

Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

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, 3 Ocak 2022 tarihinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Panelsan" veya "Şirket") 2004 yılında Ankara Polatlı Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulmuştur. 2004 yılında 7.500 m²'lik açık alan ve 2.500 m²'lik kapalı alanda, yıllık 1.250.000 m² kapasitesiyle mineral yün dolgulu (taş yünü ya da cam yünü) sandviç panel üretimine başlayan Şirket, Expanded Polysytrene Polistren (EPS) dolgu maddeli yalıtımlı sandviç panel ihtiyacını öngörerek 2005 yılında yıllık 120.000 m³ kapasite ile EPS yalıtım levhaları ve enjeksiyon ambalaj ürünleri üretim hattını da devreye almıştır. Şirket, yanmazlık ve ses yalıtımı yönünden performansı daha yüksek mineral yüne ek olarak 2014 yılında ısı yalıtımı, suya dayanıklılığı, taşıma kapasitesi ve kullanım ömrü daha yüksek termoset plastik malzemeler olan Poliüretan (PUR) ve Poliizosiyanurat (PIR) yalıtımlı sandviç panel hattını da devreye almıştır.

Şirket'in mevcut durum itibarıyla yıllık 6.000.000 m² sandviç panel, 750.000 m³ EPS üretim kapasitesi bulunmaktadır. 56.358 m²'lik fabrika arsası üzerinde 21.530 m²'lik kapalı alanda yer alan üretim tesisi; sektörde ısı yalıtımı, hava geçirimsizliği, hijyen, terleme, güvenlik, estetik, yangın yalıtımı ve benzeri tüm ihtiyaçlara cevap verecek profil ve ürün gamına sahiptir. Şirket, yurt içi ve yurt dışı pazarlarda geçerli kalite belgeleri ile üretim yapmaktadır.

Şirket'in üç ana ürün grubunu i) sandviç cephe panelleri, ii) sandviç çatı panelleri ve iii) EPS ısı yalıtım oluşturmaktadır. Panelsan, Eylül'21 sonu son 12 aylık dönemde, 499.7 milyon TL satış geliri, 71.3 milyon TL VAFÖK ve 47,5 milyon TL net kar elde etmiştir.

2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Talep Toplama Tarihi	9-10-11 Şubat
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Ortak Satışı: 1.750.000 TL nominal değerli paylar Sermaye Artırımı: 17.500.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış: 1.750.000 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	Borsa dışında Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	10,20 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	765.000.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	Ek satış hariç: 196,4 milyon TL Ek satış dahil: 214,2 milyon TL

Halka Arz Oranı	Ek satış hariç (%25,67), Ek satış dahil (%28,00)
Fon Kullanım Yeri	Yurtiçi üretim kapasitesinin artırılması için ilave makine alınması ve fabrika inşaatı (%50-55) İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması (%45-50) Finansal borçların ödenmesi (%5-10)

3. Şirket Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Serhat Maşlak	26.737.500	46,50%	25.862.500	34,48%	24.987.500	33,32%
Recep Kaan Maşlak	26.737.500	46,50%	25.862.500	34,48%	24.987.500	33,32%
Gülay Maşlak	2.012.500	3,50%	2.012.500	2,68%	2.012.500	2,68%
Emin Kerem Şahin	2.012.500	3,50%	2.012.500	2,68%	2.012.500	2,68%
Halka Açıklık			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%

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

4.1. Gelirler

Panelsan, 21.530 m²'lik kapalı alanda yer alan tesisinde, hem kendi tescilli markaları için hem de yatırım sektöründeki ulusal ve uluslararası firmalara, EPS ürün grubunda sözleşmeli üretim yapmaktadır.

Geniş ürün gamına sahip olan Şirket, müşterilerinin farklılık gösteren ihtiyaçlarına yanıt veren mamullerini Türk Patent Enstitüsü'nden tescilli farklı markalar altında sunmaktadır. Bu kapsamda, Şirket'in sandviç paneldeki tescilli markaları "Panelsan, Çatıpan, Cephepan, Tekpan, Havapan, Ventpan ve Solarpan"dır. EPS levha markaları ise "Panpor, Panboard, Mantopan, Çatıpor, Panelsan Decopa, Geopan ve Panbox"dır. Şirket 2020 yılında üretiminin yeterli olmadığı durumlarda panel grubunda fason üretim de yaptırmıştır.

Şirket'in gelirleri, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 226 milyon TL, 218 milyon TL ve 316 milyon TL'dir. 2019 yılında Katar projesi finansallara olumlu yansımaya rağmen iç talepteki önemli gerilemeden dolayı Şirket'in gelirleri yıllık bazda %3.5 daralmıştır. 2020 yılında ise Covid-19 pandemisine rağmen özellikle ikinci çeyrek itibarıyla Türkiye'de inşaat harcamalarının cari fiyatlardaki ve iç talepteki artış sayesinde Şirket'in gelirleri yıllık bazda %44.9 oranında artmıştır.

2018 yılında yurt dışı satışların ağırlığı %5,6 iken, 2019 yılında %13,0 seviyesine ulaşmasının ana nedeni, Şirket'in Katar'da aldığı yüksek miktarlı projenin tamamlanması olmuştur. 2020 yılında ise, yurt dışı satışlar %4,5 seviyesine gerilemiştir. Bu düşüşün temel sebebi, özellikle 2020 yılı 2. çeyrekte yurt içi talebin yurt dışı talebe göre daha güçlü olması olarak gösterilebilir.

2021 yılının ilk dokuz ayında ise, güçlü iç talebin devam etmesi ile fiyatların artması sayesinde Şirket'in satışları yıllık bazda %87.7 artarak 393.2 milyon TL'ye ulaşmıştır. Eylül sonu yıllıklandırılmış satışlar 499.7 milyon TL'dir. 2021 yılı 9 aylık dönemde hem Covid-19 pandemisi etkilerinin hafiflemesi hem de Şirket'in yurt

dışı pazarlarını genişletme stratejisi doğrultusunda yurt dışı satışlarının payı %7,9 seviyesine çıkmıştır.

Satış Kırılımı (milyon TL)	2018	2019	2020	Eylül'20	Eylül'21
Yurt İçi Satışlar	208.5	185.8	296.6	197.8	358.7
İç Anadolu	158.4	125.0	187.9	124.8	252.8
Ege	22.4	22.8	33.9	21.1	40.5
Marmara	18.3	22.9	47.4	33.5	38.4
Karadeniz	7.2	11.8	20.0	14.8	21.8
Akdeniz	1.0	1.0	3.6	1.4	2.7
Güneydoğu Anadolu	1.0	2.2	2.7	1.7	2.5
Doğu Anadolu	0.1	0.1	1.2	0.6	0.0
Yurt Dışı Satışlar	12.6	28.3	14.2	8.8	31.2
İhraç Kayıtlı Satışlar*	7.2	7.3	5.0	2.9	8.2
Gürcistan	0.9	1.1	0.8	0.4	7.3
Mısır	0.3	2.9	2.8	1.5	3.6
Senegal	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
Türkmenistan	0.1	0.0	0.0	0.0	2.1
Azerbaycan	0.0	1.2	0.8	0.4	1.7
Bulgaristan	0.2	0.0	0.8	0.5	1.2
Libya	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
Birleşik Krallık	0.3	0.1	0.2	0.1	1.0
İsrail	0.4	0.2	0.3	0.1	0.8
Ürdün	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3
Malta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
KKTC	1.4	2.0	1.2	1.2	0.2
Norveç	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2
Nijer Cumhuriyeti	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Fransa	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Sırbistan	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Almanya	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Diğer**	1.6	13.3	1.9	1.6	0.0

*İhraç kayıtlı satışlar, imalatçı firmaların ihraç edilmek şartıyla satışın yurt içindeki firmalara satış yapması olarak özetlenebilir.

** 2021 yılı 9 aylık dönem itibariyle satış yapılmayan ülkeler "Diğer" olarak sınıflandırılmıştır.

Yurt İçi Satışlar

Panelsan 2021 yılı 9 aylık durum itibariyle ağırlıklı olarak yurt içi satışları gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda, Türkiye'de doğrudan ve çözüm ortakları aracılığı ile 250'den fazla müşteriye (50.000 TL üzeri satışlar göz önüne alınmıştır) satış yapmaktadır. Şirket ağırlıklı İç Anadolu Bölgesi olmak üzere Türkiye'nin 7 bölgesinde yurt içi satışlarını 4 farklı kanaldan yapmakta olup, söz konusu satış kanallarına ilişkin bilgi aşağıda yer almaktadır:

a) Yatırımcılar (Müştebbisler): Yatırım kararı alan kamu veya özel şirketlerin kendileri için kuracağı fabrika, tesis, depolama alanı, vb. endüstriyel projeler ile hastane, alışveriş merkezi, enerji santrali vb projeler için yapılan üretim ve satışlardan oluşmakta olup ağırlıklı olarak sandviç panel satışları yapılmaktadır.

b) Yüklenici Firmalar: Kamu veya özel endüstriyel projeleri gerçekleştirecek yüklenici firmaların üstlendiği projelerin ihtiyaçları doğrultusunda yapılan üretim ve satışlardan oluşmakta olup ağırlıklı olarak sandviç panel satışları yapılmaktadır.

c) Çözüm Ortağı Satışları: Ülke genelinde faaliyet gösteren, yapı malzemeleri ve projelendirme konusunda uzman çözüm ortakları aracılığı ile yapılan satışlardan oluşmakta olup hem sandviç panel hem de EPS levha satışları yapılmaktadır.

d) Prefabrik ve Soğuk Hava Deposu Üretimi yapan ülke genelindeki firmaların üstlendiği projelerin ihtiyaçları doğrultusunda yapılan üretim ve satışlar dan oluşmakta olup ağırlıklı sandviç panel satışları yapılmaktadır.

Yurt Dışı Satışlar

Yurt dışı pazarlama ve satış faaliyetleri ise Şirket'in bünyesi içerisindeki Satış departmanı altındaki Dış Ticaret fonksiyonu tarafından yürütülüp yönetilmektedir.

Özellikle Mısır, KKTC ve Gürcistan'da Şirket'in iş birliği içinde olduğu kişi ve firmalarla proje bazlı olarak çalışmaktadır.

Yurt içi ve yurt dışı satışların dışında esas olarak bağlantı aparatları, köşe panelleri ve benzeri tamamlayıcı ürünler ile vida, trapez ve benzeri diğer ürünlerin satışlarından oluşan diğer satışlar kalemi ise finansal tablo dönemleri itibariyle %0,8 ile %2,2 bandında gerçekleşmiştir.

Şirket, ürün bazında, 2020 yılında toplamda 2.384.209 m2 sandviç çatı paneli, 1.138.777 m2 sandviç cephe paneli ve 260.248 m3 EPS satmıştır. Satışların TL bazında kırılımına bakıldığında ise, en büyük payı %53,1 ile çatı paneli grubu ürünleri almaktadır. %27,7 pay ile cephe paneli grubu ürünleri çatı paneli satışını takip etmekte olup, EPS grubu satışları ise %14,3 seviyesindedir.

2021 yılı 9 aylık dönemde 1.751.655 m2 sandviç çatı paneli, 967.157 m2 sandviç cephe paneli ve 200.264 m3 EPS satışı yapılmıştır. İlgili dönem itibariyle ise satışların TL bazında kırılımına bakıldığında çatı paneli grubu ürünlerinin toplam satıştaki payı %50,9, cephe paneli grubu satışlarının payı %30,2, EPS satışlarının payı ise %14,1 olarak gerçekleşmiştir.

Net Satışlar (milyon TL)	2018	Pay %	2019	Pay %	2020	Pay %	Eylül'20	Pay %	Eylül'21	Pay %
Sandviç Panel Grubu Cephe Panelleri	66.8	29.6	59.0	27.1	87.6	27.7	55.7	26.6	118.6	30.2
Sandviç Panel Grubu Çatı Panelleri	109.7	48.5	118.2	54.2	167.9	53.1	109.7	52.4	200.2	50.9
Yalıtım Grubu	39.3	17.4	31.3	14.3	45.2	14.3	31.7	15.1	55.6	14.1
Diğer Satış ve Gelirler	10.2	4.5	9.7	4.4	15.4	4.9	12.4	5.9	18.8	4.8
TOPLAM	226.0	100.0	218.2	100.0	316.0	100.0	209.5	100.0	393.2	100.0

4.2. Giderler

Satışların maliyeti esas olarak satılan mamul maliyeti kaleminden oluşmakta olup, satılan ticari mal maliyeti, satılan hizmet maliyeti ve diğer satışların maliyeti yıllar içinde toplam satışların maliyeti içinde toplamda %1,7- %3,8 bandında değişen paylar almıştır.

Satışların mamul maliyeti, ilk madde malzeme giderleri, genel üretim giderleri, personel giderleri, amortisman giderleri ile mamul ve yarı mamullerdeki değişim ve stoklar değer düşüklüğü karşılık giderlerinden oluşmaktadır ve Eylül'21 itibariyle %97'si satılmaya hazır hale getirilen mamul ürünlerin ilk madde ve malzeme giderleridir.

Genel olarak bakıldığında, ciro değişimi ile doğru orantılı olarak satışların maliyetlerinde de değişim meydana gelmektedir. Satışların maliyeti 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 199.7 milyon TL, 193 milyon TL ve 276.4 milyon TL'dir. 2019 yılında inşaat ve sanayi sektörlerindeki durağanlaşan faaliyetlerden kaynaklı olarak önceki yıla göre cirodaki düşüş ile orantılı olarak toplam maliyetler de %3,4 azalış göstermiştir. 2020 yılında hacim artışının yanı sıra kur ve arz-talep dengesinin bozulmasının etkisiyle birim fiyatların da yükselmiş olması sonucunda toplam maliyet %43 artmıştır.

2021 yılı dokuz aylık dönemde ise satışların maliyeti 326.9 milyon TL'dir. Önceki yılın aynı dönemine göre satışların maliyetindeki %76,1'lik büyümeye, ilgili dönemdeki %87,7'lik ciro artışına paraleldir.

4.3 VAFÖK

2020 yılında Şirket'in VAFÖK'ü yıllık bazda %76 artarak 30.8 milyon TL'ye ulaşırken VAFÖK marjı da 1.7 baz puan iyileşerek %9.7'ye yükselmiştir. Artan cironun etkisiyle birlikte faaliyet giderlerinin satışlara oranı gerilerken, brüt kar marjı 1 baz puan artmıştır. 2021 yılının ilk dokuz ayında Şirket'in VAFÖK'ü 57.8 milyon TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde VAFÖK marjı ise %14.7'dir.

Karlılık Oranları	2018	2019	2020	Eylül'20	Eylül'21
Brüt Kar Marjı	11.6%	11.5%	12.5%	11.3%	16.8%
Faaliyet Kar Marjı	8.4%	6.9%	8.8%	7.2%	14.0%
VAFÖK Marjı	9.3%	8.0%	9.7%	8.2%	14.7%
Net Kar Marjı	0.2%	1.2%	4.5%	1.5%	9.3%

4.4 Net Kar

Şirket 2019 yılında 2.7 milyon TL net dönem karı elde etmiştir. 2020 yılında %44,9'luk ciro büyümesi ve iyileşen operasyonel kar marjları doğrultusunda net dönem karı %422,9 artarak 14.2 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket, 2021 yılı 9 aylık dönem itibariyle ise yıllık bazda %87,7 artan ciro ve %16,8 olarak gerçekleşen brüt kar marjı ile 36.5 milyon TL net dönem karı elde etmiş olup net kar marjını %9,3 seviyesine yükseltmiştir.

4.5. Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in 2018, 2019, 2020 ve Eylül'21 mali tablolarına göre hesaplanan ticari işletme sermayesi aşağıdaki gibidir:

Ticari İşletme Sermayesi - TL	2018	2019	2020	Eylül'21
Ticari Alacaklar	62,802,458	64,965,997	121,846,400	165,040,575
Stoklar	37,446,685	33,373,760	52,137,983	84,377,762
Ticari Borçlar	46,929,460	65,600,474	86,996,138	126,169,238
Net İşletme Sermayesi	53,319,683	32,739,283	86,988,245	123,249,099

İlk madde ve malzemeler toplam stoklar içinde en büyük paya sahiptir. 2020 yılından itibaren toplam stok tutarının önceki dönemlere göre artmasının temel sebebi gerek kur hareketlerinden gerekse Covid-19 pandemisi kaynaklı tedarik sıkıntıları nedeniyle Şirket'in yüksek stok tutma stratejisini uygulamaya başlaması olarak gösterilebilir. Bu yeni uygulama neticesinde Şirket'in işletme sermayesi negatif etkilenmiş olsa bile Şirket satış hacmini artırmış ve maliyetini de kura karşı korumuştur.

4.6. Borçluluk

2021 yılının Eylül ayı itibariyle kısa vadeli finansal borcu 46.889.234 TL ve uzun vadeli finansal borcu 16.534.783 TL olmak üzere toplam finansal borcu 63.424.017 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 45.700.121 TL olup kısa vadeli finansal yatırımları ise 711.416 TL'dir. Buna göre Şirket'in net borç pozisyonu 17.012.480 TL'dir.

Borçluluk - TL	2018	2019	2020	Eylül'21
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.133.863	17.921.889	32.207.845	45.700.121
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	0	0	414.665	711.416
Toplam Finansal Borçlar	54.568.480	51.172.330	71.937.814	63.424.017
Net Borç veya (Net Nakit)	44.434.617	33.250.441	39.315.304	17.012.480

5. Riskler

- Hammadde ve girdi tedarikinde dışa bağımlılık: Şirket'in sandviç panel ve EPS üretiminde kullandığı hammadde ve katkı malzemelerinin büyük kısmı sac, çelik ve petrol benzeri emtialardan üretilen hammaddelerdir. Şirket'in özellikli hammadde ve mamul alımında ithal girdiye bağımlı olması, hammadde arzı ve fiyatının değişkenliği Şirket'in üretimini, karlılığını olumsuz etkileyebilir, stok yönetim politikasındaki aksaklıklar müşteri kaybına neden olabilir.
- Yoğun işletme sermayesi ihtiyacı: Şirket'in faaliyetleri yoğun işletme sermayesi gerektirmektedir. Şirket'in yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyaçlarını finanse edememesi, Şirket'in operasyonel ve finansal durumunu olumsuz etkileyebilir.
- Üretimin durması: Üretim hattındaki teknik arızalar, yedek parça temininde aksaklıklar, iş kazaları, doğal afetler, ülkede olan olağanüstü durumlar ve salgın hastalıklar Şirket'in faaliyetinde geçici iş durmalarına yol açabilir, Şirket'in faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.
- Sektöre yeni oyuncuların girmesi: Şirket'in faaliyette bulunduğu sektördeki büyümeler, global çaptaki rekabetin yanında yerel üreticilerin de bu sektöre yatırım yapmasına sebebiyet verebilir. Her ne kadar yatırım maliyeti ve yüksek işletme sermayesi gereksinimleri ihtiyaç duyulsa da Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörde gelecekte yatırım yapacak yerli ve yabancı yatırımcılar olabilir. Bundan dolayı arz ve rekabet dengesinin bozulmasından Şirket'in ileriye dönük beklentileri, faaliyetleri, finansal durumu ve operasyonel sonuçları olumsuz etkilenebilir.
- Lojistik Fiyatlarının Artması: Hammadde temini ve ürün satışında nakliye ve navlun fiyatlarındaki artış Şirket'in maliyetlerini ve satış hacmini olumsuz etkileyebilir.

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Panelsan paylarının halka arz fiyatını belirlerken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi değerlendirme yöntemleriyle ulaştığı sonuçların ortalamasını dikkate almıştır. Her iki yönteme eşit ağırlık (%50) verilmiştir.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, önümüzdeki 10 senelik dönem için (2021-2030) Şirket'in nakit akışları tahmin edilmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- 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 normalleşeceği ve hedeflenen tam kapasiteye yakın devam edeceği varsayılmıştır.
- Fiyat artışları TL bazda 2022 ve 2023 yılları için sandviç ürün grubunda %10, EPS yalıtım ürün grubu için ise 2022 yılında %10, 2023 yılında %15, 2024-2025 yılları için her ürün grubunda %5 olacak şekilde varsayılmıştır.

- Satış miktarındaki yıllık artışın sandviç panel grubu için 2022, 2023, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %10, %35, %21 ve %10 olacağı varsayılmıştır. EPS yalıtım grubu satış miktarı yıllık artışının ise yine aynı tahmin yılları için sırasıyla, %10, %15, %5 ve %5 olacağı varsayılmıştır.
- Eylül'21 itibarıyla ulaşılan %16.8'lik brüt kar marjının son çeyrekte meydana gelen ilerleme 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 kar marjının kademeli olarak artarak %18.9'a ulaşacağı varsayılmıştır.
- Artan satış hacmi ve cironun etkisiyle 2021 yılı 9 aylık gerçekleştirmede faaliyet giderlerinin satışlara oranı %2.9'a düşmüştür. 2021 yılı için aynı oran korunmuş, ileriki yıllarda artan satış hacmi ve ilave kapasite yatırımın satışlara etkisiyle birlikte ölçek ekonomisinin faaliyet giderlerini iyileştirmesi ve ilgili giderlerin satışlara oranının %2.5'e kadar düşeceği öngörülmüştür.
- Şirket'in Kazakistan'da yapılacak yatırımı gelir tablosu projeksiyonlarına dahil edilmemiştir.
- 2021-2030 yıllarında yeni ekipman, ekipman yenileme, bakım onarım ve bina yatırımları öngörülmüştür. Ekipman yenileme ve bakım onarım harcamaları 2021 yılında 1 milyon TL gerçeklemesi ve bu yatırımın 2022-2030 döneminde her yıl yapılacağı varsayılmıştır. 2022 yılında 2 milyon dolar bina yatırımı ve 2023 yılında 4 milyon dolar yeni ekipman yatırımı yapılması varsayılmıştır.
- Ticari işletme sermayesine ek olarak diğer işletme sermayesi kalemleri de işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamasında dahil edilmiştir. Bunun arkasındaki neden ise diğer net işletme sermayesi hesabındaki en büyük kalemi oluşturan kısa vadeli yükümlülüklerdeki belirli müşterilerden alınan sipariş avansların olmasıdır. Bu kalemin Şirket'e ilave kaynak sağlaması ve işletme sermayesi ihtiyacını azaltması öngörülmektedir.
- Vergi oranı 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %25 ve %23 olarak dikkate alınmış, 2024 ve sonrasında ise %20 olarak öngörülmüştür. Buna göre, Şirket'in vergi sonrası borçlanma maliyeti %16 olarak hesaplanmaktadır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %17,72 dikkate alınmıştır. Hisse senedi piyasası risk primi olarak %5.5 kullanılmıştır. AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) %20.76 olarak hesaplanmıştır.
- Devam eden değer hesabında büyüme oranı %5 kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Panelsan için 768 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Makro Veriler	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
USD/TL Ortalama	8.86	14.97	14.74	15.85	16.9	17.86	18.74	19.62	20.49	21.35
EUR/TL Ortalama	10.44	16.91	16.69	18.38	20.09	21.75	23.39	25.08	26.84	28.65
TR TÜFE Yılsonu	36.1%	29.0%	11.0%	9.5%	9.0%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	6.5%
TR TÜFE Ortalama	19.4%	33.5%	16.1%	10.2%	9.3%	8.3%	7.5%	7.3%	7.0%	6.8%

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı

İNA Tablosu (milyon TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış Hasılatı	578.7	694.4	1,006.9	1,258.7	1,447.5	1,610.5	1,763.5	1,909.0	2,042.6	2,180.5
Büyüme	83.1%	20.0%	45.0%	25.0%	15.0%	11.3%	9.5%	8.3%	7.0%	6.8%
Satışların Maliyeti	478.5	569.5	823.9	1,023.3	1,174.6	1,306.9	1,429.3	1,547.3	1,655.6	1,767.3
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	16.7	19.3	25.0	31.3	35.9	40.0	43.8	47.4	50.7	54.2
Faaliyet Karı	83.5	105.6	157.9	204.0	236.8	263.5	290.3	314.3	336.3	358.9
Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	62.6	81.3	126.4	163.2	189.5	210.8	232.3	251.4	269.0	287.2
+Amortisman	3.8	4.4	10.0	9.8	9.6	9.5	9.3	9.2	9.0	8.9
-Yatırım Harcaması	1.0	31.3	60.5	1.7	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5	2.7
-İşletme Sermayesi İhtiyacı	72.6	21.5	56.9	46.5	34.7	29.8	28.1	26.6	24.4	25.2
Serbest Nakit Akımı	-1.1	32.9	18.9	124.9	162.6	188.5	211.3	231.7	251.2	268.3
Uç Değer										1,793.9
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	-1.0	26.0	12.4	67.6	72.9	70.0	65.0	59.0	53.0	46.9
Uç Değerin Bugünkü Değeri										313.4
SNA'NIN Bugünkü Değeri	471.8									
Uç Değer Büyümesi	5%									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	313.4									
Firma Değeri	785.2									
-Finansal Borçlar	63.4									
+Nakit ve Nakit Benzerleri	45.7									
+Kısa Vadeli Finansal Varlıklar	0.7									
Özsermaye Değeri	768.2									
Pay Başına Özsermaye Değeri	13.4									

b. Piyasa Çarpanları Analizi

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, sıklıkla kullanılan yöntemlerden F/K bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi ve firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almadığı değerlendirilmektedir. Bundan dolayı BİST-Yıldız Pazar, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/VAFÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur. Yurt içi çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle BIST-Yıldız Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketlerin Eylül'21 verileri de dikkate alınmıştır.

Şirketin Eylül'21 itibarıyla net borcu 17 milyon TL ve son 12 aylık VAFÖK 71.3 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

FD/VAFÖK çarpanı negatif olanlar ile (<0x) standart sapmanın iki katını aşan veriler (>25x) aykırı değer olarak değerlendirilmiştir.

Yurt dışı benzer şirketler FD/VAFÖK çarpanı medyanı 10.1x, yurtiçi benzer şirket FD/VAFÖK çarpanı medyanı 10.4x ve yurt içi BİST-Yıldız Pazar Endeksi FD/VAFÖK çarpanı 9.6x'dir. Toplamda %50 ağırlığı olan yurt içi çarpanlarda, yurt içi sektörel olarak benzer şirketler ile işlem hacmi nispeten yüksek Yıldız Pazar şirketlerinin çarpan analizi sonuçları eşit ağırlıklandırılmıştır. Yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu %50 ağırlıklandırma ile çarpan analizi çalışmasına dahil edilmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 698 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer 12.15 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı	50%	
Özsermaye Değeri		700.125.023
Pay Başına Değer		12,18
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyanı	25%	
Özsermaye Değeri		726.227.992
Pay Başına Değer		12,63
Yurtiçi Yıldız Pazar Endeksi Medyanı	25%	
Özsermaye Değeri		667.002.847
Pay Başına Değer		11,60
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		698.370.221
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		12,15

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Panelsan için yapılan değerleme çalışmasında, Çarpan Analizi'ne %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek 733,303,653 TL özsermaye değeri ve 12,75 TL pay bedeli hesaplanmıştır. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanması sonrası, Halka Arz Özsermaye Değeri 586.642.923 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 10,20 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizi	50%	
Özsermaye Değeri		768.237.085
Pay Başına Değer		13,36
Çarpan Analizi	50%	
Özsermaye Değeri		698.370.221
Pay Başına Değer		12,15
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		733.303.653
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		12,75
Halka Arz İskontosu		20%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri		586.642.923
Halka Arz Pay Başına Değer		10,20

Panelsan için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerleme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, değerleme sürecine dair ekli yorumlarımızı/görüşlerimizi/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

İNA Analizi: İNA analizine esas teşkil eden varsayımların paylaşımını yeterli düzeyde ve makul buluyoruz. Öte yandan, 2024-2030 dönemi için analizin zımni olarak ifade ettiği ilave yatırılan sermaye getirisi oranının, 2022-2023 döneminin iki katı düzeyinde olduğunu hesaplıyoruz. Karlılıkta beklenen iyileşmenin ve net işletme sermayesi ihtiyacının nominal olarak da azalmasının serbest nakit akım marjına artan oranda yansımalarının sonucu olarak değerlendirdiğimiz bu tabloyu, ulaşılabilir buluyoruz. Bununla birlikte, özellikle hammadde fiyatları kaynaklı marj dalgalanmaların, net işletme sermayesi ihtiyacında gözlemlenebilecek olası artışların ve muhtemel ilave rekabetin, bu yüksek seviyelerin uzun süreler korunması önündeki muhtemel engeller olabileceğini hatırlatmakta fayda görüyoruz. VAFÖK marjında projeksiyon döneminde tahmin edilen hedeflere ulaşamaması değerleme üzerinde negatif yönlü risk oluşturabilir.

Benzer Şirketler Analizi: Bu analizde dikkate alınan şirketleri ve izlenen yöntemi genel olarak makul ve anlaşılabilir buluyoruz. Aynı zamanda, F/K çarpanının değerlemede dikkate alınmamasının gerekçelerini de kabul edilebilir buluyoruz. Bununla birlikte, benzer endişelerin FD/VAFÖK çarpanı için de dile getirilebileceği görüşündeyiz ve gerçekleşmiş değerler üzerinden, halka arz değerlemesinin isabet ettiği F/K çarpanını 12.4x olarak hesaplıyoruz.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Panelsan'ın halka arz fiyatının belirlenmesi için izlenen yöntemin ve ulaşılan iskonto sonrası pay başı 10,20 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.