,9'a yükselmiştir. 2021 yılının ilk 9 ayında ise yurt içi satışların toplam satışlar içerisindeki payı %91,2 olarak gerçekleşmiş, fakat söz konusu dönemde inşaat ile sanayi harcamalarındaki artışın devam etmesi sebebiyle toplam satışlar nominal bazda yıllık %87,7 artmıştır.

Yukarıda verilen finansal dönemler itibarıyla yurt dışı satışların toplam satışlar içerisindeki payı %4,5-%13 seviyelerinde seyretmiştir. 2019 yılında yurt dışı satışların %13 seviyesine ulaşmasının temel sebebi Şirket'in Katar'da yürütmekte olduğu yüksek montanlı projenin tamamlanmasıdır. COVID-19'un etkilerinin hafiflemiş olması ve bunun yanında Şirket'in yurt dışı pazarlarına yönelik genişleme stratejisi doğrultusunda yurt dışı satışların payı 2021 yılı 9 aylık dönemde %7,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.



Diğer satışlar kalemi ise temel olarak bağlantı aparatları, köşe panelleri ve benzeri tamamlayıcı ürünler ile vida, trapez ve benzeri ürünlerin satışlarından oluşmaktadır.

Bin TL	2018	2019	2020	2020/9	2021/9
Hasılat	226.001	218.176	316.042	209.480	393.217
Brüt Kar	26.285	25.169	39.645	23.761	66.224
Brüt Kar Marjı	11,6%	11,5%	12,5%	11,3%	16,8%
Net Kar	393	2.720	14.225	3.186	36.458
Net Kar Marjı	0,2%	1,2%	4,5%	1,5%	9,3%

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

2018-2019 yılları arasında %11,5 seviyesindeki brüt kâr marjı Şirket'in stok tutma stratejisini değiştirmesiyle yüksek montanlı hammadde alımlarında indirimlerden faydalanılması sonucu azalan maliyetler sebebiyle 2021/9 aylık dönemde %16,8 seviyesine yükselmiştir.

İnceleme konusu dönemlerde faaliyet giderleri cironun ortalama %4'ü seviyesindedir. 2020 yılından itibaren satışların maliyetinin ciro içerisindeki payının gerilemesinin etkisiyle faaliyet kâr marjı ve net kâr marjı artış göstermiştir.

6.2 Bilanço

Şirket'in 2018, 2019, 2020 yılları ile 2021 yılının ilk 9 aylık dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş bilançoları aşağıda yer almaktadır.

Bilanço (Bin TL)	2018	2019	2020	2021/9
Nakit Ve Nakit Benzerleri	10.134	17.922	32.208	45.700
Finansal Yatırımlar	-	-	415	711
Ticari Alacaklar	62.802	64.966	121.846	165.041
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	9.981	5.441	9.344	18.721
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	52.822	59.525	112.503	146.320
Diğer Alacaklar	276	6.761	12.315	3.157
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	6.495	10.097	1.120
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	276	266	2.218	2.037
Stoklar	37.447	33.374	52.138	84.378
Peşin Ödenmiş Giderler	117	2.099	5.644	5.858
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	419	788	3.672	5.878
Diğer Dönen Varlıklar	302	442	3.041	2.858
Toplam Dönen Varlıklar	111.496	126.351	231.279	313.582
Duran Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	116	12.616	12.616	12.616
Diğer Alacaklar	350	601	269	294
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	350	601	269	294
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.633	2.053	1.889	2.515
Maddi Duran Varlıklar	34.985	31.105	50.117	62.868
Maddi Olmayan Varlıklar	27	104	101	200
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	3.578
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.602	1.684	1.784	2.412
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	-
Toplam Duran Varlıklar	39.713	48.162	66.777	84.482
Toplam Varlıklar	151.210	174.513	298.056	398.064
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28.084	11.652	29.726	24.294



Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	14.050	17.232	23.823	22.595
Ticari Borçlar	46.929	65.600	86.996	126.169
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	2	-	1.063	1.162
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	46.927	65.600	85.933	125.007
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	454	565	888	963
Diğer Borçlar	51	1.547	2.049	63
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	1.493	1.985	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	51	54	64	63
Ertelenmiş Gelirler	12.268	13.836	68.977	73.579
Dönem Kan Vergi Yükümlülüğü	393	774	3.691	5.143
Devam Eden Projelere İlişkin Yükümlülükler	-	55	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	430	1.030	1.110	980
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	152	252	330	413
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	278	779	780	567
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.148	1.311	2.871	236
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	103.808	113.603	220.131	254.023
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.434	22.287	18.389	16.535
Uzun Vadeli Karşılıklar	845	956	1.173	1.442
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	845	956	1.173	1.442
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	160	301	555	3.642
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	72	-	-	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.511	23.545	20.116	21.619
Özkaynaklar				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	30.200	31.125	40.500	57.500
Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Kayıp/Kazançlar	3.891	3.719	3.423	26.893
Aktüeryal Kayıp/Kazanç	-713	-885	-1.180	-1.312
Yeniden Değerleme ve Ölçüm				
Kazançları/(Kayıpları)	4.604	4.604	4.604	28.205
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	502	541	654	1.320
Geçmiş Yıllar Karlar/Zararları	-1.094	-741	-995	251
Net Dönem Kart/Zararı	393	2.720	14.225	36.458
Toplam Özkaynaklar	33.891	37.364	57.808	122.422
Toplam Kaynaklar	151.210	174.513	298.056	398.064

Kaynak: Panelsan Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in ilgili dönemler içerisindeki net borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda yer almaktadır. 30.09.2021 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 46,9 milyon TL, uzun vadeli finansal borcu ise 16,5 milyon TL olan Şirket'in toplam finansal borcu 63,4 milyon TL seviyesindedir.

Borçluluk (Bin TL)	2018	2019	2020	2021/9
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.134	17.922	32.208	45.700
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar			415	711
Toplam Finansal Borçlar	54.568	51.172	71.938	63.424
Net Borç veya (Net Nakit)	44.435	33.250	39.315	17.012

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu



7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan 3 Ocak 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre, Panelsan paylarının halka arz fiyatı belirlenirken indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi (gelir yaklaşımı) ve çarpan analizi (pazar yaklaşımı) yöntemlerinden yararlanılmış olup her iki yönetime eşit ağırlık verilerek nihai hesaplama yapılmıştır.

7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesabı varsayımlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

AOSM Hesabı	
Risksiz Getiri Oranı	17,72%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,50%
Sermaye Maliyeti	23,22%
Özkaynak Oranı	65,9%
Borçlanma Maliyeti	20,00%
Vergi Oranı	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,00%
+Borç Oranı (Borç/Toplam Kaynaklar)	34,10%
AOSM	20,76%

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

- **Risksiz getiri oranı** olarak Türkiye'nin 10 yıllık TL cinsinden gösterge tahvilinin son 1 yıllık ortalaması olan %17,72 oranı dikkate alınmıştır.
- Şirket hisselerinin henüz borsada işlem görmeye başlamaması ve bu nedenle istatistiki olarak hisseye özgü standart **Beta** hesabının yapılamayacağı belirtilerek değerleme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- **Piyasa risk primi** olarak %5,5 oranı dikkate alınmış olup referans olarak Aswath Damodaran'ın Temmuz 2021'de açıkladığı gelişmiş piyasalar hisse senedi piyasası risk primi olan %4,73 örnek gösterilmiştir.
- Son dönemdeki borçlanma maliyetleri ve Şirket'in yakın gelecekte yeni kredi kullanım planının bulunmaması nedeniyle **borçlanma maliyeti** %20 seviyesinde dikkate alınmıştır.
- Vergi oranı 2021 yılında %25, 2022'de %23 seviyesinde olup bu oranlar İNA analizinde dikkate alınmış olsa da AOSM hesaplamasında **kurumlar vergisi oranı** %20 olarak dikkate alınmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda Şirket'in **ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %20,76** seviyesinde hesaplanmış olup AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların nakit akışa konu yıllarda değişmeyeceği varsayılmıştır.

İNA yönteminde Şirket'in 10 yıllık projeksiyonu yapılmış ve 2030 yılı sonrası için uç değer hesaplaması yapılmıştır.

Gelirler

Şirket satış gelirlerinin projeksiyonu, 2021-2025 yılları için Şirket tarafından piyasanın büyüme dinamikleri ile uyumlu olacak şekilde cephe ve çatı sandviç panelde m² satış miktarı büyümesi ve m² fiyat artışı, yalıtım malzemesi olarak EPS m³ satış miktarı ve m³ fiyat artışı dikkate alınarak yapılmıştır.



Şirket'in net satışlarındaki yurt içi ve yurt dışı satışlarının yüzdesel olarak mevcut oranını koruyacağı öngörülmüştür. 2022 ve 2023 yıllarında gerçekleştirilecek bina ve yeni ekipman yatırımlarıyla sağlanan kapasite artışlarının 2023-2025 yılları arasında satışların büyümesinde etkisini göstereceği ve 2026-2030 yılı itibarıyla satışlardaki büyümenin normalize olacağı ve hedeflenen tam kapasiteye yakın devam edeceği varsayılmıştır.

Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri

Şirket'in brüt kâr marjı hesaplanırken, 30.09.2021 itibarıyla ulaşılan %16,8'lik brüt kâr marjının son çeyrekte meydana gelen ilerleme de dikkate alınarak %17,3 olarak gerçekleşeceği ve ileriki yıllarda artan satış hacminin yaratacağı ölçek ekonomisinin katkısıyla birlikte hem üretim maliyetlerinde hem de hammadde alım maliyetlerinde iyileşmeler sayesinde mevcut brüt kâr marjının kademeli olarak artarak %18,9'a ulaşacağı öngörülmüştür.

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %3,3-%4,7 arasında gerçekleşmiş olup 2021 yılı 9 aylık dönemde artan satış hacmi ve cironun etkisiyle %2,9'a düşmüştür. 2021 yılsonu için faaliyet giderlerinin satışlara oranı ortalamada %2,9 olarak korunmuş, ileriki yıllarda artan satış hacmi ve ilave kapasite yatırımının satışlara etkisiyle birlikte ölçek ekonomisinin faaliyet giderlerini iyileştirmesi ve ilgili giderlerin satışlara oranının %2,5'e kadar düşeceği öngörülmüştür.

FAVÖK Marjı

Şirket'in 2020 yıl sonunda %9,7 seviyesindeki FAVÖK marjının 2021 yıl sonunda artan satış hacmi ile birlikte oluşacak olan ölçek ekonomisinin etkisiyle %15,1 seviyesinde gerçekleşeceği, 2024 yılına kadar kademeli olarak %17 seviyesine ulaşacağı ve devam eden yıllarda benzer seviyede gerçekleşeceği öngörülmüştür.

İşletme Sermayesi İhtiyacı

Şirket'in geçmiş finansal tablolarına göre son 3 yıllık dönemdeki nakit dönüş süresi 48 ila 95 gün arasında gerçekleşmiştir. Şirket'in projeksiyona konu yıllarda, 2018-2019-2020-3Ç21 dönemlerinde gerçekleştirmiş olduğu nakit dönüş süresi ortalamasını devam ettireceği öngörülmüştür. Ticari işletme sermayesi ile finansal borçlar ve nakit ve nakit benzerleri dışında kalan diğer kısa vadeli varlıklardan kısa vadeli yükümlülükler çıkarıldığında kalan diğer net işletme sermayesinin net satışlara oranında piyasa koşullarını daha gerçekçi yansıtmaları ve ihtiyatlı yaklaşım nedeniyle 2018-2019 yıllarının ortalaması olan -%5,1 kullanılmış olup 2021-2030 yılları boyunca aynı kalacağı varsayılmıştır.

Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket'in, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2021-2030 yıllarında yeni ekipman, ekipman yenileme, bakım onarım ve bina yatırımları öngörmüştür. Ekipman yenileme ve bakım onarım harcamalarının 2021 yılında 1.000.000 TL seviyesinde gerçekleşeceği, projeksiyona konu yıllarda ise ortalama yıllık TÜFE oranında artarak devam edeceği varsayılmıştır. Söz konusu yenileme ve bakım onarım yatırımlarına ilave olarak 2022 yılında gerçekleştirilmesi planlanan bina ve 2023 yılında gerçekleşmesi planlanan yeni ekipman yatırımlarının sırasıyla 2.000.000 ABD Doları ve 4.000.000 ABD Doları seviyesinde olacağı öngörülmüştür. ABD Doları cinsinden yatırım tutarları Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar biriminin ilgili yılın ABD Doları kur tahmini ile Türk Lirasına çevrilmiştir.



Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.

Makro Ekonomik Tahminler

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon, ABD Doları ve Euro kur tahminleri 2021-2023 yılları için Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmakta olup devam eden yıllar için Türkiye ile Avrupa bölge enflasyon beklentisi farkına göre Euro ortalama kuru hesaplanmıştır. Avrupa bölge enflasyon tahmininde Avrupa Merkez Bankası, konsensüs verisi, IMF, profesyonel anketler, AB komisyonu ve OECD verilerinin ortalaması dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak, 2021 – 2030 yılları için Şirket'in nakit akışları projekte edilmiş ve AOSM ile indirgenmiştir. 2030 yılı itibarıyla uç değer hesaplanarak bugüne indirgenmiş ve 10 yıllık nakit akış döneminden elde edilen serbest nakit akışlarının bugünkü değeri ile toplanarak girişim değeri hesaplanmıştır. Uç değer için ise uç değer büyüme oranı 2030 sonrasındaki dönem için %5 olarak dikkate alınmıştır.

İNA Yöntemi (TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Satış Hasılatı	578.693.827	694.432.593	1.006.927.259	1.258.659.074	1.447.457.935	1.610.506.569	1.763.504.693	1.908.993.831	2.042.623.399	2.180.500.478
Büyüme	83,1%	20,0%	45,0%	25,0%	15,0%	11,3%	9,5%	8,3%	7,0%	6,7%
Satışların Maliyeti	478.545.991	569.498.664	823.949.858	1.023.330.463	1.174.633.469	1.306.949.841	1.429.346.572	1.547.267.664	1.655.576.400	1.767.327.807
Brüt Kar Marjı	17,3%	18,0%	18,2%	18,7%	18,8%	18,8%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%
Faaliyet Giderleri	16.696.619	19.341.510	25.024.407	31.280.509	35.972.585	40.024.711	43.827.058	47.442.791	50.763.786	54.190.341
Faaliyet Karı	83.451.217	105.592.419	157.952.994	204.048.102	236.851.881	263.532.017	290.331.063	314.283.376	336.283.213	358.982.330
Satış Hasılatındaki Payı	14,4%	15,2%	15,7%	16,2%	16,4%	16,4%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	62.588.413	81.306.163	126.362.395	163.238.482	189.481.505	210.825.614	232.264.850	251.426.701	269.026.570	287.185.864
+ Amortisman	3.857.764	4.363.864	10.037.549	9.832.499	9.643.321	9.469.564	9.310.958	9.168.098	9.041.542	8.931.808
- Yatırım Harcaması	1.000.000	31.269.666	60.494.612	1.707.258	1.865.983	2.020.196	2.171.711	2.329.160	2.492.201	2.660.425
- İşletme Sermayesi İhtiyacı	72.619.467	21.462.700	56.971.207	46.509.687	34.687.557	29.774.822	28.133.729	26.584.254	24.417.234	25.193.353
= Serbest Nakit Akımı (SNA)	- 1.075.993	32.937.661	18.934.125	124.854.036	162.571.286	188.500.160	211.270.368	231.681.385	251.158.677	268.263.894
Uç Değer										1.793.887.613
AOSM	20,76%									
İskonto Faktörü	0,95	0,79	0,65	0,54	0,45	0,37	0,31	0,25	0,21	0,17
SNA'nın Bugünkü Değeri	- 1.026.435	26.019.662	12.386.290	67.637.213	72.931.321	70.027.573	64.995.466	59.023.197	52.986.702	46.867.095
SNA'nın Bugünkü Değeri	471.848.084									
Uç Değer Büyümesi	5%									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	313.401.481									
Firma Değeri	785.249.565									
- Finansal Borçlar	63.424.017									
+ Nakit Ve Nakit Benzerleri	45.700.121									
+ Kısa Vadeli Finansal Varlıklar	711.416									
Özsermaye Değeri	768.237.085									
Pay Başına Özsermaye Değeri	13,36									

İndirgenmiş nakit akışları sonucunda şirket değeri, 785.249.565 TL olarak bulunmuştur. Söz konusu şirket değerinden 30.09.2021 tarihi itibarıyla bilançoda yer alan finansal borçlar düşülerek, kısa vadeli finansal varlıklar ile nakit ve nakit benzerleri eklenerek özsermaye değeri 768.237.085 TL olarak hesaplanmıştır. İNA yöntemine göre pay başına değer ise 13,36 TL seviyesindedir.

7.2 Çarpan Analizi

Çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Hesaplanan FAVÖK değerleri 30/09/2020-30/09/2021 tarihleri arasında hesaplanan yıllıklandırılmış 12 aylık finansal verilere dayanmaktadır.

Piyasa çarpanları ile yapılan analizde esas alınan verilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.



30.09.2021 Tarihli Şirket Verileri (TL)	
Net Borç	FAVÖK
17.012.480	71.308.633

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketler için yalıtım-plastik-sünger sektörlerinde faaliyet gösteren 6 şirketin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır.

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması sebebiyle BIST Yıldız Pazar'da işlem görmekte olan finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışında kalan şirketler de değerlemeye dâhil edilmiştir. Söz konusu şirketlerin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır.

Yurt içi benzer şirketlerin yanında yurt dışı benzer şirketler de değerlemeye konu edilmiş olup söz konusu şirketlerin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır.

7.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Yurt dışı benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda yer alan 12 şirket belirlenmiştir. FD/FAVÖK çarpanı negatif olanlar ile standart sapmanın iki katını aşan veriler (>25x) aykırı değer olarak değerlendirilmiş, bunun sonucunda 12 şirketten 2'si aykırı değerlere sahip olduğundan analize dâhil edilmemiştir.

Şirket	FD/FAVÖK (Son 12 Ay)
Kingspan Group PLC	26,5x
Compagnie de Saint Gobain SA	6,8x
Placoplatre SA	16,1x
Eastman Chemical Co	15,1x
Evonik Industries AG	7,3x
Huntsman Corp	7,3x
Masco Corp	12,0x
Jiangsu Jingxue Insulation Technology Co	27,6x
STO SE & Co. KGaA	6,7x
Fletcher Building Ltd.	8,1x
Rockwool International A/S	12,5x
MASTERPLAST Nyilvanosan Mukodo Reszvenytarsasag	19,2x
Ortalama	11,1x
Medyan	10,1x

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Elde edilen sonuçlara göre Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Hesaplama örneklemiden elde edilen medyan değeri kullanılmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi	
FD/FAVÖK Çarpanı	10,1x
Pannelsan FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri	717.137.503
Pannelsan Net Borç (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	700.125.023

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu



7.2.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda yer alan 6 şirket belirlenmiştir. Yurt içi benzer şirketler olarak seçilen tüm şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları yurt dışı benzer şirketler için belirlenmiş olan 0x-25x aralığında yer almaktadır.

Şirket	FD/FAVÖK (Son 12 Ay)
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş.	10,5x
Dinamik Isı Makina Yalıtım Malz. Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22,8x
Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	8,2x
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	10,3x
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,5x
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	17,1x
Ortalama	12,9x
Medyan	10,4x

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Elde edilen sonuçlara göre Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Hesaplama örneklemiden elde edilen medyan değeri kullanılmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi	
FD/FAVÖK Çarpanı	10,4x
Pannelsan FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri	743.240.472
Pannelsan Net Borç (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	726.227.992

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

7.2.3 Yurt İçi BIST Yıldız Pazar Çarpan Değerleri

141 şirketin yer aldığı BIST Yıldız Pazar'daki finansal hizmetler, holding, ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler ile spor kulüpleri dışarıda bırakılarak geriye kalan 94 şirket değerlendirilmiştir. Söz konusu 94 şirketin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri alınmış, negatif veriler dâhil edilmeden hesaplama yapılmıştır.

Elde edilen sonuçlara göre Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi	
FD/FAVÖK Çarpanı	9,6x
Pannelsan FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri	684.015.327
Pannelsan Net Borç (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	667.002.847

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

7.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan analizine göre özsermaye değeri hesaplanırken yurt dışı benzer şirketler için %50, yurt içi benzer şirketler ve yurt içi BIST Yıldız Pazar şirketleri için %25'er ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır.

Çarpan analizi sonucunda ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 698.370.221 TL olarak bulunmuştur.



	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık
Yurt Dışı Benzer Şirketler	700.125.023	50%
Yurt İçi Benzer Şirketler	726.227.992	25%
Yurt İçi BIST Yıldız Pazar	667.002.847	25%
Sonuç		
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	698.370.221	

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

8. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Şirket'in değerlemesinde İNA ve çarpan analizi sonuçları eşit ağırlıklandırılmış olup 733.303.653 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 57.500.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 12,75 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	TL
İNA Analizine göre Özsermaye Değeri		768.237.085
Pay Başına Değer	50%	13,36
Çarpan Analizine göre Özsermaye Değeri		698.370.221
Pay Başına Değer	50%	12,15
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		733.303.653
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer	100%	12,75

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

%20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 586.642.923 TL, pay başına değer ise 10,20 TL (virgülden sonra ikinci basamağı yuvarlanmıştır) olarak hesaplanmıştır.

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	733.303.653
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	586.642.923
Halka Arz Pay Başına Değer	10,20

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet göstermekte olduğu sektöre dair yeterli bilginin yatırımcıya sunulmuş olduğu kanaatindeyiz. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında, %20 halka arz iskontosuyla belirlenen 10,20 TL'lik halka arz birim fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz ise aşağıda özetlenmektedir:

- İndirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizinin birlikte kullanılması ve halka arz pay birim fiyatına giderken eşit oranda ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.
- Yakın tarihli olarak gerçekleşen pay halka arzları göz önüne alınarak, uygulanan %20'lik halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak, indirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizi yöntemlerine göre hesaplanan Panelsan özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 10,20 TL halka arz fiyatını makul karşılamaktayız.



Uyarı Metni

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve değerlendirmeler ise genel nitelikte olup; söz konusu değerlendirmeler herhangi bir tavsiye veya teklif niteliği taşımamaktadır. Bu raporda yer alan değerlendirmeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

Bu rapor, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan dolayı Türkiye Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.