

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

Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

| Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. | |
|---|--|
| Borsa Kodu | PNLSN |
| Halka Arz Yöntemi | Sermaye Artırımı & Ortak Satışı |
| Halka Arz Şekli | Sabit Fiyatla Talep Toplama |
| Tahsisatlar | Yurt İçi Bireysel : %50 Yurt İçi Kurumsal : %40 Yurt Dışı Kurumsal : %10 |
| Kote Olunacak Pazar | Ana Pazar |
| Talep Toplama Tarihleri | 9-10-11 Şubat 2022 |
| Halka Arz Öncesi Sermaye | 57.500.000 TL |
| Sermaye Artırımı | 17.500.000 TL |
| Ortak Satışı | 1.750.000 TL |
| Ek Satış | 1.750.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Sermaye | 75.000.000 TL |
| Halka Açıklık Oranı | 25,67% |
| Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil) | 28,00% |
| Talep Toplama Fiyatı | 10,20 TL |
| Halka Arz Büyüklüğü | 196.350.000 TL |
| Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil) | 214.200.000 TL |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri | 586.500.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri | 765.000.000 TL |

| Halka Arz Çarpanları | |
|----------------------|-------|
| F/K 2021Ç3 | 12,35 |
| FD/FAVÖK1 2021Ç3 | 8,46 |
| PD/DD 2021Ç3 | 4,79 |

| Halka Arz Sonrası Çarpanlar | |
|-----------------------------|-------|
| F/K 2021Ç3 | 16,11 |
| FD/FAVÖK1 2021Ç3 | 8,46 |
| PD/DD 2021Ç3 | 2,54 |

Özet Bilgi

- Panelsan, 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 Polystyrene 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 devreye almıştır. Şirket, yangınlık ve ses yalıtımı yönünde 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 ile 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 sahip bir tesis olmuştur. Şirket'in yurt içi ve yurt dışı pazarlarda geçerli kalite belgeleri ile üretim yapmaktadır.
- Şirket'in mevcut portföyü sandviç cephe panelleri, sandviç çatı panelleri ve EPS ısı yalıtım olmak üzere 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır.
- Şirket rekabetçi sektör şartlarında katma değerli ürünlere önem vermekte olup, bu doğrultuda AR-GE çalışmaları yapmaktadır. Bu çalışmaların sonucunda geliştirdiği ve patentli olarak üretmeye başladığı yenilikçi Gizli Vidalı Çatı Paneli ve Aparat Sistemi kullanılarak faaliyet gösterdiği fabrikasının çatısına 1,2 MW kurulu güce sahip ve EPDK lisansı alınmasına gerek olmayan GES kurulumunu 2020 yılı içerisinde gerçekleştirmiştir. Bu sayede, Ankara'daki iklim koşulları göz önüne alındığında 5 yıl içinde kendini amorti edecek bir sistem hayata geçirilmiştir. Öte yandan, söz konusu Gizli Vidalı Çatı Paneli ve Aparat Sistemi, Çatı ve Cephe Dergisi'nin Çatı ve Cephe Malzemeleri Ödüllerinde 2014 yılı Yılın Çatı Kaplama Malzemesi/Sistemi ödülünü almıştır.
- 2016 yılından beri ISO ikinci 500 listesinde (2019 yılında 458. sırada, 2020 yılında ise 376. sırada) yer alan Şirket ürünlerini Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti, Türkmenistan, Gürcistan, Mısır, Irak, Azerbaycan, Katar başta olmak üzere endüstri tesisleri yapılan ülkelere de ihraç etmektedir. Son 4 yılda ihracat yapılan ülke sayısı 30'u geçmiştir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %50-55'ini yurt içi üretim kapasitesinin artırılması için ilave makine alınması ve fabrika inşaatının yapılmasında,
- %45-50'ni işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması,
- %5-10'unu finansal borçların ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

| Panelsan Ortaklık Yapısı | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç) | | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil) | |
|--------------------------|-------------------|---------------|---------------------------------------|---------------|---------------------------------------|---------------|
| | Sermaye (TL) | Pay Oranı | Sermaye (TL) | Pay Oranı | Sermaye (TL) | Pay Oranı |
| Hissedar | | | | | | |
| 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 Açık Kısım | | 0,00% | 19.250.000 | 25,67% | 21.000.000 | 28,00% |
| Toplam | 57.500.000 | 100,0% | 75.000.000 | 100,0% | 75.000.000 | 100,0% |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

| Panelsan Bilanço (TL) | | | | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| VARLIKLAR | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/09 |
| 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 | | | 414.665 | 711.416 |
| Ticari Alacaklar | 62.802.458 | 64.965.997 | 121.846.400 | 165.040.575 |
| İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar | 9.980.878 | 5.441.311 | 9.343.658 | 18.720.875 |
| İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar | 52.821.580 | 59.524.686 | 112.502.742 | 146.319.700 |
| Diğer Alacaklar | 275.994 | 6.760.622 | 12.314.838 | 3.157.199 |
| İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar | | 6.495.051 | 10.097.078 | 1.119.713 |
| İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar | 275.994 | 265.571 | 2.217.760 | 2.037.486 |
| 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 Vergisi İle İlgili Varlıklar | 418.885 | 787.928 | 3.672.144 | 5.878.218 |
| Diğer Dönen 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 |
| İlişkili Olmayan Taraplardan 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 Varlıklar | 26.520 | 103.942 | 101.356 | 200.083 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | | | | 3.578.025 |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı | 1.601.930 | 1.683.854 | 1.784.454 | 2.411.521 |
| Toplam Varlıklar | 151.209.641 | 174.513.005 | 298.055.682 | 398.063.910 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| KAYNAKLAR | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/09 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 103.807.640 | 113.603.405 | 220.131.058 | 254.022.777 |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 28.084.200 | 11.652.462 | 29.725.905 | 24.294.068 |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 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 |
| İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar | 2.000 | | 1.062.912 | 1.162.147 |
| İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar | 46.927.460 | 65.600.474 | 85.933.226 | 125.007.091 |
| 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 |
| İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar | | 1.492.690 | 1.984.660 | |
| İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar | 51.287 | 54.157 | 64.289 | 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 Yük. | | 54.812 | | |
| Kısa Vadeli Karşılıklar | 430.312 | 1.030.096 | 1.110.442 | 979.998 |
| Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Kar. | 152.338 | 251.522 | 330.288 | 412.898 |
| Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar | 277.974 | 778.574 | 780.154 | 567.100 |
| 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 | | | | |
| Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Kar. | 844.669 | 956.337 | 1.172.943 | 1.441.999 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 72.181 | | | |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü | 159.742 | 301.468 | 554.611 | 3.641.924 |
| Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler | 13.511.054 | 23.545.185 | 20.116.205 | 21.618.706 |
| Özkaynaklar | 33.890.947 | 37.364.415 | 57.808.419 | 122.422.427 |
| Ödenmiş Sermaye | 30.200.000 | 31.125.000 | 40.500.000 | 57.500.000 |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Gid. | | | | |
| Aktüeryal Kayıp / Kazanç | -713.002 | -884.955 | -1.180.067 | -1.311.977 |
| Yeniden Değ.Ve Ölçüm Kazançları / (Kayıpları) | 4.603.514 | 4.603.514 | 4.603.514 | 28.205.166 |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler | 501.698 | 541.089 | 654.184 | 1.320.177 |
| Geçmiş Yıl Karları / (Zararları) | -1.094.484 | -740.654 | -994.648 | 250.668 |
| Net Dönem Karı | 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 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| PanelSan Gelir Tablosu | | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TL | 2018 | 2019 | 2020 | 2020/09 | 2021/09 | Son 4Ç |
| Hasılat | 226.000.531 | 218.175.961 | 316.042.155 | 209.480.192 | 393.217.419 | 499.779.382 |
| Yıllık Değişim | | -3,5% | 44,9% | | 87,7% | |
| Satışların Maliyeti (-) | -199.715.383 | -193.006.533 | -276.396.832 | -185.718.695 | -326.993.410 | -417.671.547 |
| Yıllık Değişim | | -3,4% | 43,2% | | 76,1% | |
| Brüt Kar | 26.285.148 | 25.169.428 | 39.645.323 | 23.761.497 | 66.224.009 | 82.107.835 |
| Yıllık Değişim | | -4,2% | 57,5% | | 178,7% | |
| Brüt Kar Marjı | 11,6% | 11,5% | 12,5% | 11,3% | 16,8% | 16,4% |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -2.909.571 | -3.095.439 | -4.586.869 | -3.242.344 | -4.120.421 | -5.464.946 |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-) | -4.500.328 | -7.069.067 | -6.253.266 | -4.545.065 | -6.238.345 | -7.946.546 |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-) | | | -1.093.161 | -837.775 | -986.441 | -1.241.827 |
| Faaliyet Karı | 18.875.249 | 15.004.922 | 27.712.027 | 15.136.313 | 54.878.802 | 67.454.516 |
| Yıllık Değişim | | -20,5% | 84,7% | | 262,6% | |
| Faaliyet Kar Marjı | 8,4% | 6,9% | 8,8% | 7,2% | 14,0% | 13,5% |
| Amortisman | 2.236.702 | 2.473.558 | 3.061.363 | 2.114.762 | 2.907.516 | 3.854.117 |
| FAVÖK1 | 21.111.951 | 17.478.480 | 30.773.390 | 17.251.075 | 57.786.318 | 71.308.633 |
| Yıllık Değişim | | -17,2% | 76,1% | | 235,0% | |
| FAVÖK1 Marjı | 9,3% | 8,0% | 9,7% | 8,2% | 14,7% | 14,3% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 50.647.562 | 21.591.674 | 44.509.011 | 21.261.362 | 43.226.156 | 66.473.805 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | -62.106.870 | -24.660.513 | -44.802.175 | -25.456.476 | -50.627.867 | -69.973.566 |
| Esas Faaliyet Karı | 7.415.941 | 11.936.083 | 27.418.863 | 10.941.199 | 47.477.091 | 63.954.755 |
| Yıllık Değişim | | 61,0% | 129,7% | | 333,9% | |
| FAVÖK2 | 9.652.643 | 14.409.641 | 30.480.226 | 13.055.961 | 50.384.607 | 67.808.872 |
| Yıllık Değişim | | 49,3% | 111,5% | | 285,9% | |
| FAVÖK2 Marjı | 4,3% | 6,6% | 9,6% | 6,2% | 12,8% | 13,6% |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler | 52.342 | 405.543 | 88.054 | 129.302 | 6.447.999 | 6.406.751 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-) | | | -13.430 | -13.430 | -1.175.495 | -1.175.495 |
| Finansal Gelir/(Gider) Öncesi Faaliyet Karı | 7.468.283 | 12.341.626 | 27.493.487 | 11.057.071 | 52.749.595 | 69.186.011 |
| Finansal Gelirler | 8.920.458 | 5.417.892 | 5.422.876 | 3.102.789 | 10.911.404 | 13.231.491 |
| Finansal Giderler (-) | -16.184.177 | -14.234.276 | -14.900.979 | -10.686.675 | -22.994.788 | -27.209.092 |
| Vergi Öncesi Kar | 204.564 | 3.525.242 | 18.015.384 | 3.473.185 | 40.666.211 | 55.208.410 |
| Vergi Gideri | | | | | | |
| Dönem Vergi Gideri | -393.156 | -773.678 | -3.690.622 | -385.191 | -5.143.024 | -8.448.455 |
| Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri) | 581.813 | -31.143 | -99.326 | 97.523 | 935.206 | 738.357 |
| Dönem Karı | 393.221 | 2.720.421 | 14.225.436 | 3.185.517 | 36.458.393 | 47.498.312 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Gedik Yatırım, PanelSan'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. PanelSan özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Gedik Yatırım tarafından Panelisan halka arz fiyatının Yıldız Pazar ile yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul karşılanmakla birlikte FD/FAVÖK çarpanının yanı sıra Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Benzer şirket çarpanları, 30.09.2021 finansal verileri ve 3 Ocak 2022 tarihli piyasa kapanışı verilerine göre hesaplanmıştır. Panelisan'ın 30.09.2021 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 aylık FAVÖK (30.09.2020- 30.09.2021) değeri çarpan analizinde kullanılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde yalıtım sektöründe faaliyetleri olan 21 şirketten oluşan bir listeden yararlanılmış olup, anlamlı sonuç vermeyen ve Panelisan ile iş modeli olarak benzemediği değerlendirilen şirketler elenerek 12 şirket seçilmiştir. Bu şirketlerden FD/FAVÖK çarpanı negatif olanlar ve 25x 'in üstü olanlar aykırı değer olarak kabul edilerek analize dahil edilmemiştir.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 700,1 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Değeri | Değer |
|---------------------------------------|--------------------|
| Medyan FD/FAVÖK (x) | 10,1 |
| FAVÖK (TL) | 71.308.633 |
| Net Borç (Net Nakit)(TL) | 17.012.480 |
| Özsermaye Değeri | 700.125.023 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt içi benzer şirket çarpan analizinde PanelSan'ın ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın ve inşaat sektörüne yönelik yalıtım, plastik ve sünger üretimi yapan 6 şirket seçilerek FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı kullanılmış olup, seçilen tüm şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları yurt dışı benzer şirketler için belirlenen 0x-25x aralığında olduğundan hepsi analize dahil edilmiştir.

| Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları | |
|-----------------------------------|-------------|
| Şirket | FD/FAVÖK |
| Berkosan Yalıtım | 10,5 |
| Dinamik Isı | 22,8 |
| Te-mapol Polimer | 8,2 |
| Mega Polietilen | 10,3 |
| Özerden Plastik | 8,5 |
| Sanifoam Sünger | 17,1 |
| Ortalama | 12,9 |
| Medyan | 10,4 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurt içi benzer şirket çarpan analizinde şirket için 726,2 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Değeri | Değer |
|--------------------------------------|--------------------|
| Medyan FD/FAVÖK (x) | 10,4 |
| FAVÖK (TL) | 71.308.633 |
| Net Borç (Net Nakit)(TL) | 17.012.480 |
| Özsermaye Değeri | 726.227.992 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yıldız Pazar Çarpan Analizi

- Yıldız Pazar çarpan analizinde toplam 141 BİST-Yıldız Pazar şirketinden, finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler hariç toplam 94 şirketin FD/FAVÖK çarpanının medyanı alınmış olup, negatif veriler dahil edilmeden hesaplama yapılmıştır.
- Sonuç olarak BİST Yıldız Pazar şirketlerinin çarpan analizinde şirket için 667 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Yıldız Pazar Çarpan Değeri | Değer |
|----------------------------|--------------------|
| Medyan FD/FAVÖK (x) | 9,6 |
| FAVÖK (TL) | 71.308.633 |
| Net Borç (Net Nakit)(TL) | 17.012.480 |
| Özsermaye Değeri | 667.002.847 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirket çarpan değerine %50, yurt içi benzer şirket çarpan değerine %25 ve Yıldız Pazar analizinden elde edilen çarpan değerine %25 ağırlık verilerek şirket için çarpan analizinden 698,4 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Çarpan Analizi Sonucu | Ağırlık | Değer |
|----------------------------------|---------|--------------------|
| Yurt Dışı Benzer Şirketler | 50% | 700.125.023 |
| Yurt İçi Benzer Şirketler | 25% | 726.227.992 |
| Yurt İçi Yıldız Pazar Şirketleri | 25% | 667.002.847 |
| Çarpan Değeri | | 698.370.221 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket'in satış projeksiyonları 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 yurtiçi ve yurtdışı satışları 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 itibariyle satışlardaki büyümenin normalize olacağı ve hedeflenen tam kapasiteye yakın devam edeceği varsayılmıştır.
- Buna göre, 2021-2025 arası satış projeksiyonları yıllık bazda üretim tesislerinin tam kapasiteye yaklaşacağı 2025 yılsonuna kadar aşağıdaki detayda tahmin edilmiştir. 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 makroekonomik varsayımların altında tahmin edilmiştir. Satış miktarındaki yıllık artışın ise yeni üretim hattının etkisiyle sandviç panel grubu için 2022, 2023, 2024 ve 2025 için 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.
- Faaliyet Giderleri:** Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %3,3-%4,7 arasında seyretmiştir olup 2021 yılında ise artan satış hacmi ve cironun etkisiyle 2021 yılı 9 aylık gerçekleşmede %2,9'a düşmüştür. 2021 yılsonu için faaliyet giderlerinin satışlara oranı ortalama %2,9 olarak korunmuş, ileriki yıllarda artan satış hacmi ve ilave kapasite yatırımının satışlara etkisiyle birlikte ölçek ekonomisinin faaliyet giderlerini iyileştirmesi ve satışlara oranının %2,5'e kadar düşeceği öngörülmüştür.
- İşletme Sermayesi:** Şirket'in geçmiş finansal tablolarına göre Şirket son 3 yıllık dönemde nakit dönüşüm süresi 48 ila 95 gün arasında seyretmiştir. Ticari işletme sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in 2018-2019-2020-3Ç21 dönemlerinde gerçekleştirdiği nakit dönüşüm süresinin ortalamasını projeksiyon döneminde devam ettireceği öngörülmüştür. Ticari işletme sermayesi ile finansal borçlar ve nakit ve nakit benzerleri dışında kalan diğer kısa vadeli varlıklardan kısa vadeli yükümlülükleri çıkartıldığında kalan "diğer net işletme sermayesinin

net satışlara oranının 2018-2019-2020-3Ç21 dönemleri ortalaması olan -%7,6 yerine ihtiyatlı bir yaklaşımla 2020 yılında çok sapan (%-17,4) çıkartılarak 2018-2019 yıllarının ortalaması olan -%5,1 kullanılmış olup, 2021-2030 yılları boyunca aynı kalacağı varsayılmıştır.

- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, 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 harcamaları 2021 yılında 1.000.000 TL gerçekleşecek olup, söz konusu yatırımın 2022-2030 döneminde her yıl yapılacağı varsayılmıştır. Yenileme ve bakım onarım harcamaları 2021 yılı tutarı baz alınarak yıllar bazında ortalama yıllık TÜFE ile artırılmıştır. 2022 yılında gerçekleşecek bina ve 2023 yılında gerçekleşecek yeni ekipman yatırımlarının sırasıyla 2.000.000 USD ve 4.000.000 USD seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Dolar cinsinden yatırım tutarları ilgili yılın Gedik Yatırım, Dolar/TL tahmini ile TL'ye çevrilmiştir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %17,72 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup son dönemde piyasalardaki gelişmeler sonrası 10 yıllık tahvil faizinin %25 seviyesinin üzerine çıkarak rekor kırdığı göz önünde bulundurulduğunda bu oranın düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %23,22 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %34,1 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM %20,76 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, 785,2 milyon TL olarak hesaplanan firma değerinden 17 milyon TL tutarındaki net borç çıkarılarak 768,2 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

| Değerleme Sonucu (TL) | Ağırlık | Değer |
|---------------------------------|---------------|--------------------|
| İNA | 50% | 768.237.085 |
| Çarpan Analizi | 50% | 698.370.221 |
| Ağırlıklandırılmış Değer | 100,0% | 733.303.653 |
| Ödenmiş Sermaye | | 57.500.000 |
| Pay Başı Değer | | 12,75 |
| Halka Arz İskontosu | | 20,0% |
| Halka Arz Fiyatı | | 10,20 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 10,20 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Panel San fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Panel San özelinde İNA'nın kullanılmış olmasının olumlu değerlendirdiğimizi.
- Gedik Yatırım tarafından Panel San halka arz fiyatının Yıldız Pazar ile yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul karşılanmakla birlikte FD/FAVÖK çarpanının yanı sıra Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Yurt dışı benzer şirket analizinde yalıtım sektöründe faaliyetleri olan 21 şirketten oluşan bir listeden yararlanılmış olup, anlamlı sonuç vermeyen ve Panel San ile iş modeli olarak benzemediği değerlendirilen şirketler elenerek 12 şirket seçilmiştir. Bu şirketlerden FD/FAVÖK çarpanı negatif olanlar ve 25x 'in üstü olanlar aykırı değer olarak kabul edilerek analize dahil edilmemiştir.
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirket çarpan değerine %50, yurt içi benzer şirket çarpan değerine %25 ve Yıldız Pazar analizinden elde edilen çarpan değerine %25 ağırlık verilerek çarpan değeri hesaplaması tarafımızca makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür. Bununla beraber şirketin 2022 ve 2023 yılında 92 milyon TL sabit kıymet yatırımı yaparak FAVÖK'ünü 2021'deki 87 milyon TL seviyesinden 2022'de 110 milyon TL'ye, 2023'te 168 milyon TL'ye ve 2024'te 214 milyon TL'ye çıkaracağı öngörülmüştür. Oluşacak ilave FAVÖK (127 milyon TL) yapılacak yatırım tutarının oldukça üzerinde olup sektöre giriş bariyerinin düşük olabileceğine yönelik bir sinyal vermektedir.
- Risksiz getiri oranı Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %17,72 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup son dönemde piyasalardaki gelişmeler sonrası 10 yıllık tahvil faizinin %25 seviyesinin üzerine çıkarak rekor kırdığı göz önünde bulundurulduğunda bu oranın düşük kaldığı kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Panel San'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 10,20 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.