

PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş****8 Şubat 2022****Amaç**

İşbu rapor, TSKB A.Ş. ('TSKB') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzının, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler**Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	PNLSN
Halka Arz Öncesi Sermaye	57.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	75.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	19.250.000 TL (17.500.000 TL sermaye artırım + 1.750.000 TL ortak satışı)
Halka Açıklık Oranı	%25,67
Aracı Kurum	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	10,20 TL
Talep Toplama Tarihleri	09-10-11 Şubat 2022
Halka Arz Büyüklüğü	196.350.000 TL
Ek Satış (Nominal)	1.750.000 TL (ortak satışı)
Ek Satış Dahil Halka Arz Büyüklüğü	214.200.000 TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	%28,00

*Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, KAP***Tablo 2 – Ortaklık Yapısı**

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz'dan Önce		Pay Grubu	Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Hariç)		Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Dahil)	
	TL	%		TL	%	TL	%
Serhat Maşlak	4.650.000	46.50	A	4.650.000	34.48	4.650.000	33.32
	22.087.500		B	21.212.500		20.337.500	
Recep Kaan Maşlak	4.650.000	46.50	A	4.650.000	34.48	4.650.000	33.32
	22.087.500		B	21.212.500		20.337.500	
Gülay Maşlak	350.000	3.50	A	350.000	2.69	350.000	2.69
	1.662.500		B	1.662.500		1.662.500	
Emin Kerem Şahin	350.000	3.50	A	350.000	2.69	350.000	2.69
	1.662.500		B	1.662.500		1.662.500	
Halka Açık Kısım	-	-	B	19.250.000	25.67	21.000.000	28.00
Toplam	57.500.000	100		75.000.000	100	75.000.000	100

Kaynak: İzahname

8 Şubat 2022

2. Şirket Hakkında 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 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.

2.1 Şirket'in Faaliyetleri

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 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır:

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

2.2 Panelsan'ın Satışları Hakkında Genel Bilgi

Panelsan, 2020 yılında toplamda 2.384.209 m² sandviç çatı paneli, 1.138.777 m² sandviç cephe paneli ve 260.248 m³ EPS satışı yapılmıştır. Bu miktarların TL bazında finansallara yansımaları 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 1.751.655 m² sandviç çatı paneli, 967.157 m² sandviç cephe paneli ve 200.264 m³ EPS satışı yapılmıştır. Buna göre, m² bazında çatı grubunda %6,7, cephe grubunda ise %24 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Yalıtım ürünleri EPS grubu (EPS beyaz, EPS enjeksiyon, EPS karbonlu) ise m³ bazında %5,7, adet bazında ise %40,7 büyüme göstermiştir. İlgili dönem itibarıyla ise TL bazında 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.

Tablo 3 – Net Satışlar

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	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
Toplam	226.000.531	100	218.175.961	100	316.042.155	100	209.480.192	100	393.217.419	100

Kaynak: İzahname

8 Şubat 2022

İzahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla toplam satışların ürün bazında kırılımı aşağıda verilmiştir.

Tablo 4 – Net Satışların Ürün Bazında Dağılımı

Net Satışlar Ürünler	Birim	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Sandviç Panel Grubu Cephe Panelleri						
EPS Dolgulu	m ²	189.758,74	70.413,75	117.569,81	86.363,26	38.589,34
PIR Dolgulu	m ²	157.466,67	147.840,75	234.216,09	175.454,37	295.184,04
PUR Dolgulu	m ²	517.239,47	437.609,32	578.621,07	370.905,29	428.243,26
Taşıyünü Dolgulu	m ²	182.868,83	169.875,39	208.370,07	147.034,19	205.140,22
Sandviç Panel Grubu Çatı Panelleri						
EPS Dolgulu	m ²	35.505,73	5.856,96	13.109,68	11.369,68	28.334,20
PIR Dolgulu	m ²	220.192,48	302.547,29	562.844,79	366.887,61	411.491,58
PUR Dolgulu	m ²	1.072.864,15	1.259.214,51	1.521.403,29	1.030.867,31	1.078.617,77
Taşıyünü Dolgulu	m ²	299.027,54	210.412,25	286.850,96	233.166,34	233.211,33
Yalıtım Grubu						
EPS Beyaz	adet	-	-	6.020,00	6.020,00	-
	m ³	48.086,57	34.528,77	54.088,53	39.528,22	41.613,93
EPS Enjeksiyon	adet	212.197,00	164.111,00	202.221,00	165.276,00	241.052,00
	m ²	20.627,50	37.957,30	21.349,00	14.183,50	13.911,75
	m ³	45,381	138,138	540,533	524,993	22,274
EPS Karbonlu	m ³	191.221,03	146.723,50	205.618,77	149.425,16	158.627,76
Diğer Gelir ve Satışlar						
Tamamlayıcı Ürünler (bağlantı aparaları, köşe panelleri vb.) ve Diğer Ürünler (vida, trapez vb.)	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
	m ²	58.052,12	548.999,60	145.681,98	100.073,16	103.672,20
	m ³	250,25	210	105	105	52,58
Toplam	adet	354.516,00	286.749,00	429.708,90	310.349,90	372.217,00
	m ³	239.603,23	181.600,41	260.352,83	189.583,37	200.316,54
	m ²	2.753.603,23	3.190.727,12	3.690.016,74	2.536.304,71	2.836.395,69
	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

Kaynak: İzahname

8 Şubat 2022

Şirket'in ilgili dönemlerdeki maliyet kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Tablo 5 – Satışların Maliyeti

Satışların Maliyeti (TL)	31.12.2018	Pay (%)	31.12.2019	Pay (%)	31.12.2020	Pay (%)	30.09.2020	Pay (%)	30.09.2021	Pay (%)
Satılan Mamul Maliyeti (-)	195.452.684	86,5	184.766.234	84,7	268.005.649	84,8	178.536.744	85,2	320.361.570	81,5
Satılan Ticari Mal Maliyeti (-)	1.079.690	0,5	875.244	0,4	5.408.193	1,7	4.853.842	2,3	6.167.953	1,6
Satılan Hizmet Maliyeti (-)	3.183.009	1,4	6.366.211	2,9	2.028.471	0,6	1.774.152	0,8	114.319	-
Diğer Satışların Maliyeti (-)	-	-	998.844	0,5	954.519	0,3	553.957	0,3	349.568	0,1
Toplam	199.715.383	88,4	193.006.533	88,5	276.396.832	87,5	185.718.695	88,7	326.993.410	83,2

Kaynak: İzahname

2.3 Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir. Halka Arz Edenler'in sahibi olduğu Şirket paylarının satılardan elde edilecek gelir Serhat Maşlak ve Recep Kaan Maşlak'ın tasarrufundadır.

Halka arzın başlıca gerekçeleri arasında kurumsallaşma ile şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyinin yükseltilmesi, ihraççının faaliyetlerinin bilinirliğinin artırılması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirketin çıkarılmış sermayesi 57.500.000 TL'den 75.000.000 TL'ye artırılabacaktır. Halka arza konu 19.250.000 TL (Ek Pay Satışı Hariç) nominal değerli payların satışından sağlanacak fonun, aşağıda belirtilen hususlarda kullanılması planlanmaktadır.

- %50-55'i ile yurtiçi üretim kapasitesinin artırılması için ilave makine alınması ve fabrika inşaatının yapılması,
- %45-50'si ile işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması,
- %5-10'u ile finansal borçların ödenmesi için kullanılması planlanmaktadır.

8 Şubat 2022

3. Finansal Bilgiler

Tablo 6 – Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. - Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Dönen varlıklar				
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
Diğer alacaklar	275.994	6.760.622	12.314.838	3.157.199
Stoklar	37.446.685	33.373.760	52.137.983	84.377.762
Peşin ödenmiş giderler	116.731	2.098.859	5.644.003	5.858.142
Cari dönem vergisiyle 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
Toplam dönen varlıklar	111.496.429	126.350.857	231.278.613	313.581.615
Duran varlıklar				
Diğer alacaklar	349.841	600.551	269.204	293.508
Finansal yatırımlar	116.250	12.616.250	12.616.250	12.616.250
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	2.633.284	2.052.554	1.888.542	2.515.000
Maddi duran varlıklar	34.985.387	31.104.997	50.117.263	62.867.908
Maddi olmayan duran varlıklar	26.520	103.942	101.356	200.083
Peşin ödenmiş giderler	-	-	-	3.578.025
Ertelenmiş vergi varlığı	1.601.930	1.683.854	1.784.454	2.411.521
Toplam duran varlıklar	39.713.212	48.162.148	66.777.069	84.482.295
Toplam varlıklar	151.209.641	174.513.005	298.055.682	398.063.910
Kısa vadeli yükümlülükler				
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
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	454.102	565.482	887.871	963.457
Diğer borçlar	51.287	1.546.847	2.048.949	62.909
Ertelenmiş gelirler	12.267.500	13.836.004	68.977.276	73.578.813
Dönem karı yükümlülüğü	393.156	773.678	3.690.622	5.143.024
Devam eden proje sözleşmelerine ilişkin yükümlülükler	-	54.812	-	-
Kısa vadeli karşılıklar	430.312	1.030.096	1.110.442	979.998
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.147.805	1.311.062	2.870.597	236.104
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	103.807.640	113.603.405	220.131.058	254.022.777
Uzun vadeli yükümlülükler				
Uzun vadeli borçlanmalar	12.434.462	22.287.380	18.388.651	16.534.783
Uzun vadeli karşılıklar	844.669	956.337	1.172.943	1.441.999
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

8 Şubat 2022

Toplam yükümlülükler	117.318.694	137.148.590	240.247.263	275.641.483
Özkaynaklar				
Ana ortaklığa ait 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 (giderler)	3.890.512	3.718.559	3.423.447	26.893.189
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	501.698	541.089	654.184	1.320.177
Geçmiş yıllar karları veya zararları	-1.094.484	-740.654	-994.648	250.668
Net dönem karı veya zararı	393.221	2.720.421	14.225.436	36.458.393
Toplam özkaynaklar	33.890.947	37.364.415	57.808.419	122.422.427
Toplam kaynaklar	151.209.641	174.513.005	298.055.682	398.063.910

Kaynak: İzahname

Bilanço Oran Analizleri

Tablo 7 – Şirket’in Likidite Oranları ve Mali Yapı Oranları

Likidite Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Cari Oran	1,07	1,11	1,05	1,23
Likidite Oranı	0,71	0,82	0,81	0,90
Nakit Oran	0,10	0,16	0,15	0,18
Mali Yapı Oranları (%)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Kaldıraç Oranı	77,6	78,6	80,6	69,2
Kısa Vadeli Yükümlülükler/ Aktif Toplam	68,7	65,1	73,9	63,8
Uzun Vadeli Yükümlülükler/ Aktif Toplam	8,9	13,5	6,7	5,4
Özkaynaklar/ Aktif Toplam	22,4	21,4	19,4	30,8
Toplam Yükümlülükler/ Özkaynaklar	346,2	367,1	415,6	225,2

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu ile Ticari İşletme Sermayesi

Şirket’in 30.09.2021 tarihi itibarıyla 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.

Tablo 8 – Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

Borçluluk (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.133.863	17.921.889	32.207.845	45.700.121
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	-	-	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

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8 Şubat 2022

Tablo 9 – Ticari İşletme Sermayesi

Ticari İşletme Sermayesi Tablosu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
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

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Tablo 10 – Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. - Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Hasılat	226.000.531	218.175.961	316.042.155	209.480.192	393.217.419
Satışların maliyeti	-199.715.383	-193.006.533	-276.396.832	-185.718.695	-326.993.410
Brüt kar	26.285.148	25.169.428	39.645.323	23.761.497	66.224.009
Genel yönetim giderleri	-2.909.571	-3.095.439	-4.586.869	-3.242.344	-4.120.421
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	-4.500.328	-7.069.067	-6.253.266	-4.545.065	-6.238.345
Araştırma ve geliştirme giderleri	-	-	-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
Faaliyet karı	7.415.941	11.936.083	27.418.863	10.941.199	47.477.091
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	52.342	405.543	88.054	129.302	6.447.999
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-	-	-13.430	-13.430	-1.175.495
Finansal gelir/ gider öncesi faaliyet karı	7.468.283	12.341.626	27.493.487	11.057.071	52.749.595
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
Vergi öncesi kar	204.564	3.525.242	18.015.384	3.473.185	40.666.211
Vergi gideri	188.657	-804.821	-3.789.948	-287.668	-4.207.818
- Dönem 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
Dönem karı	393.221	2.720.421	14.225.436	3.185.517	36.458.393
Pay başına kazanç	0,013	0,0898	0,4457	0,102	0,8824

Kaynak: İzahname

Tablo 11 – Karlılık Oranları

Karlılık Oranları (%)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021	Son 12 Ay
Brüt Kar Marjı	11,6	11,5	12,5	11,3	16,8	16,4
Faaliyet Kar Marjı	8,4	6,9	8,8	7,2	14	13,5
Net Kar Marjı	0,2	1,2	4,5	1,5	9,3	9,5

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8 Şubat 2022

4. Sektör Hakkında Özet Bilgi

Tablo 12 – Küresel Sandviç Panel Hammadde Kırılımı 2017-2027

Hammadde (milyon dolar)	2017	2018	2023 (T)	2027 (T)	% YBBO (2018-2027)
Genleştirilmiş Polistiren (EPS)	180	206	350	462	9,4
Taş/ Cam Yünü	71	79	122	151	7,5
Poliizosiyanurat (PIR)	509	572	919	1.174	8,3
Poliüretan (PUR)	359	414	717	963	9,8
Toplam	1.119	1.270	2.108	2.750	9,0

Kaynak: Statistics, Sandwich Panels Market

PIR segmenti 2018’de 571,5 milyon dolar olarak gerçekleşmiş ve %8,3’lük yıllık bileşik büyüme oranı ile artarak 2027 yılına kadar 1.174 milyon dolara ulaşması beklenmektedir. PUR segmenti ise 2018’de 414 milyon dolar iken ve %9,8’lik yıllık bileşik büyüme oranı ile artarak 2027 yılına kadar 962,5 milyon dolara ulaşması beklenmektedir. EPS segmentinin Pazar büyüklüğü 2018’de 205,7 milyon dolar iken, %9,4’lük yıllık bileşik büyüme oranı ile artarak 2027 yılında 462 milyon dolara ulaşması beklenmektedir. Taş yünü/ cam yünü ise 2018’de 78,7 milyon dolara ulaşmış ve 2027 yılına kadar %7,5’lik bir yıllık bileşik büyüme oranı ile artarak 151,3 milyon dolara ulaşması beklenmektedir.

Tablo 13 – Türkiye’de Yalıtım Malzemeleri İç Pazarı, ton

Yıllar	Üretim	İhracat	İthalat	İç Pazar Tüketim
2016	1.275.828	102.045	83.334	1.257.117
2017	1.362.052	116.322	89.848	1.335.578
2018	1.293.129	149.406	83.424	1.227.147
2019*	1.195.000	165.531	79.630	1.109.097
2020*	1.143.372	172.440	71.580	1.042.512

Kaynak: Türkiye İMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020, TUİK

Türkiye, hızlı büyüyen ve geniş bir yalıtım malzemeleri iç pazarına sahiptir. İç pazar 2014-2017 arasında önemli ölçüde büyümüştür. 2018 ve 2019 yıllarındaki daralmanın ardından iç talep 2020 yılında da %6 azalarak 1,04 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. İç talepte daralma Covid-19 pandemisinin yarattığı olumsuz koşullardan kaynaklanmıştır. Yeni inşaat işlerinden kaynaklanan talepteki küçülme daha yüksek olmuş buna karşın yenileme pazarı büyümüştür. Türkiye, son 10 yılda yalıtım malzemelerinde üretim kapasitesini genişleterek artan oranda ihracat yapmaya başlamıştır. İhracat miktar olarak 2016 yılından itibaren sürekli artmaktadır. İhracat son 5 yıllık dönemde %69 artmış, 2020 yılında 172.440 tona ulaşmıştır. 2020 yılında ihracat değeri olarak ise %4,2 düşmüş ve 155,3 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat birim fiyatları 2019 yılında 1 dolar/ kg seviyesinin altına inmiş 2020 yılında ise 0,9 dolar olmuştur.

Diğer taraftan, Covid-19 pandemisine rağmen Şirket’in ürettiği ürün gruplarından olan EPS’nin Türkiye’de kullanım alanı artmış ve 2019 yılında, binalardaki ısı yalıtım uygulamalarının en yaygın şekli olan mantolama pazarında toplam 39 milyon metrekare uygulama yapılmış iken 2020 yılında bu rakam 45 milyon metrekareye yükselmiştir. Türkiye mantolama sektörünün üretim hacmi bakımından Avrupa’da ilk üç arasında yer almaktadır.

Panelдер verilerine göre Şirket’in faaliyet gösterdiği dış cephe ısı yalıtım sistemleri cephe ve çatı sandviç panel pazarında yıllar itibarıyla m² bazında artışlar gözlenmektedir. 2020 yılında toplam Pazar büyüklüğü 207,5 milyar TL’ye ulaşmıştır.

8 Şubat 2022

Tablo 14 – Türkiye’de Dış Cephe Isı Yalıtım Sistemleri Cephe ve Çatı Sandviç Panel Pazarı, m²

Ürünler	2016	2017	2018	2019	2020	2019/ 2020
Taşıyünü (m ²)	3.508.000	4.440.000	4.000.000	3.450.000	3.350.000	-%2,9
EPS (m ²)	1.372.000	1.633.000	1.137.000	700.000	800.000	%14,3
PUR/ PIR (m ²)	24.534.000	21.975.000	20.755.000	25.100.000	29.250.000	%16,5
Toplam (m²)	29.414.000	28.048.000	25.892.000	29.250.000	33.400.000	%14,2

Kaynak: İzoder Isı Yalıtım Pazarı Raporu

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- A- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)
- B- Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket’in değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ve piyasa çarpanları yöntemine %50 ağırlık verilerek halka arz öncesi **733.303.653 TL** hedef değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır. Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için ayrı ayrı hesaplanan İndirgenmiş Nakit 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 devlet tahvili getirisi olarak 2021-2030 dönemleri faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak %17,72 kullanılmıştır.

Risk Primi olarak; %5,5 oranı kullanılmıştır.

Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.

Pannelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için projeksiyon dönemi sonrası devam eden toplam serbest nakit akımlarının büyüme oranı %5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda AOSM; Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için %20,76 olarak hesaplanmıştır.

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda İNA analizine göre toplam piyasa değeri 768.237.085 TL olarak tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için, pay başı fiyatı 13,36 TL olarak bulunmuştur.

PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş



8 Şubat 2022

İNA Tablosu	2021B	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış Hasılatı	578.693.827	694.432.593	1.006.927.259	1.258.659.074	1.447.457.935	1.610.506.569	1.763.504.693	1.908.993.831	2.042.623.399	2.180.500.478
Büyüme (%)	83,1	20	45	25	15	11,3	9,5	8,3	7	6,8
Satışların Maliyeti	478.545.991	568.498.664	823.949.858	1.023.330.463	1.174.633.469	1.306.949.841	1.429.346.572	1.547.267.664	1.655.576.400	1.767.327.807
Brüt Kar Marjı (%)	17,3	18	18,2	18,7	18,8	18,8	18,9	18,9	18,9	18,9
Faaliyet Giderleri	16.696.619	19.341.510	25.024.407	31.280.509	35.972.585	40.024.711	43.827.058	47.442.791	50.763.786	54.190.341
Faaliyet Karı	83.451.217	105.592.419	157.952.994	204.048.102	236.851.881	263.532.017	290.331.064	314.283.376	336.283.213	358.982.330
Satış hasılatındaki payı (%)	14,4	15,2	15,7	16,2	16,4	16,4	16,5	16,5	16,5	16,5
Vergi oranı (%)	25	23	20	20	20	20	20	20	20	20
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	62.588.413	81.306.162	126.362.395	163.238.482	189.481.504	210.825.614	232.264.851	251.426.701	269.026.570	287.185.864
+ Amortisman	3.857.764	4.363.864	10.037.549	9.832.499	9.643.321	9.469.564	9.310.958	9.168.098	9.041.542	8.931.808
- Yatırım harcaması	1.000.000	31.269.656	60.494.612	1.707.258	1.865.983	2.020.196	2.171.711	2.329.160	2.492.201	2.660.425
- İşletme sermayesi ihtiyacı	72.619.467	21.462.700	56.971.207	46.509.687	34.687.557	29.774.822	28.133.729	26.584.254	24.417.234	25.193.353
= Serbest Nakit Akımı (SNA)	-1.075.993	32.937.661	18.934.125	124.854.035	162.571.285	188.500.160	211.270.369	231.681.386	251.158.677	268.263.893
Uç değer										1.793.887.613
AOSM (%)	20,76									
İskonto faktörü	0,95	0,79	0,65	0,54	0,45	0,37	0,31	0,25	0,21	0,17
SNA'nın bugünkü değeri	-1.026.435	26.019.662	12.386.290	67.637.213	72.931.321	70.027.573	64.995.466	59.023.197	52.986.702	46.867.095
Uç değerinin bugünkü değeri										313.401.481
SNA'nın Bugünkü Değeri	471.848.084									
Uç Değer Büyümesi (%)	5									
Uç Değerinin Bugünkü Değeri	313.401.481									
Firma Değeri	785.249.565									
- Finansal Borçlar	63.424.017									
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	45.700.121									
+ Kısa Vadeli Finansal Varlıklar	711.416									
Özsermaye Değeri	768.237.085									
Pay Başına Özsermaye Değeri	13,36									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler olarak yalıtım-plastik-sünger sektörlerinde faaliyet gösteren seçilmiş 6 şirketin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır. Yurt içi çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketlerin 30.09.2021 verileri de dikkate alınmıştır.

BİST Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin verileri, bu pazardaki şirketlerin görece düşük işlem hacimleri ve artan aykırı çarpan değerlerinin yüksek volatiliteye işaret etmesi nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.

Ayrıca, çarpan analizinde yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.09.2021 tarihli verilerine göre güncel değerlendirme çarpanları da dahil edilmiştir.

Çarpan analizinin tamamında FD/ FAVÖK çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Şirket'in 30.09.2021 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 ay FAVÖK değeri çarpan analizinde kullanılmıştır:

- Şirket'in 30.09.2021 itibarıyla **net borcu 17.012.480 TL** olarak hesaplanmıştır.

PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş



8 Şubat 2022

- Şirket'in 30.09.2020-30.09.2021 dönemi için **FAVÖK'ü 71.308.633 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme sırasında kullanılan yurt içi ve yurt dışı çarpanların aşağıdaki tabloda gösterilen şekilde ağırlıklandırılması sonucu Şirket için çarpanlara göre piyasa değerinin 698.370.221 TL olarak hesaplandığı gözlenmektedir.

TL	Yurt içi	Yurt dışı	Yurt içi Yıldız Pazar endeksi
Nihai Piyasa Çarpan Değeri	726.227.992	700.125.023	667.002.847
Ağırlık (%)	%25	%50	%25
Ağırlıklandırılmış Nihai Piyasa Değeri	698.370.221		

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Şirket Adı	Piyasa Değeri (Milyon ABD Doları) 03.01.2022	FD/ FAVÖK (son 12 ay)
Kingspan Group PLC	22.013	26,5x
Compagnie de Saint Gobain SA	36.778	6,8x
Placoplatre SA	1.000	16,1x
Eastman Chemical Co	16.255	15,1x
Evonik Industries AG	15.050	7,3x
Huntsman Corp	7.605	7,3x
Masco Corp	17.140	12,0x
Jiangsu Jingxue Insulation Technology Co	363	27,6x
STO SE & Co. KGaA	1.719	6,7x
Fletcher Building Ltd.	3.626	8,1x
Rockwool International A/S	8.649	12,5x
MASTERPLAST Nyilvanosan Mukodo Reszvenytarsasag	184	19,2x
MEDYAN (aykırı değerler elenmiş)		10,1x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Şirket Adı	Piyasa Değeri	FD/ FAVÖK
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş.	123.708.000	10,5
Dinamik Isı Makina Yalıtım Malz. Sanayi ve Ticaret A.Ş.	313.631.250	22,8
Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	209.223.000	8,2
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	286.264.646	10,3
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	157.290.000	8,5
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	399.760.315	17,1
MEDYAN (aykırı değerler elenmiş)		10,4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8 Şubat 2022**Yurt İçi BİST- Yıldız Pazar Çarpan Değerleri**

Toplam 141 adet 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 Yurt içi BİST- Yıldız Pazar FD/ FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

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

6. Değerleme Sonucu ve Görüş

İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle hesaplanan 768,2 milyon TL özsermaye değerinin %50 ağırlıklandırılarak 384,1 milyon TL ile, piyasa çarpan analizi ile hesaplanan 698,4 milyon TL özsermaye değerinin %50 ağırlıklandırılarak 349,2 milyon TL ile sonuçta toplamda 733.303.653 TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri oluşturduğu belirlenmiştir. İskonto oranının %20,0 olmasıyla birlikte halka arz iskontolu özsermaye değeri **586.642.923 TL** olmuş, böylece pay başına değer 12,75 TL olmuş, halka arz fiyatı da **10,20 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	768.237.085	%50	384.118.542
Çarpan Analizi	698.370.221	%50	349.185.110
FD/ FAVÖK	698.370.221		
Hedef Değer (TL)			733.303.653
Ödenmiş Sermaye (TL)			57.500.000
Pay Başına Hedef Değer (TL)			12,75
İskonto Oranı (%)			20
İskonto Sonrası			586.642.923
Özsermaye Değeri (TL)			
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)			10,20

Halka Arza İlişkin Görüşlerimiz

- ✓ Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanan fiyat tespit raporunda, değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmış, şirket ve sektör hakkında yeterli bilgiler detaylı bir şekilde aktarılmıştır.
- ✓ Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için yapılan değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akışları” ve “Çarpan Analizi” yöntemleri kullanılmış ve her iki yöntemde de eşit ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ 2018 ve 2020 yılları arası FAVÖK marjları sırasıyla %9,3, %8,0, %9,7 seviyesinde bulunuyor. 2021- 2030 döneminde İNA değerlemesinde kullanılan FAVÖK marjı ortalaması ise, %16,6 seviyesinde bulunuyor. Bu doğrultuda FAVÖK marjı beklentisinin iyimser bir senaryoyu yansıttığı değerlendirilmektedir.

8 Şubat 2022

- ✓ Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirketin faaliyetleriyle uyumlu olduğu ve yapılan gruplandırmanın makul olduğu düşüncesindeyiz.
- ✓ Kullanılan değerlendirme yöntemi sonrasında hesaplanan birim halka arz fiyatına %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 10,20 TL olarak hesaplanmıştır. Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve izahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.