

**Pannelsan atı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ő.**  
**(“Pannelsan” veya “Şirket”)**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin GörüŐ**

## İçindekiler

Yasal Sorumluluk Sınırı .....	2
Halka Arza İlişkin Bilgiler.....	2
Şirket Hakkında Özet Bilgi .....	4
Finansal Tablolar.....	7
Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	9
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler.....	13

### Yasal Sorumluluk Sınırı

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29 maddesine istinaden ICBC Turkey Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ICBC Yatırım") tarafından Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") aracılığıyla üstlendiği Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Panelsan") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım'ın hazırladığı 03.01.2022 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") değerlendirmek amacıyla yazılmış olup, herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve rakamlar, 28.01.2022 tarihinde KAP'ta açıklanan Panelsan Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin ve eklerinin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlardan dolayı ICBC Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### Halka Arza İlişkin Bilgiler

İhraççı	Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Panelsan")
Talep Toplama Tarihleri	9-11 Şubat 2022
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	57.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	75.000.000 TL
Halka Arz Oranı (ek satış dahil)	%25,67 (Ek Satış Dahil: %28,00)
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 17.500.000 TL Ortak Satışı: 1.750.000 TL Ek Satış: 1.750.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Nominal)	19.250.000 TL (Ek Satış Dahil: 21.000.000 TL)
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	10,20 TL
Halka Arz Büyüklüğü	196.350.000 TL (Ek Satış Dahil: 214.200.000 TL)
Fon Kullanım Yeri	- Yurt içi üretim kapasitesinin artırılması için ilave makine alınması ve fabrika inşaatının yapılması (%50-55) - İşletme Sermayesi İhtiyacı (%45-50) - Finansal Borçların Ödenmesi (%5-10)
Borsa Kodu	PNLSN

Tahsisat Grupları	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%50)</li> <li>- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%40)</li> <li>- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%10)</li> </ul>
-------------------	---

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

## Halka Arzdan Elde Edilecek Fonun Kullanım Yeri

Şirket'in sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile halka arzda satışı gerçekleştirilecek paylardan brüt 178.500.000 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin ise halka arzdan brüt 17.850.000 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. Panelsan'ın halka arzdan sağlanması beklenen gelirleri aşağıdaki amaçlar için kullanması planlanmaktadır.

### 1. Yurt İçi Üretim Kapasitesinin Artırılması İçin İlave Makine Alınması ve Fabrika İnşaatı

Üretim kapasitesinin artırılması amacı ile söz konusu Panel hattı ve ilave çeşitli makine alımı ile fabrika inşaatı yapılması planlanmaktadır. Halka arz gelirinin yaklaşık %50-55'inin bu çerçevede kullanılması planlanmaktadır.

### 2. Finansal Borçların Ödenmesi

Şirket, kâr marjının artırılması ve finansal borçlarının azaltılması hedefleri kapsamında finansman giderlerinin düşürülmesi ve işletme sermayesinin artırılması amacıyla, TL ve döviz cinsi banka kredilerinin bir kısmının kapatılmasını hedeflemektedir. Bu çerçevede Şirket, halka arz gelirlerinin yaklaşık %5-10'unu kullanmayı planlamaktadır.

### 3. İşletme Sermayesi İhtiyacı

Şirket ilgili değişimleri yönetebilmek için hammadde ve mamul stoklarını artırmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda Şirket, net halka arz gelirinin %45 ila %50'sini başta hammadde ve mamul stokları olmak üzere işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

## Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Serhat Maşlak	26.737.500	46,50%	25.862.500	34,48%
Recep Kaan Maşlak	26.737.500	46,50%	25.862.500	34,48%
Gülây Maşlak	2.012.500	3,50%	2.012.500	2,68%
Emin Kerem Şahin	2.012.500	3,50%	2.012.500	2,68%
Halka Arz Edilecek Paylar (Ek Satış Hariç)	-	-	19.250.000	25,67%

<b>Toplam</b>	<b>57.500.000</b>	<b>100</b>	<b>75.000.000</b>	<b>100</b>
---------------	-------------------	------------	-------------------	------------

*Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi*

### **Şirket Hakkında Özet Bilgi**

Panelsan 2004 yılında Ankara Polatlı Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulmuştur. 2004 yılında 7.500 m<sup>2</sup>'lik açık alan ve 2.500 m<sup>2</sup>'lik kapalı alanda, yıllık 1.250.000 m<sup>2</sup> 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 m<sup>3</sup> 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 m<sup>2</sup> sandviç panel, 750.000 m<sup>3</sup> EPS üretim kapasitesi ile 56.358 m<sup>2</sup>'lik fabrika arsası üzerinde 21.530 m<sup>2</sup>'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 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır:

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

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 (Kaynak: Yalıtım Dergisi [https://www.yalitim.net/yayin/494/oduller-sahiplerini-buldu\\_14617.html#.Yd3ltGhBxPZ](https://www.yalitim.net/yayin/494/oduller-sahiplerini-buldu_14617.html#.Yd3ltGhBxPZ))

2016 yılından beri ISO ikinci 500 listesinde (2019 yılında 458. sırada, 2020 yılında ise 376. sırada) yer alan Şirket (Kaynak: <https://www.iso500.org.tr/ikinci-500-buyuk-sanayi-kurulusu/2020/>), 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.

Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmelerin önemli aşamaları aşağıda yer almaktadır;

Panelsan'ın Tarihsel Gelişimi	
2004/2005	Panelsan, 7500 m2 açık alan 2500 m2 kapalı alan üzerinde panel üretimi yapmak amacıyla kurulmuştur.
2006/2007	EPS Üretim Kapasitesi 320.000m3/yıla çıkarılmıştır.
2010/2011	Sandviç Panel Üretim Kapasitesi 1.750.000m2/yıla çıkarılmıştır.
2012/2013	EPS Üretim Kapasitesi 620.000m3/yıla çıkarılmıştır.
2014/2016	Sandviç Panel Üretim Kapasitesi 6.000.000m2/yıla fabrika arsası 53.000m2'ye kapalı alan ise 20.000m2'ye yükselmiştir.
2017/2018	Açık Alan 56.358 m2'ye kapalı alan ise 21.530m2'ye yükseltilmiştir.
2019	Verimlilik yatırımlarının yapılması.
2020	1,2MW gücünde Güneş Enerji Sistemi kurulmuştur.
2021	Yeni yatırım ve enerji modifikasyonları devam edip ek fabrika ve taş yünü dolgulu yeni panel hattı kurulumu için fizibilite çalışmaları devam etmektedir.

Kaynak: Panelsan Halka Arz İzahnamesi

### Satışlar

Şirket'in toplam satışları 2018-2019-2020 yılsonu ile 30 Eylül 2020 ve 30 Eylül 2021 itibariyle sırasıyla 226.000.531, 218.175.961, 316.042.155 ile 209.480.192 ve 393.217.419 TL olarak gerçekleşmiştir. Hesap temel olarak yurt içi satışlar, yurt dışı satışlar ve diğer satışlar kalemlerinden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki yurt içi, yurt dışı satışları ve diğer satışları karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2018	Pay %	31.12.2019	Pay %	31.12.2020	Pay %	30.09.2020	Pay %	30.09.2021	Pay %
Yurt İçi Satışlar	208.536.177	92,3	185.768.890	85,1	296.646.673	93,9	197.810.317	94,4	358.704.830	91,2
Yurt Dışı Satışlar	12.605.038	5,6	28.292.259	13,0	14.239.929	4,5	8.792.098	4,2	31.229.912	7,9
Diğer Satışlar	4.859.316	2,2	4.114.812	1,9	5.155.553	1,6	2.877.777	1,4	3.282.677	0,8
<b>Toplam</b>	<b>226.000.531</b>	<b>100</b>	<b>218.175.961</b>	<b>100</b>	<b>316.042.155</b>	<b>100</b>	<b>209.480.192</b>	<b>100</b>	<b>393.217.419</b>	<b>100</b>

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

2018 yılında, toplam satış içerisinde yurt içi satışların payı %92,3 iken, 2019 yılında düşen satış hacmi ile beraber yurt içi satışın payı da %85,1 seviyesine gerilemiştir. 2020 yılında Covid-19 pandemisine rağmen özellikle ikinci çeyrek itibariyle Türkiye'de inşaat harcamalarının cari fiyatlardaki ve iç talepteki artış doğrultusunda yurt içi satışların toplam satışlar içindeki payı %93,9'e yükselmiştir. 2021 yılı 9 aylık dönemde ise yurt içi satışların toplam satışlar içindeki ağırlığı marjinal düşerek %91,2 olarak gerçekleşmiş olup, ilgili dönemde inşaat ve sanayi harcamalarındaki artışın devam etmesi nedeniyle toplam satışlar yıllık bazda %87,7 oranda artmıştır.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla bakıldığında yurt dışı satışlar %4,5 ile %13,0 bandında gerçekleşmiştir. 2018 yılında yurt dışı satışların ağırlığı %5,6 iken, 2019 yılında %13,0 seviyesine ulaşmasının ana nedeni, Şirket'in Katar'da aldığı yüksek montanlı 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 yılı 9 aylık dönemde ise hem Covid-19 pandemisi etkilerinin hafiflemesi hem de Şirket'in yurt dışı pazarlarını genişletme stratejisi doğrultusunda yurt dışı satışlarının payı %7,9 seviyesine çıkmıştır.

Yıllar itibarıyla Şirket'in satışları önceki dönemlere göre karşılaştırıldığında artış eğiliminde olmakla beraber, 2019 yılında Katar projesinin pozitif etkisine rağmen iç talepteki önemli zayıflamadan kaynaklı olarak Şirket'in toplam satışları önceki yıla göre %3,5 daralmıştır. Öte yandan, 2020 yılında ağırlıklı olarak yurt içi satışların katkısı ile toplam satışlar %44,9 oranında artmıştır. Bu artışın temel nedenleri yılın ikinci yarısında sanayi yatırımlarının ivmelenmesi sonucu artan talep ve Covid-19 pandemisi sürecinde Şirket'in stok tutma stratejisini müşteri isteklerine ve taleplerine hızlı cevap verebilecek şekilde değiştirmesi olarak özetlenebilir. 2021 yılında kuvvetli iç talebin devam etmesi ile fiyatların artış göstermesi neticesinde toplam satışlar 2021 yılı 9 aylık dönemde yıllık bazda %87,7 büyümeye kaydetmiştir.

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışlarının ürün bazında kırılımı aşağıda verilmiştir:

Net Satışlar Ürünler	Birim	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
<b>Sandviç Panel Grubu Cephe Panelleri</b>						
EPS Dolgulu	m2	189.758,74	70.413,75	117.569,81	86.363,26	38.589,34
PIR Dolgulu	m2	157.466,67	147.840,75	234.216,09	175.454,37	295.184,04
PUR Dolgulu	m2	517.239,47	437.609,32	578.621,07	370.905,29	428.243,26
Taşyünü Dolgulu	m2	182.868,83	169.875,39	208.370,07	147.034,19	205.140,22
<b>Sandviç Panel Grubu Çatı Panelleri</b>						
EPS Dolgulu	m2	35.505,73	5.856,96	13.109,68	11.369,68	28.334,20
PIR Dolgulu	m2	220.192,48	302.547,29	562.844,79	366.887,61	411.491,58
PUR Dolgulu	m2	1.072.864,15	1.259.214,51	1.521.403,29	1.030.867,31	1.078.617,77
Taşyünü Dolgulu	m2	299.027,54	210.412,25	286.850,96	233.166,34	233.211,33
<b>Yalıtım Grubu</b>						
EPS Beyaz	adet	0	0	6.020,00	6.020,00	0
	m3	48.086,57	34.528,77	54.088,53	39.528,22	41.613,93
EPS Enjeksiyon	adet	232.197,00	164.111,00	202.221,00	165.276,00	241.052,00
	m2	20.627,50	37.957,30	21.349,00	14.183,50	13.911,75
	m3	45,381	138,138	540,533	524,993	22,274
EPS Karbonlu	m3	191.221,03	146.723,50	205.618,77	149.425,16	158.627,76
<b>Diğer Gelir ve Satışlar</b>						
Tamamlayıcı Ürünler (bağlantı aparatları, köşe panelleri vb.) ve	adet	122.319,00	122.638,00	221.467,90	139.053,90	131.165,00
	Kg	1.336.016,95	1.370.294,22	1.492.835,79	1.206.954,34	1.830.364,03
	mt	37.101,32	34.353,30	124.405,35	116.220,60	17.289,85
	m2	58.052,12	548.999,60	145.681,98	100.073,16	103.672,20

<i>Diğer Ürünler (vida, trapez vb.)</i>	m3	250,25	210	105	105	52,58
<b>Toplam</b>	<b>adet</b>	<b>354.516,00</b>	<b>286.749,00</b>	<b>429.708,90</b>	<b>310.349,90</b>	<b>372.217,00</b>
	<b>m3</b>	<b>239.603,23</b>	<b>181.600,41</b>	<b>260.352,83</b>	<b>189.583,37</b>	<b>200.316,54</b>
	<b>m2</b>	<b>2.753.603,23</b>	<b>3.190.727,12</b>	<b>3.690.016,74</b>	<b>2.536.304,71</b>	<b>2.836.395,69</b>
	<b>Kg</b>	<b>1.336.016,95</b>	<b>1.370.294,22</b>	<b>1.492.835,79</b>	<b>1.206.954,34</b>	<b>1.830.364,03</b>
	<b>Mt</b>	<b>37.101,32</b>	<b>34.353,30</b>	<b>124.405,35</b>	<b>116.220,60</b>	<b>17.289,85</b>

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Panelsan, 2020 yılında toplamda 2.384.209 m2 sandviç çatı paneli, 1.138.777 m2 sandviç cephe paneli ve 260.248 m3 EPS satışı yapmıştır. 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 satışı takip etmekte olup, EPS grubu satışları ise %14,3 seviyesindedir.

2021 yılı 9 aylık dönemde yıllık bazda çatı panelleri ve cephe panelleri m2 bazında sırasıyla %6,7 ve %24 büyüme göstermiştir. EPS grubu satış hacimleri ise adet bazında %40,7 büyüme sergilerken, m3 bazında %5,7 oranında artmıştır. Hacimlerdeki artışın da katkısıyla ilgili dönemde satış hasılatı yıllık bazda %87,7 büyümüştür.

## Finansal Tablolar

VARLIKLAR	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
<b>Dönen Varlıklar</b>				
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 Taraflardan Ticari Alacaklar	9.980.878	5.441.311	9.343.658	18.720.875
- İlişkili Olmayan Taraflardan 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 Taraflardan Diğer Alacaklar		6.495.051	10.097.078	1.119.713
- İlişkili Olmayan Taraflardan 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
Devam eden proje sözleşmelerine ilişkin varlıklar				
Peşin Ödenmiş Giderler	116.731	2.098.859	5.644.003	5.858.142
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	418.885	787.928	3.672.144	5.878.218
Diğer Dönen Varlıklar	301.813	441.802	3.040.735	2.858.182
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>111.496.429</b>	<b>126.350.857</b>	<b>231.278.613</b>	<b>313.581.615</b>
<b>Duran Varlıklar</b>				
Finansal Yatırımlar	116.250	12.616.250	12.616.250	12.616.250
Ticari Alacaklar				
Diğer Alacaklar	349.841	600.551	269.204	293.508
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar				
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	349.841	600.551	269.204	293.508



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
Diğer Duran Varlıklar				
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>39.713.212</b>	<b>48.162.148</b>	<b>66.777.069</b>	<b>84.482.295</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>151.209.641</b>	<b>174.513.005</b>	<b>298.055.682</b>	<b>398.063.910</b>

<b>KAYNAKLAR</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
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
Diğer Finansal Yükümlülükler				
Ticari Borçlar	46.929.460	65.600.474	86.996.138	126.169.238
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	2.000	0	1.062.912	1.162.147
- İlişkili Olmayan Taraflara 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 Taraflara Diğer Borçlar	0	1.492.690	1.984.660	0
- İlişkili Olmayan Taraflara 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 projelere ilişkin yükümlülükler	0	54.812	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	430.312	1.030.096	1.110.442	979.998
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	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
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>103.807.640</b>	<b>113.603.405</b>	<b>220.131.058</b>	<b>254.022.777</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.434.462	22.287.380	18.388.651	16.534.783
Ertelenmiş Gelirler				
Uzun Vadeli Karşılıklar	844.669	956.337	1.172.943	1.441.999
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	844.669	956.337	1.172.943	1.441.999
- Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar				
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar				
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	159.742	301.468	554.611	3.641.924
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	72.181	0	0	0
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>13.511.054</b>	<b>23.545.185</b>	<b>20.116.205</b>	<b>21.618.706</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	30.200.000	31.125.000	40.500.000	57.500.000

Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsa	3.890.512	3.718.559	3.423.447	26.893.189
- Aktüeryal kayıp/kazanç	-713.002	-884.955	-1.180.067	-1.311.977
- Yeniden değerlendirme 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 Yıllar Karlar/Zararları	-1.094.484	-740.654	-994.648	250.668
Net Dönem Karı/Zararı	393.221	2.720.421	14.225.436	36.458.393
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>33.890.947</b>	<b>37.364.415</b>	<b>57.808.419</b>	<b>122.422.427</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>151.209.641</b>	<b>174.513.005</b>	<b>298.055.682</b>	<b>398.063.910</b>

<b>Gelir Tablosu (TL)</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
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
<b>Brüt Kar</b>	<b>26.285.148</b>	<b>25.169.428</b>	<b>39.645.323</b>	<b>23.761.497</b>	<b>66.224.009</b>
Genel Yönetim Giderleri	-2.909.571	-3.095.439	-4.586.869	-3.242.344	-4.120.421
Pazarlama, Satış ve Dağıtım 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
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>7.415.941</b>	<b>11.936.083</b>	<b>27.418.863</b>	<b>10.941.199</b>	<b>47.477.091</b>
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
<b>Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>7.468.283</b>	<b>12.341.626</b>	<b>27.493.487</b>	<b>11.057.071</b>	<b>52.749.595</b>
Finansal Gelirler	8.920.458	5.417.892	5.422.876	3.102.789	10.911.404
Finansal Giderler	-16.184.177	-14.234.276	-14.900.979	-10.686.675	-22.994.788
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>204.564</b>	<b>3.525.242</b>	<b>18.015.384</b>	<b>3.473.185</b>	<b>40.666.211</b>
<b>Vergi Gideri</b>	<b>188.657</b>	<b>-804.821</b>	<b>-3.789.948</b>	<b>-287.668</b>	<b>-4.207.818</b>
-Dönem Vergi Gideri	-393.156	-773.678	-3.690.622	-385.191	-5.143.024
-Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	581.813	-31.143	-99.326	97.523	935.206
<b>Dönem Karı</b>	<b>393.221</b>	<b>2.720.421</b>	<b>14.225.436</b>	<b>3.185.517</b>	<b>36.458.393</b>
<b>Pay Başına Kazanç</b>	<b>0,013</b>	<b>0,0898</b>	<b>0,4457</b>	<b>0,102</b>	<b>0,8824</b>

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

## Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım tarafından Panelsan paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla hazırlanan raporda değerlendirme yöntemleri olarak “İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”)” ve “Piyasa Çarpanları” yöntemleri kullanılmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi:

İNA yönteminde kullanılan başlıca varsayım ve kabuller aşağıda belirtilmiştir:

- Projeksiyonlar TL cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımı, 2021 – 2030 projeksiyon dönemi esas alınarak hesaplanmıştır.
- Analizde, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) hesaplaması şu şekildedir:

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	17,72%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,5%
Vergi Oranı	20%
Borç Oranı	34,1%
Özkaynak Oranı	65,9%
Sermaye Maliyeti	23,22%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,00%
<b>AOSM</b>	<b>20,76%</b>

*Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu*

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 30.09.2021 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %34,1 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %17,72 dikkate alınmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da  $Varyans/Varyans=1$  olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket’in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Hisse senedi piyasası risk primi (HSPRP) olarak %5,5 kullanılmıştır. Bu oran, %5-5,5 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılan oranlara göre mufakazakar bir bakış açısıyla dikkate alınmıştır. Referans olması açısından kaynak olarak, New York University Aswath Damodaran’ın dönemsel olarak açıkladığı gelişmiş piyasalar HSPRP Temmuz 2021 oranı %4,73’tür.
- Türkiye’deki bir finansal enstrüman olan 10 yıllık tahvil baz alınarak risksiz getiri oranı belirlendiğinden içerisinde ülke riskini barındırdığı değerlendirilmiş ve bu kapsamda ilave bir ülke risk primi mükerrer olacağından dikkate alınmamıştır.
- Borçlanma maliyeti, son dönemde artan borçlanma maliyeti değerlendirilerek vergi öncesi borçlanma maliyeti %20,00 olarak alınmıştır. Bu oran mevcut borçlanma maliyetleri göz önüne alınarak ve Şirket’in yakın gelecekte yeni kredi kullanmayacağı varsayımı ile hesaplanmıştır. Vergi oranı 2021’de %25, 2022’de %23 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ancak uzun

vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında muhafazakar bakış açısıyla kurumlar vergisi oranı %20 olarak korunmuş ve vergi sonrası bu borçlanma maliyeti oranı %16,00 olarak hesaplanmıştır.

AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır. Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %20,76 olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım çalışmasına göre hesaplanan özsermaye değeri ve birim pay değeri şu şekildedir:

TL mn	
İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı (2021-2030) – Bugünkü Değer	471,8
Uç Bugünkü Değer	313,4
Firma Değeri	785,2
Net Borç (-)	17,0
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>768,2</b>
<b>Pay Başına Değer</b>	<b>13,36</b>

*Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu*

- Tahmini serbest nakit akımı projeksiyonlarında uç büyüme değeri %5,0 olarak kabul edilmiştir.

Serbest nakit akımı projeksiyonları, %5,0 sonsuz büyüme oranı ve sabit AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 30 Eylül 2021 bilanço tarihindeki 17 mn TL net borç çıkartıldığında **768,2 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA analizi sonucunda, Şirket'in 57,5 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 13,36 TL'dir.

#### **Piyasa Çarpanları Yöntemi:**

Fiyat Tespit Raporu'nda Panelsan'ın piyasa çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı şirketleri ayrı ayrı ele alınmıştır. Her iki şirket grubunda da aşağıdaki çarpan kullanılmıştır:

- Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK")

#### **Piyasa çarpanları yönteminde baz alınan benzer şirket grupları aşağıda paylaşılmıştır;**

- Yurt Dışı Benzer Şirketler (%50)
- Yurt İçi Benzer Şirketler (%25)
- Yurt İçi Yıldız Pazar Endeksi Şirketleri (%25)

Yurt dışı benzer şirketler kümesi Bloomberg verilerine göre hazırlanmıştır. PC İletişim ile faaliyetleri açısından benzerlik gösterdiği düşünülen yurt dışı şirketlerinin medyan FD/FAVÖK çarpanı 10,99 olarak hesaplanmıştır.

Benzer Şirket çarpanlarına göre Panelsan'ın piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Çarpan	Ağırlık	3Ç21-Son12Ay
<b>Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyanı</b>			
Özsermaye Değeri	<b>10,1</b>	50%	700.125.023
Pay Başına Değer			12,18
ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU		Ağırlık	Sonuç
<b>Yurt İçi Benzer Şirketler Medyanı</b>			
Özsermaye Değeri	<b>10,4</b>	25%	726.227.992
Pay Başına Değer			12,63
ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU		Ağırlık	Sonuç
<b>Yurt İçi Yıldız Pazar Endeksi Medyanı</b>			
Özsermaye Değeri	<b>9,6</b>	25%	667.002.847
Pay Başına Değer			11,6
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>698.370.221</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>			<b>12,15</b>

## Sonuç

Kullanılan değerlendirme yöntemlerinden İNA tarafından hesaplanan değere %50 ve çarpan analizine göre hesaplanan sonuca %50 ağırlık verilmiştir. Buna göre, Panelsan'ın özsermaye değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Panelsan Değerleme Sonucu (TL mn)	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İNA	768,2	50%
Çarpan Analizi	698,3	50%
<b>Toplam</b>	<b>733,3</b>	<b>100%</b>
<b>Pay Başına Değer</b>		<b>12,75</b>

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL mn)	
Değerleme Sonucu	733,3
İskonto Oranı	<b>20,00%</b>
Ödenmiş Sermaye	57,5
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>10,20</b>

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

### Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler

- Halka arza ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan şirket ve sektörel bilgileri anlaşılır ve yeterli bulmaktayız.
- FAVÖK hesaplamasına süreklilik arz etmeyen esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemlerinin dahil edilmemesini yerinde bulmaktayız.
- Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Değerleme çalışmasında, Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yer alan maliyet yaklaşımının kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş Nakit Akım yönteminin geleceğe yönelik tahminleri içermesi ve bu tahminlerin yorumlanması aşamasında Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğini düşündüğümüzden bu bölümde elde edilen sonuçların gerçekleştirebilirliği tarafımızca ayrıca test edilmemiştir.
- Öte yandan, sonsuz değer hesabında kullanılan %5'lik büyüme oranını enflasyon dinamikleri ve Şirket'in büyümesi de dikkate alındığında makul bulmaktayız.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamalarına dahil edilen %5,5'luk piyasa risk priminin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Özsermaye değeri hesaplamasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasını uygun karşılamaktayız.
- Çarpan analizinde baz alınan yurt içi benzer şirketler ve yurt dışı benzer şirketler gruplarının sağlıklı referanslar oluşturduğunu düşünmekteyiz.
- Fiyat tespit raporunda piyasa çarpan analizinde kullanılan çarpan seçimlerini (aykırı değer uygulamaları vb.) olumlu bulmaktayız.
- Sonuç olarak, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemlerine göre hesaplanan Panelsan özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 10,20 TL halka arz fiyatını makul karşılamaktayız.