

PanelSan atı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ő.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



7 Şubat 2022

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi	3
3.2. Ortaklık Yapısı	4
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
4.1. Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	4
4.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri	5
4.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri	5
4.1.3. Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Çarpan Değerleri	5
4.1.4. Çarpan Analizine Göre Şirket Değeri	6
4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi	6
5. SONUÇ	6
6. GÖRÜŞ	7

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, yetkili aracı kurum Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım"), Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Panelsan" ya da "Şirket") paylarının halka arz kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye :	57.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye:	75.000.000 TL
Halka Arz Tarihleri:	9-10-11 Şubat 2022
Halka Arz Toplamı (Nominal):	19.250.000 TL
Halka Arz Fiyat Aralığı:	10,20 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	196.350.000 TL (Ek satış dahil 214.200.000 TL)
Halka Açıklık oranı:	%25,67 (Ek satış dahil %28)
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket 18 Mart 2004 tarihinde mevcut ticari unvanı ile Ankara Polatlı Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulmuştur. Mineral Yün (Taşyünü-Camyünü) ve EPS yalıtımlı sandviç panel üretimine başlayan Şirket, 2005 yılında EPS yalıtım levhaları ve enjeksiyon ambalaj ürünleri üretim hattını 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.

3.1. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi

Şirket'in ana faaliyet konusu Şirket esas sözleşmesinin 3. maddesinde detaylı olarak tanımlanan; alüminyum, galvaniz, sac, plastik ve benzeri maddelerden mamul prefabrik ısı izolasyonlu inşaat elemanları ve poliüretan (PUR), poliizosiyanurat (PIR), Expanded Polysytrene Polistren (EPS) ve mineral yün (taş yünü/cam yünü) gibi farklı dolgu malzemeleri kullanmak suretiyle hijyen, terleme, güvenlik, estetik ve yangın yalıtımı gibi ihtiyaçlara cevap veren yalıtımlı çatı ve cephe panelleri (sandviç paneller), soğuk depo panelleri ile yalıtım malzemelerinin üretim ve ticaretini yapmaktır.

Şirket'in mevcut portföyü 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır;

- Sandviç cephe panelleri
- Sandviç çatı panelleri
- EPS ısı yalıtım

3.2. Ortaklık Yapısı

Şirket'in sermaye ve ortaklık yapısında rapor tarihi itibarıyla bir değişiklik olmayıp, güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası			
Ortağın Ticaret Unvanı	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Ek Satış Hariç		Ek Satış Dahil	
				Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (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%
Emin 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	A+B	57.500.000	100	75.000.000	100	75.000.000	100

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

*A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. A grubu paylar, olağan ve olağanüstü genel kurullarda, sahibine 5 oy hakkı vermektedir.

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi Yöntemi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi) yöntemleri kullanılmıştır.

4.1. Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Çarpan analizi yönteminde, Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri, Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri, ve Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Endeksi Çarpan Değeri olmak üzere tüm çalışmada çarpan olarak, Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVOK) çarpanınının 03.01.2022 tarihli kapanış medyanı dikkate alınmıştır.

Ayrıca çarpan analizinde 0x altı ve 25x üzeri çarpana sahip şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlendirme çalışmasının dışında tutulmuştur.

Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde kullanılan Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri	FAVÖK(TL)	Net Finansal Borç(TL)
30.09.2021 (Yıllıklandırılmış)	71.308.633	17.012.480

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

4.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Yalıtım sektöründe faaliyetleri olan 21 şirketten oluşan bir listeden yararlanılmış olup, anlamlı sonuç vermeyen ve iş modeli olarak benzemediği değerlendirilen şirketler elenmiş ve benzer şirket olarak 12 şirket seçilmiştir. 12 şirketin 2'si aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur. FD/FAVOK çarpanı negatif olanlar ile (<0x) standart sapmanın iki katını aşan veriler (>25x) aykırı değer olarak değerlendirilmiştir. Aşağıda detaylan verilen söz konusu şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVOK çarpanlarının medyanı alınarak yurt dışı benzer şirketler FD/FAVOK çarpanı hesaplanmıştır.

Buna göre Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi'ne göre Şirket değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketlere Göre Şirket Değeri	30.09.2020 - 30.09.2021
FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı (x)	10,1x
FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri (TL)	717.137.503
Net Finansal Borç (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	700.125.023
Pay Başına Değer (TL)	12,18

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

4.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

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

Yurt İçi Benzer Şirketlere Göre Şirket Değeri	30.09.2020 - 30.09.2021
FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı (x)	10,4x
FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri (TL)	743.240.472
Net Finansal Borç (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	726.227.992
Pay Başına Değer (TL)	12,63

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

4.1.3. Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Çarpan Değerleri

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 30.09.2021 verileri de dikkate alınmıştır.

BIST 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 İçi Yıldız Pazar Endeksine Göre Şirket Değeri	30.09.2020 - 30.09.2021
FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı (x)	9,6x
FAVÖK (TL)	71.308.633
Firma Değeri (TL)	684.015.327
Net Finansal Borç (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	667.002.847
Pay Başına Değer (TL)	11,60

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

4.1.4. Çarpan Analizine Göre Şirket Değeri

Karşılaştırılan Pazarlar ve Endeksler	Şirket Değeri	Ağırlık (%)	Sonuç
Yurt Dışı Benzer Şirketlere Göre Şirket Değeri	700.125.023	50	350.062.512
Yurt İçi Benzer Şirketlere Göre Şirket Değeri	726.227.992	25	181.556.998
Yurt İçi Yıldız Pazar Endeksine Göre Şirket Değeri	667.002.847	25	166.750.712
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100	698.370.221
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer			12,15

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
 - Risksiz Faiz Oranı olarak Türkiye 10 yıllık hazine tahvilinin son bir yıllık ortalama bileşik getirisi %17,72 kullanılmıştır.
 - Hisse Senedi Piyasası Risk Primi olarak; %5,50 oranı kullanılmıştır.
 - Beta katsayısı olarak market betası ("1") olarak kullanılmıştır.
 - Borçlanma maliyeti %20 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
 - Kurumlar vergisi 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 olarak dikkate alınmış olup, kalan projeksiyon dönemi için %20 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
 - AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmış, bu doğrultuda AOSM %20,76 olarak hesaplanmıştır.

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket değeri 768.237.085 TL'dir. Bu doğrultuda 57.500.000 TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 13,36 TL'dir.

5. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç
İNA Yöntemi	768.237.085	%50	384.118.543
Piyasa Çarpanı Yöntemi	698.370.221	%50	349.185.111
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		%100	733.303.653
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye			57.500.000
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer			12,75
Halka Arz İskontosu			%20
Halka Arz Piyasa Değeri			586.642.923
Halka Arz Fiyatı			10,20

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Panelsan'ın pay başına değeri tespit edilirken, "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Çarpanı Analizi" yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan yöntemleri eşit ağırlıklandırarak hesaplanan şirket değeri 733.303.653 TL olup, pay başına değer 12,75 TL olarak bulunmuştur. Bulunan pay başına değere uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası 10,20 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

6. GÖRÜŞ

- Panelsan için Gedik Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Yöntemi için;**
 - İNA analizinde, öngörülen nakit akımlarına ilişkin açıklamaların detaylı ve makul olduğu görüşünderiz.
 - Projeksiyonların alt kısımları ile detaylı olarak açıklanmış olması, analiz edilebilirlik ve anlaşılabilirlik bakımından oldukça faydalı olduğu görüşünderiz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşünde olmakla birlikte kullanılan risksiz faiz oranının rapor tarihi itibarıyla hazine tahvili getirilerine göre düşük kaldığı görüşünderiz. Bu doğrultuda, farklı risksiz faiz oranları uygulanması halinde hesaplamada farklı sonuçlar elde edilebileceğini düşünürüz.
 - Yine AOSM hesaplamalarında kullanılan borçlanma maliyetinin Şirket'in mevcut borçlanma maliyetine göre hesaplanmaya dahil edilmesinin daha makul olabileceği görüşünderiz.
 - Serbest nakit akımlarının indirgenmesi hususunda, 2021 yılı için indirgeme oranına uygulanan kıst yönteminin raporda detaylandırılmasının daha makul olabileceği görüşünderiz.
 - Serbest nakit akımlarında uç değer hesaplamasının da detaylandırılmasının daha makul olabileceği görüşünderiz.
- **Çarpan Analizi Yöntemi için;**
 - Analizde kullanılan benzer şirketlerin yeterli ve makul olduğu görüşünderiz.
 - Uç değerlerin hesaplamaya dahil edilmemesinin makul olduğu görüşünderiz.
 - Ortalama olarak medyan değer kullanılması makul olduğu görüşünderiz.
- Uygulanan yöntemlerin değerlendirme üzerindeki ağırlıklarının eşit olmasının makul olduğu görüşünderiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanı Analizi yöntemleri kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre birim pay değerine uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 10,20 TL halka arz fiyatının yukarıda belirtilen çekincelerimiz haricinde makul olduğu görüşünderiz.