

PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ SAN. ve TİC. A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

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

Şirket Hakkında

Şirket 2004 yılında Ankara'da kurulmuş olup, çeşitli maddelerden mamul prefabrik ısı izolasyonlu inşaat elamanları ve yalıtımlı çatı, cephe ve soğuk depo panellerinin üretimi ve ticareti alanında faaliyet göstermektedir.

Hâlihazırda, 6mn m² sandviç panel ve 750bin m³ EPS üretim kapasitesiyle 56bin m² arazisi üzerinde 21bin m² kapalı üretim tesisi bulunan şirket, yurt içi ve yurt dışı pazarlara yönelik olarak üretim faaliyetlerini yürütmektedir.

Panelsan'ın mevcut ürün portföyü; sandviç cephe panelleri, sandviç çatı panelleri ve EPS ısı yalıtım olmak üzere üç ana gruptan oluşmaktadır. Şirket, kendi tescilli markalarına yönelik EPS üretimin yanında yalıtım sektöründeki firmalara yönelik olarak EPS ürün grubunda sözleşmeli üretim yapmaktadır.

Şirket, sandviç panel pazarına; Panelsan, Çatıpan, Cephepan, Tekpan, Havapan, Ventpan ve Solarpan markalarıyla, EPS levha pazarına ise; Panpor, Panboard, Mantopan, Çatıpor, Panelsan Decopa, Geopan ve Panbox markalarıyla hizmet vermektedir.

Ağırlıklı olarak yurt içine satış gerçekleştiren şirket, ülkemizde doğrudan veya çözüm ortakları vasıtasıyla 50.000 TL ve üzeri satışlar göz önüne alındığında 250'den fazla müşteriye satış yapmaktadır. Yurt içinde; yatırımcılar, yüklenici firmalar, çözüm ortakları ve prefabrik ve soğuk hava deposu projeleri olmak dört farklı kanaldan satış yapılmaktadır. Yurt dışına ise; özellikle Mısır, KKTC ve Gürcistan'da proje bazlı satışlar yapılmaktadır.

Şirket, 2020 yılında toplam 2,4mn m² sandviç çatı paneli, 1,2mn m² sandviç cephe paneli ve 260bin m³ EPS satışı gerçekleştirmiştir. Satışların TL bazında kırılımına bakıldığında en büyük pay %53,1 ile çatı paneli ve %27,7 pay ile cephe paneli grubu ürünleri gelmektedir. 9A21'de çatı grubu satışları m² bazında %6,7 oranında artarak 1,8mn m² olarak, cephe grubu satışları m² bazında %24 oranında artarak 967bin m² olarak gerçekleşmiştir. EPS grubu satışları ise m³ bazında %5,7 oranında adet bazında %40,7 oranında artarak 200bin m³ olarak gerçekleşmiştir.

Panelsan satış gelirlerinin ürün bazlı kırılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Net Satışlar(TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Sandviç Panel Grubu	66.818.404	59.027.492	87.596.248	55.654.473	118.645.626
Cephe Panelleri					
EPS Dolgulu	8.687.054	3.546.106	6.382.430	4.432.494	3.134.841
PIR Dolgulu	13.072.896	13.924.159	22.829.829	13.819.442	43.116.350
Pur Dolgulu	30.748.838	24.950.903	37.429.497	23.114.888	42.383.482
Taşıyünü Dolgulu	14.309.616	16.606.324	20.954.492	14.287.649	30.010.953
Sandviç Panel Grubu Çatı Panelleri	109.696.414	118.196.662	167.917.712	109.724.420	200.162.616
EPS Dolgulu	2.143.316	414.183	875.465	760.016	2.560.622
PIR Dolgulu	20.835.431	25.379.867	46.560.098	28.865.657	59.610.881
Pur Dolgulu	58.370.469	72.364.450	93.514.155	59.665.980	105.346.014
Taşıyünü Dolgulu	28.347.198	20.038.162	26.967.994	20.432.767	32.645.099
Yalıtım Grubu	39.276.422	31.301.185	45.150.432	31.724.445	55.573.129

EPS Beyaz	6.221.472	4.710.107	7.595.663	5.541.649	9.872.066
EPS Enjeksiyon	2.262.820	2.244.479	2.714.599	2.026.539	3.351.926
EPS Karbonlu	30.792.130	24.346.599	34.840.170	24.156.257	42.349.137
Diğer Satış ve Gelirler	10.209.292	9.650.621	15.377.764	12.376.855	18.836.048
Toplam	226.000.532	218.175.960	316.042.156	209.480.193	393.217.419

Panelsan satış gelirlerinin coğrafi bazlı kırılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Net Satışlar(TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Yurt İçi Satışlar	208.536.177	185.768.890	296.646.673	197.810.317	358.704.830
Yurt Dışı Satışlar	12.605.038	28.292.259	14.239.929	8.792.098	31.229.912
Diğer Satışlar	4.859.316	4.114.812	5.155.553	2.877.777	3.282.677
Toplam	226.000.532	218.175.960	316.042.156	209.480.193	393.217.419

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		TL	%	TL	%	TL	%
Serhat Maşlak	A	4.650.000	8,09%	4.650.000	6,20%	4.650.000	6,20%
	B	22.087.500	38,41%	21.212.500	28,28%	20.337.500	27,12%
Recep Kaan Maşlak	A	4.650.000	8,09%	4.650.000	6,20%	4.650.000	6,20%
	B	22.087.500	38,41%	21.212.500	28,28%	20.337.500	27,12%
Gülay Maşlak	A	350.000	0,61%	350.000	0,47%	350.000	0,47%
	B	1.662.500	2,89%	1.662.500	2,22%	1.662.500	2,22%
Emine Kerem Şahin	A	350.000	0,61%	350.000	0,47%	350.000	0,47%
	B	1.662.500	2,89%	1.662.500	2,22%	1.662.500	2,22%
Halka Açık Kısım	B	-	-	19.250.000	25,67%	21.000.000	28,00%
Toplam		57.500.000	100,00%	75.000.000	100,00%	75.000.000	100,00%

Panelsan'ın pay halka arzı öncesinde çıkarılmış sermayesi 57.500.000 TL seviyesinde bulunmaktadır. Söz konusu pay halka arzıyla şirket sermayesi nominal 17.500.000 TL artırılabilecek ve mevcut pay sahiplerinden Serhat MAŞLAK'ın sahip olduğu 875.000 TL nominal değerli paylar ve Recep Kaan MAŞLAK'ın sahip olduğu 875.000 TL nominal değerli paylar satışa sunulacaktır. Böylelikle; toplamda 19.250.000 TL nominal değerli payların halka arzı yapılacaktır. Yapılacak halka arz sonucunda Panelsan'ın çıkarılmış sermayesi 75.000.000 TL seviyesine ulaşacak, halka açıklık oranı ise %25,67 olacaktır (ek satış hariç). Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut pay sahiplerinden Serhat MAŞLAK'ın sahip olduğu 875.000 TL nominal değerli paylar ve Recep Kaan MAŞLAK'ın sahip olduğu 875.000 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 1.750.000 TL nominal değerli ek pay satışı planlanmaktadır.

Pay başına halka arz fiyatı 10,20 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü ek satış hariç olmak üzere 196.350.000 TL olacaktır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arzın, sermaye artırımı ve ortak satışı şeklinde gerçekleşecek olması nedeniyle; sermaye artırımından elde edilecek gelir şirket tasarrufunda olacak, ancak ortak satışından elde edilecek gelir halka arz eden pay sahibinin tasarrufunda olacaktır.

Sermaye artırımından şirketin, tahmini halka arz masraflarının da çıkarılmasıyla birlikte 168.564.125 TL tutarında net halka arz geliri elde etmesi öngörülmektedir. Şirket, elde edeceği halka arz gelirini aşağıda özetle belirtilen alanlarda kullanmayı planlamaktadır.

- %55 - %50 yurt içi üretim kapasitesinin artırılmasında,
- %45 - %50 işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında,
- %5 - %10 finansal borçların ödenmesinde.

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Panelsan Çatı Cephe Sistemleri San. ve Tic. A.Ş. (PNLSN)
Fiyat Aralığı	10,20 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	57.500.000
Halka Arz Edilen Paylar	Sermaye Artışı: 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 Açıklık Oranı	25.67% (Ek Satış Sonrası %28.0)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (TL)	75.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	196.350.000
Halka Arz Büyüklüğü (TL - Ek Satış Dahil)	214.200.000
Tahsisat Grupları (Ek Satış Hariç)	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 9.625.000 TL (%50 Kısım) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 7.700.000 TL (%40 Kısım) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 1.925.000 TL (%10 Kısım)
Dağıtım	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: Oransal Dağıtım Yurt İçi ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: İhraççı Kurum Tarafından Karar Verilecek
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	765.000.000 TL
Talep Toplama Tarihi	09-10-11 Şubat 2022

Halka arz, “Sermaye Artışı ve Ortak Satışı” şeklinde ve “Sabit Fiyatla Talep Toplama” yöntemiyle gerçekleştirilecektir.

Değerleme

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

Gedik Yatırım tarafından Panelsan’ın pay başına halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda; Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları - İNA Analizi) yöntemlerine yer verilmiştir.

Bu değerlendirme çalışmaları neticesinde, şirketin halka arz öncesi öz sermaye değeri; piyasa çarpanları analiziyle hesaplanan öz sermaye değerine %50 oranında, İNA analiziyle hesaplanan öz sermaye değerine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar yaklaşımı kapsamında kullanılan bu yöntem; değerlemesi yapılan şirkete benzer karşılaştırılabilir şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/sermaye oranlarına sahip olan şirketlerin performansını adil olarak değerlendirilebilmesi açısından Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) çarpanının kullanılması tercih edilmiştir. Şirketlerin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemeye yetersiz kalması nedeniyle Firma Değeri / Satışlar (FD / Satışlar) çarpanı, operasyonel olmayan gelir / giderleri içermesi ve şirketlerin değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almaması nedeniyle Fiyat / Kazanç (F / K) çarpanları dikkate alınmamıştır. Karşılaştırılabilir benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanının medyanı kullanılmıştır.

Analizde, şirketin 30 Eylül 2021 tarihinde sona eren dönemdeki net finansal borç tutarı ve 12 aylık FAVÖK değeri kullanılmıştır. Kısa ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzeri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında şirketin net borcu 17.012.480 TL olarak, FAVÖK rakamı ise 71.308.633 TL (30 Eylül 2020 - 30 Eylül 2021) hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizinde; yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan öz sermaye değerine %50 oranında, yurt içi benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan öz sermaye değerine %25 oranında ve BİST-Yıldız Pazar benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan öz sermaye değerine %25 oranında ağırlık verilerek ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri hesaplanmaya çalışılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt dışında karşılaştırılabilir benzer şirketler, yalıtım sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasından; anlamlı sonuç vermeyen ve iş modeli olarak benzerlik göstermeyen şirketler elenerek seçilmiştir. Belirlenen 12 şirket arasından ikisi de aykırı değer niteliği taşıması nedeniyle hesaplama dâhil edilmemiştir. Yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 03 Ocak 2022 tarihli verilerine göre güncel FD / FAVÖK çarpanlarının medyanı kullanılarak hesaplama yapılmıştır.

Değerlemeye dâhil edilen yurt dışı benzer şirketlere ilişkin veriler şu şekildedir:

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (Mn, Dolar)	FD/FAVÖK (3Ç21-S12A)
Kingspan Group PLC	22.013	26,5x
Compagnie de Saint Gobain SA	36.778	6,8x
Placoplatre SA	1.000	16,1x
Eastman Chemical Co	16.255	15,1x
Evonik Industries AG	15.050	7,3x
Huntsman Corp	7.605	7,3x
Masco Corp	17.140	12,0x
Jiangsu Jinxue Insulation Technology Co	363	27,6x
STO SE &Co KGaA	1.719	6,7x
Fletcher Building Ltd	3.626	8,1x
Rockwool International A/S	8.649	12,5x
Masterplast Nyvilvanosan Mukodo Reszvenytarsasag	184	19,2x
Ortalama (Aykırı Değerler Elenmiş)		11,1x
Medyan (Aykırı Değerler Elenmiş)		10,1x

Yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin FD / FAVÖK çapan medyanı 10,1x olarak hesaplanmıştır, buna göre Panelsan'ın yurt dışı benzer şirketler çarpanına göre öz sermaye değeri 700.125.023 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	3Ç21 - Son 12Ay
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyanı	
FD / FAVÖK Çarpanı (x)	10,1
FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri (TL)	717.137.503
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	17.012.480
Öz Sermaye Değeri (TL)	700.125.023
Pay Başına Değer (TL)	12,18

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içinde karşılaştırılabilir benzer şirketler, BİST pazarlarında işlem gören Panelsan ile aynı ürün gamına sahip olan, ana faaliyet alanında mümkün olduğu kadar yakın olan ve inşaat sektörüne yönelik olarak yalıtım, plastik ve sünger üretimi yapan şirketler arasından seçilmiştir. Belirlenen 6 şirketin 03

Ocak 2022 tarihli verilerine göre güncel FD / FAVÖK çarpanlarının medyanı kullanılarak hesaplama yapılmıştır.

Değerlemeye dâhil edilen yurt içi benzer şirketlere ilişkin veriler şu şekildedir:

Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (TL)	Firma Değeri (TL)	FAVÖK (TL)	FD / FAVÖK (3Ç21-S12A)
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Tic. A.Ş.	123.708.000	137.699.853	13.102.250	10,5
Dinamik Isı Makine Yalıtım Malz. San. ve Tic. A.Ş.	313.631.250	269.541.058	11.800.957	22,8
Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat san.Tic. A.Ş.	209.223.000	265.590.592	32.396.091	8,2
Mega Polietilen Köpük San. ve Tic. A.Ş.	286.264.646	348.865.086	33.752.094	10,3
Özerden Plastik San. ve Tic. A.Ş.	157.290.000	194.694.354	22.831.195	8,5
Sanifoam Sünger San. ve Tic. A.Ş.	399.760.315	425.664.675	24.877.520	17,1
Ortalama (Aykırı Değerler Elenmiş)				12,9
Medyan (Aykırı Değerler Elenmiş)				10,4

Yurt içi seçilmiş benzer şirketlerin FD / FAVÖK çapan medyanı 10,4x olarak hesaplanmıştır, buna göre Panelsan'ın yurt içi benzer şirketler çarpanına göre öz sermaye değeri 726.227.992 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	3Ç21 - Son 12Ay
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyanı	
FD / FAVÖK Çarpanı (x)	10,4
FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri (TL)	743.240.472
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	17.012.480
Öz Sermaye Değeri (TL)	726.227.992
Pay Başına Değer (TL)	12,63

Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar

BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler arasından, finansal hizmetler, holdingler, spor kulüpleri ve gayrimenkul şirketleri elenerek seçilmiştir. Belirlenen 94 şirketin 03 Ocak 2022 tarihli verilerine göre güncel FD / FAVÖK çarpanlarının medyanı kullanılarak hesaplama yapılmıştır. BİST Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin verileri, bu pazardaki şirketlerin görece düşük işlem hacimleri ve artan aykırı çarpan değerlerinin yüksek volatiliteye işaret etmesi nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.

Yurt içi BİST-Yıldız Pazar seçilmiş benzer şirketlerin FD / FAVÖK çapanı 9,6x olarak hesaplanmıştır, buna göre Panelsan'ın yurt içi BİST-Yıldız Pazar şirketler çarpanına göre öz sermaye değeri 667.002.847 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	3Ç21 - Son 12Ay
Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Endeksi Medyanı	
FD / FAVÖK Çarpanı (x)	9,6
FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri (TL)	684.015.327
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	17.012.480
Öz Sermaye Değeri (TL)	667.002.847
Pay Başına Değer (TL)	11,60

Piyasa Çarpanları Analizi Değerleme Sonucu

Piyasa çarpanları analizinde; Panelsan'ın iş modeliyle uyumlu yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin yanı sıra BİST yatırımcısının da bakış açısını yansıtmayı amacıyla BİST-Yıldız Pazar'da uygun şirketler seçilmiştir. Şirketin iş modeline uygun yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle yurt dışı benzer şirketlere %50 oranında ağırlık verilirken, yurt içi benzer şirketlere %25 oranında ve yurt içi BİST-Yıldız Pazar şirketlerine %25 oranında ağırlık verilerek ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri hesaplanmaya çalışılmıştır. Bunun neticesinde; piyasa çarpanları analizi sonucunda Panelsan için 698.370.221 TL tutarında ağırlıklandırılmış öz sermaye değerine ulaşılırken, pay başına değer 12,15 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyanı		
Öz Sermaye Değeri (TL)	50%	700.125.023
Pay Başına Değer (TL)		12,18
Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirketler Medyanı		
Öz Sermaye Değeri (TL)	25%	726.227.992
Pay Başına Değer (TL)		12,63
Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Endeksi Medyanı		
Öz Sermaye Değeri (TL)	25%	667.002.847
Pay Başına Değer (TL)		11,60
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (TL)	100%	698.370.221
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer (TL)		12,15

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan İNA analizi; şirketin serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonunun eklenmesiyle oluşan değeri şirketin öz sermayesi olarak kabul eden bir yöntemdir. Söz konusu nakit akışları; şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri neticesinde geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 projeksiyon dönemi boyunca belirlenmiştir.

Gelecekte yaratılacak nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

AOSM	20,76%
Risksiz Getiri Oranı	17,72%
Beta	1,0
Piyasa Risk Primi	5,50%
Sermaye Maliyeti	23,22%
Öz Kaynak Oranı	65,90%
Borçlanma Maliyeti	20,00%
Vergi Oranı	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,00%
Borç Oranı	34,10%

Nakit akışlarının iskonto edileceği Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) oranı hesaplaması şu varsayımlar altında gerçekleştirilmiştir:

Finansal Borç / (Finansal Borç + Öz Sermaye) oranı 30 Eylül 2021 tarihli bilançodan hareketle %34,1 olarak, risksiz getiri oranı 10 yıllık hazine tahvilinin getirisinin son bir yıllık ortalaması dikkate alınarak

%17,72 olarak dikkate alınmıştır. Alternatif yaklaşımlar belirlenebilmekle birlikte, şirket hisseleri henüz işlem görmediği için hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağı nedeniyle hesaplamada Beta değeri 1 olarak kabul edilmiştir. Gelişmiş pazarlarda kullanılan oranlara göre daha muhafazakâr bir bakış açısı dikkate alınarak piyasa risk primi %5,5 olarak kullanılmıştır. Şirketin yakın gelecekte kredi kullanmayacağı varsayımıyla ve son dönemde borçlanma maliyetindeki artış göz önünde bulundurularak vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak belirlenmiştir. İNA analizinde 2021 yılı %25 ve 2022 yılı %23 olan kurumlar vergisi kullanılırken, AOSM hesaplamasında muhafazakâr bakış açısını yansıtmayı amacıyla %20 olarak kullanılmıştır. Vergi sonrası borçlanma maliyeti ise %16 olarak hesaplanmıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımların projeksiyon dönemi boyunca değişmeyeceği yaklaşımla, hesaplanan %20,76 sermaye maliyeti projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Değerleme Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi kapsamında projeksiyonların son dönemi olan 2030 sonrası için devam eden uç değer büyüme oranı enflasyondaki düşüş beklentisi de göz önünde bulundurularak %5,0 seviyesinde öngörülmüştür. Toplam serbest nakit akımları ve uç değer, AOSM ile değerlendirilmesine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek Panelsan'ın öz sermaye değeri 768.237.085 TL olarak hesaplanmıştır. Buradan hareketle, İNA analizi sonucunda şirket pay başına değeri 13,36 TL olarak belirlenmiştir.

İNA Tablosu	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%	6,8%
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	290.331.064	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	81.306.162	126.362.395	163.238.482	189.481.504	210.825.614	232.264.851	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	2.865.983	2.020.196	2.171.711	2.329.160	2.492.201	2.660.425
İşletme Sermayesi İhtiyacı (-)	72.519.467	21.462.700	56.971.207	46.509.687	34.587.557	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	124.854.035	162.571.285	188.500.160	211.270.369	231.681.386	251.158.677	268.263.893
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
Uç değer'in Bugünkü Değeri										313.401.481
SNA'nın Bugünkü Değeri	471.848.084									
Uç Değer Büyümesi	5,0%									
Uç değer'in 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									

Değerleme sonucu

Panelsan değerlendirilmesinde, Piyasa Çarpanları analizine ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50 oranında eşit ağırlık verilerek yapılan hesaplama neticesinde; halka arz iskontosu öncesinde şirket öz sermaye değeri 733.303.653 TL olarak tespit edilmiştir. Halka arz öncesi şirket öz sermaye değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra iskontolu halka arz şirket öz sermaye değeri 586.642.923 TL ve pay başına halka arz değeri 10,20 TL olarak belirlenmiştir.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizine Göre Öz Sermaye Değeri (TL)	50%	768.237.085
Pay Başına Değer (TL)		13,36
Çarpan Analizine Göre Öz Sermaye Değeri (TL)	50%	698.370.221
Pay Başına Değer (TL)		12,15
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (TL)	100%	733.303.653
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer (TL)		12,75

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	3Ç21 - Son 12Ay
Halka Arz Öncesi Öz Sermaye Değeri	733.303.653
Halka Arz İskontosu	20,0%
Halka Arz İskontolu Öz Sermaye Değeri	586.642.923
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	57.500.000
Halka Arz Pay Başına Değer	10,20
Sermaye Artırım Oranı	30,43%
Sermaye Artırımı (pay adedi)	17.500.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	178.500.000
Ortak Satışı (pay adedi)	1.750.000
Ortak Satışı (TL Tutar)	17.850.000
EK Satış (pay adedi)	1.750.000
Ek Satış (TL Tutar)	17.850.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Hariç)	19.250.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Dahil)	21.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	196.350.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	214.200.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	765.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	75.000.000
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Öncesi)	25,67%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Sonrası)	28,00%

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirket ve faaliyetleri hakkındaki bilgilere, faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin güncel gelişmelere detaylı bir şekilde yer verildiğini görüyoruz. Ayrıca, değerlendirme çalışmasında tercih edilen yöntemlerin nedenlerine de açıklayıcı bir şekilde yer verilmiştir.
- Piyasa çarpanları analizi kapsamında FD / FAVÖK çarpanı 25.0x üzerinde olan ve uç değer niteliği taşıyan şirketlerin hesaplamada dikkate alınmamış olmasını ve hesaplamaların benzer şirket çarpanlarının medyan değeri üzerinden yapılmasını olumlu karşılıyoruz.
- Değerlemede kullanılan İNA yönteminde risksiz getiri oranı 10 yıllık hazine tahvilinin getirisinin son bir yıllık ortalaması dikkate alınarak %17,72 olarak kullanılmış olmasını ve projeksiyon dönemi boyunca bunun sabit bırakılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde BİST Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin verilerinin bu pazardaki şirketlerin görece düşük işlem hacimleri ve artan aykırı çarpan değerlerinin yüksek volatiliteye işaret etmesi nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınmamasını, bunun yerine BİST Yıldız Pazar şirket çarpanlarının kullanılmış olmasını olumlu buluyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin kullanılmasını, şirketin gelecek dönemlerde gösterebileceği performanstan ve elde edebileceği operasyonel serbest nakit akımlarından yola çıkarak değerlendirme imkânı vermesi nedeniyle olumlu buluyoruz. İNA projeksiyonunda yer verilen tahminlerin farklılaşması durumunda farklı pay değerlerine ulaşılmasının söz konusu olabileceğini belirtmek isteriz.

- İNA analizinde 2021 yılı için Serbest Nakit Akımları hesaplamasının raporda açıklanması gerektiğini düşünüyoruz.

Sonuç: Panelsan Çatı Cephe Sistemleri San. ve Tic. A.Ş. için; “Piyasa Çarpanları Analizi” yöntemine %50 oranında ve “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” yöntemine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan ve şirket öz sermaye değeri üzerinden %20 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra **10,20 TL** olarak belirlenen pay başına halka arz fiyatını çekincelerimiz dışında makul olduğunu düşünüyoruz.

Bilanço

(TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Dönen Varlıklar	111.496.429	126.350.857	231.278.613	313.581.615
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.133.863	17.921.889	32.207.845	45.700.121
Finansal Yatırımlar	0	0	414.665	711.416
Ticari Alacaklar	62.802.458	64.965.997	121.846.400	165.040.575
Diğer Alacaklar	275.994	6.760.622	12.314.838	3.157.199
Stoklar	37.446.685	33.373.760	52.137.983	84.377.762
Peşin Ödenmiş Giderler	116.731	2.098.859	5.644.003	5.858.142
Cari Dönem Vergisiyle Alakalı Varlıklar	418.885	787.928	3.672.144	5.878.218
Diğer Duran Varlıklar	301.813	441.802	3.040.735	2.858.182
Duran Varlıklar	39.713.212	48.162.148	66.777.069	84.482.295
Diğer Alacaklar	349.841	600.551	269.204	293.508
Finansal Yatırımlar	116.250	12.616.250	12.616.250	12.616.250
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.633.284	2.052.554	1.888.542	2.515.000
Maddi Duran Varlıklar	34.985.387	31.104.997	50.117.263	62.867.908
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26.520	103.942	101.356	200.083
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	0	3.578.025
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.601.930	1.683.854	1.784.454	2.411.521
TOPLAM VARLIKLAR	151.209.641	174.513.005	298.055.682	398.063.910
(TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	103.807.640	113.603.405	220.131.058	254.022.777
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28.084.200	11.652.462	29.275.905	24.294.068
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	14.049.818	17.232.488	23.823.258	22.595.166
Ticari Borçlar	46.929.460	65.600.474	86.996.138	126.169.238
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	454.102	565.482	887.871	963.457
Diğer Borçlar	51.287	1.546.847	2.048.949	62.909
Ertelenmiş Gelirler	12.267.500	13.836.004	68.977.276	73.578.813
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	393.156	773.678	3.690.622	5.143.024
Devam Eden Proje Sözleşmelerine İlişkin Yükümlülükler	0	54.812	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	430.312	1.030.096	1.110.442	979.998
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.147.805	1.311.062	2.870.597	236.104
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.511.054	23.545.185	20.116.205	21.618.706
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.434.462	22.287.380	18.388.651	16.534.783
Uzun Vadeli Karşılıklar	844.669	956.337	1.172.943	1.441.999
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	159.742	301.468	554.611	3.641.924
Uzun Vadeli Karşılıklar	72.181	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	33.890.947	37.364.415	57.808.419	122.422.427
Ödenmiş Sermaye	30.200.000	3.125.000	40.500.000	57.500.000
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	501.698	541.089	654.184	1.320.177

Kar veya Zararda Yeniden Sınıf. Bir. Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	3.890.512	3.718.559	3.423.447	26.893.189
Geçmiş Yıllar Karları ve Zararları	-1.094.484	-740.654	-994.648	250.668
Net Dönem Karı veya Zararı	393.221	2.720.421	14.225.436	36.458.393
TOPLAM KAYNAKLAR	151.209.641	174.513.005	298.055.682	398.063.910

Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Hasılat	226.000.531	218.175.961	316.042.155	209.480.192	393.217.419
Satışların Maliyeti	-199.715.383	-193.006.533	-276.396.832	-185.718.695	-326.993.410
Brüt Kar / Zarar	26.285.148	25.169.428	39.645.323	23.761.497	66.224.009
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.909.571	-3.095.439	-4.586.869	-3.242.344	-4.120.421
Pazarlama Giderleri (-)	-4.500.328	-7.069.067	-6.253.266	-4.545.065	-6.238.345
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	-1.093.161	-837.775	-986.441
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	50.647.562	21.591.674	44.509.011	21.261.362	43.226.156
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-62.106.870	-24.660.513	-44.802.175	-25.456.476	-50.627.867
Esas Faaliyet Karı / Zararı	7.415.941	11.936.083	27.418.863	10.941.199	47.477.091
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	52.342	405.543	88.054	129.302	6.447.999
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-13.430	-13.430	-1.175.495
Finansman Geliri - Gideri Öncesi Faaliyet Karı	7.468.283	12.341.626	27.493.487	11.057.071	52.749.595
Finansman Geliri	8.920.458	5.417.892	5.422.876	3.102.789	10.911.404
Finansman Gideri	-16.184.177	-14.234.276	-14.900.979	-10.686.675	-22.994.788
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	204.564	3.525.242	18.015.384	3.473.185	40.666.211
Vergi Gideri	188.657	-804.821	-3.789.948	-287.668	-4.207.818
DÖNEM KARI (ZARARI)	393.221	2.720.421	14.225.436	3.185.517	36.458.393

Çekince:

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

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