

**PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ
SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**



**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU
(01.01.2022 – 30.06.2022)**

17.08.2022

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER.....	2
2. RAPORUN KONUSU	3
3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER VE ULAŞILAN DEĞERLER	3
3.1. Değerleme Yöntemleri ve Şirket Değeri.....	4
3.2. Halka Arza Konu Şirket Değeri.....	5
4. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN VARSAYIMLAR.....	5
5. DEĞERLENDİRME ve SONUÇ	7

1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER

Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket)'ni tanıtıcı özet bilgiler aşağıda verilmektedir:

- Ticaret Unvanı: Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
- Merkez Adresi: Mustafa Kemal Mah. 2118. Cad. No:4 A Blok Kat:3 Daire:18 Çankaya / ANKARA
- Şube Adresleri:
 - Üretim Şube: Polatlı Organize Sanayi Bölgesi 202. Cad. No:18 Polatlı / ANKARA
 - İstanbul Şube: Sahrayıcedit Mah. Atatürk Cad. No:69 İç Kapı No:283 Kadıköy / İSTANBUL
- Faaliyet Konusu: Şirket'in ana faaliyet konusu 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.
- Kurumsal İnternet Sitesi: www.panelsan.com
- Telefon: 0312 342 03 82
- Faks: 0312 342 03 80
- E-posta: info@panelsan.com
- Kayıtlı Sermaye Tavanı: 287.500.000 TL
- Çıkarılmış Sermayesi: 75.000.000 TL
- Sermaye Piyasası Araçlarının İşlem Gördüğü Borsa / Pazar: Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Ana Pazar
- Ticaret Sicil Müdürlüğü ve Sicil Numarası: Ankara - 188055
- Vergi Dairesi: Ulus Vergi Dairesi Müdürlüğü / ANKARA
- Vergi No: 7210294001

2. RAPORUN KONUSU

Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesinin beşinci fıkrasında “*Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir.*” hükmü yer almaktadır.

Şirketimiz payları 18 Şubat 2022 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Ana Pazar'da işlem görmeye başlamış olup, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde, paylarının Borsada işlem görmeye başlamasından sonra hazırlanan 01.01.2021-31.12.2021 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarının 24 Şubat 2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda açıklanmasını takiben konuya ilişkin ilk değerlendirme raporu 4 Mart 2022 tarihinde; 01.01.2022-31.03.2022 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolarının nihai olarak 6 Mayıs 2022 tarihinde kamuya açıklanmasını takiben konuya ilişkin ikinci değerlendirme raporu 17 Mayıs 2022 tarihinde KAP'ta yayımlanmıştır.

Bu defa, Şirketimizin 01.01.2022-30.06.2022 hesap dönemine ilişkin sınırlı bağımsız denetimden geçmiş finansal raporları 4 Ağustos 2022 tarihinde KAP yoluyla kamuya açıklandığından işbu Rapor, anılan Tebliği hükmü çerçevesinde halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların 30 Haziran 2022 tarihi itibarıyla gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içermek amacıyla düzenlenmiştir.

Kurul'un II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği hükümlerine uyum amacıyla Şirket Yönetim Kurulu'nun 13 Mayıs 2022 tarihli toplantısında, Yönetim Kurulu Komiteleri oluşturulmuş ve bu Komitelerin görev esasları belirlenmiştir. Bu itibarla, Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesinin beşinci fıkrası uyarınca, işbu Rapor Şirketimiz “Denetimden Sorumlu Komite” tarafından hazırlanmıştır.

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER VE ULAŞILAN DEĞERLER

Şirketimiz paylarının halka arzına aracılık eden Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi, Gedik Yatırım'ın internet sitesi (www.gedikyatirim.com.tr) ve KAP'ta (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/997166>) yatırımcıların bilgisine sunulan 3 Ocak 2022 tarihli Fiyat Tespit Raporunda, halka arz edilen paylarımızın birim

fiyatının tespitinde, sektörün ve Şirketimizin özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve genel kabul görmüş iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Pazar Yaklaşımı : Çarpan Analizi
- Gelir Yaklaşımı : İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Şirketimizin değeri ile pay halka arz fiyatının tespit edilmesi amacıyla hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda öne çıkan hususlar aşağıdaki bölümlerde açıklanmaktadır.

3.1. Değerleme Yöntemleri ve Şirket Değeri

Fiyat Tespit Raporunda Çarpan Analizi ve İNA Analizi olmak üzere iki yöntem kullanılmış olup, bu yöntemlerin kullanılması sonucunda ulaşılan Şirket değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

TABLO 1. Değerleme Yöntemi Sonuçları		
Değerleme Yöntemi	Değeri (TL)	Yöntemin Ağırlığı (%)
Çarpan Analizine göre: - Özsermaye değeri - Pay başına değer	698.370.221 12,15	50
İNA Analizine göre: - Özsermaye değeri - Pay başına değer	768.237.085 13,36	50
Ağırlıklandırılmış: - Özsermaye değeri - Pay başına değer	733.303.653 12,75	100

Fiyat Tespit Raporunda kullanılan iki yöntemden biri Çarpan Analizi yöntemidir. Değerlenecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanan bu yöntemde, yurt içi benzer şirketler olarak yalıtım-plastik-sünger sektörlerinde faaliyet gösteren seçilmiş 6 şirketin 30 Eylül 2021 tarihli verileri dikkate alınmıştır. Ancak, yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle BİST-Yıldız Pazar’da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketlerin aynı tarihli verileri de analizde dikkate alınmıştır. Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin de aynı tarihli verilerine göre hesaplanan güncel değerlendirme çarpanları dahil edilmiştir. Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (“FD/FAVÖK”) çarpanının medyanı dikkate alınmış olup, Şirketimizin 30 Eylül 2021 tarihli bilançosundaki net finansal borç ile son 12 aylık FAVÖK değeri analizde kullanılmıştır.

İkinci yöntem olarak kullanılan İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup, bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonunun da eklenmesi ile oluşan değer, şirketin özsermaye değeri olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemin uygulanmasında, Şirketimizin geçmiş mali verileri ışığında, Şirket yönetiminin beklentileri ve

Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda 2021-2030 yıllarına ilişkin 10 yıllık bilanço ve gelir tabloları analiz edilerek tahmin edilmiştir.

3.2. Halka Arza Konu Şirket Değeri

Fiyat Tespit Raporunda Şirketimizin değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizlerine eşit ağırlık verilmek suretiyle 733.303.653 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Halka arz öncesi 1,-TL nominal değerli 57.500.000 adet paydan oluşan 57.500.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayemize göre bir payın değeri 12,75 TL olarak hesaplanmıştır. Daha sonra Şirketimizin ağırlıklandırılmış özsermaye değerinden %20 oranında halka arz iskontosu yapılmak suretiyle 586.642.923 TL halka arz iskontolu özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu değer baz alınarak Şirketimizin 1,-TL nominal değerli bir payının halka arz fiyatı 10,20 TL olarak belirlenmiştir.

4. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN VARSAYIMLAR

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, Şirketimizin geçmiş mali verileri ışığında ve Şirket yönetiminin beklentileri ile Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda yapılan analizler sonucunda 2021 - 2030 yılları için varsayımlar (projeksiyonlar) hazırlanmış ve bu projeksiyonlar İNA Analizine göre Şirket değerinin hesaplanmasında kullanılmıştır.

İNA Analizinde kullanılan Türkiye enflasyon ve ABD Doları/TL, Euro/TL kur tahminleri 2021 - 2023 yılları için Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. 2024 - 2030 yılları için ise Türkiye-Avrupa bölge enflasyon farkına göre Euro/TL ortalama kuru hesaplanmıştır. Avrupa bölge enflasyon tahmininde, Avrupa Merkez Bankası, konsensüs verisi, Uluslararası Para Fonu (IMF), profesyonel anketler, Avrup Birliği (AB) Komisyonu ve İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı (OECD) verilerinin ortalaması alınmıştır. Bu bağlamda, makro veriler aşağıdaki tabloda verildiği gibi tahmin edilmiştir.

TABLO 2. Makro Veri Projeksiyonu										
Kalemler \ Yıllar	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ortalama ABD Doları/TL	8,86	14,97	14,74	15,85	16,90	17,86	18,74	19,62	20,49	21,35
Ortalama Euro/TL	10,44	16,91	16,69	18,38	20,09	21,75	23,39	25,08	26,84	28,65
Türkiye TÜFE Yılsonu (%)	36,1	29,0	11,0	9,5	9,0	7,5	7,5	7,0	7,0	6,5
Türkiye TÜFE Ortalama (%)	19,4	33,5	16,1	10,2	9,3	8,3	7,5	7,3	7,0	6,8
ABD TÜFE (%)	4,7	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3				
Euro TÜFE (%)	2,6	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Ayrıca, Fiyat Tespit Raporunda yapılan çalışma neticesinde risksiz faiz oranı %17,72 ve Şirketimizin betası 1 (bir), piyasa risk primi ise %5,50 öngörülmek suretiyle sermaye maliyetimiz %23,22 olarak hesaplanmış ve gelir tablosu projeksiyonu oluşturulurken gelir tablosundaki başlıca kalemlerde öngörülen büyüme oranları esas alınarak 2021 - 2030 yılları için aşağıda verilen gelir tablosu projeksiyonu oluşturulmuştur.

TABLO 3. Gelir Tablosu Projeksiyonları (Milyon TL)										
Kalemler \ Yıllar	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	578,7	694,4	1.006,9	1.258,7	1.447,5	1.610,5	1.763,5	1.909,0	2.042,6	2.180,5
Satışların Maliyeti	478,5	569,5	823,9	1.023,3	1.174,6	1.306,9	1.429,3	1.547,3	1.655,6	1.767,3
Brüt Kâr	100,1	124,9	183,0	235,3	272,8	303,6	334,2	361,7	387,0	413,2
Faaliyet Giderleri	16,7	19,3	25,0	31,3	36,0	40,0	43,8	47,4	50,8	54,2
Amortisman	3,9	4,4	10,0	9,8	9,6	9,5	9,3	9,2	9,0	8,9
FAVÖK*	87,3	110,0	168,0	213,9	246,5	273,0	299,6	323,5	345,3	367,9

(*) Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK) = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Amortisman ve İtfa Giderleri

Gelir tablosu projeksiyonunun başlıca kalemler bazında ayrıntılı açıklaması aşağıda verilmektedir:

a) Satışların Projeksiyonu

Satış projeksiyonları 2021 - 2025 yılları için Şirketimiz tarafından piyasanın büyüme dinamikleri ile uyumlu olacak şekilde çephe 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. Net satışların yurt içi ve yurt dışı dağılımının korunacağı 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 yıllarında satışlardaki büyümenin normalize olacağı ve hedeflenen tam kapasiteye yakın devam edileceği varsayılmıştır.

Fiyat artışları TL bazda 2022 ve 2023 yılları için sandviç ürün grubunda %10, EPS yalıtım ürün grubu için ise 2022 yılında %10, 2023 yılında %15, 2024 - 2025 yılları için her ürün grubunda %5 olacak şekilde ihtiyatlı bir şekilde makroekonomik varsayımların altında tahmin edilmiştir. Satış miktarındaki yıllık artışın ise yeni üretim hattının etkisiyle sandviç panel grubu için 2022, 2023, 2024 ve 2025 yılları 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 öngörülmüştür.

b) Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Fiyat Tespit Raporunda Şirketimizin brüt kâr marjı hesaplanırken, 2021 yılının ilk dokuz aylık döneminde ulaşılan %16,8'lik brüt kâr marjının son çeyrekte meydana gelen ilerleme de dikkate alınarak %17,3 olarak gerçekleşeceği ve ileriki yıllarda artan satış hacminin yaratacağı ölçek ekonomisinin katkısıyla birlikte hem üretim maliyetlerinde hem de hammadde alım maliyetlerinde sağlanacak iyileşmelerle mevcut brüt kâr marjının kademeli olarak artarak %18,9'a ulaşacağı öngörülmüştür. Brüt kâr marjındaki kademeli iyileşmelerin 2023 yılında gerçekleşecek kapasite artışı ile birlikte artacak hammadde alım gücünün pozitif etkisi göz önünde bulundurularak makul bir noktada olduğu öngörülmüştür. 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla bakıldığında, hammadde kalemi, satışların maliyeti içinde yaklaşık %80'lik bir paya sahiptir. Ayrıca, Şirketimizin araştırma-geliştirme (Ar-Ge) faaliyetleri kapsamında katma değerli ürünlerinin satışlar içerisindeki ağırlığının artmasının da brüt kâr marjına pozitif etkisi olması tahmin edilmiştir.

c) Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirketimizin faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %3,3 - %4,7 arasında seyretmiş; 2021 yılında ise artan satış hacmi ve cironun etkisiyle 2021 yılı 9 aylık gerçekleşmede %2,9'a düşmüştür. 2021 yıl sonu için faaliyet giderlerinin satışlara oranı ortalamada %2,9 olarak korunmuş, ileriki yıllarda artan satış hacmi ve ilave kapasite yatırımının satışlara etkisiyle birlikte ölçek ekonomisinin faaliyet giderlerini iyileştirmesi ve ilgili giderlerin satışlara oranının %2,5'e kadar düşmesi öngörülmüştür.

5. DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Fiyat Tespit Raporu 3 Ocak 2022 tarihli olup, Şirketimizin 2021 yılı 9 aylık gerçekleştirmeleri dikkate alınarak hazırlanmıştır. Şirketimiz payları 18 Şubat 2022 tarihinde Borsada işlem görmeye başlamış olup, 2021 yılı gerçekleştirmelerine ilişkin ilk değerlendirme raporu 4 Mart 2022 tarihinde, 2022 yılının ilk üç aylık dönemine ilişkin değerlendirme raporu ise 17 Mayıs 2022 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır.

Şirketimizin 01.01.2022-30.06.2022 hesap dönemine ilişkin sınırlı bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları 4 Ağustos 2022 tarihinde KAP'ta duyurulmuş olup, söz konusu finansal tablolar çerçevesinde Şirketimiz paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşmesine ilişkin değerlendirmelerimiz Tablo 4'te özetlenmektedir.

Fiyat Tespit Raporunda yer verilen 2022 yılına ilişkin tahmini değerler bütün bir yılı içerdiğinden aşağıdaki tabloda verilen 2022 yılının ilk altı aylık dönemine ilişkin gelir tablosu kalemlerinin gerçekleşmesinin kapsadığı aya göre dikkate alınması gerekmektedir. Bu bağlamda, 2022 yılının ilk altı

ayındaki amortisman giderleri 2022 yılı beklentisinin yaklaşık yarısını oluşturduğundan gelir tablosu projeksiyonu ile uyumludur. Amortisman dışındaki gelir tablosu projeksiyonları ise dönemsel olarak bakıldığında 2022 yılı beklentilerini aşmıştır. Faaliyet giderlerindeki %78’lik artış hariç bırakıldığında, 2022 yılının ilk altı ayındaki gelir tablosu gerçekleştirmeleri 2022 yılı tahmini değerlerinin yaklaşık %67’sine ulaşmıştır. Dolayısıyla, Şirketimizin 2022 yılının ilk altı aylık döneminde elde ettiği faaliyet sonuçları, Fiyat Tespit Raporunda belirtilen 2022 yılı hedeflerine ulaşarak amortisman giderleri dışında yarısını fazlasıyla geçmiş bulunmaktadır.

TABLO 4. Varsayımların Gerçekleşme Durumu			
Gelir Tablosu Projeksiyonu \ Dönem	2022 Yılı Projeksiyonu (Milyon TL)	01.01-30.06.2022 Gerçekleşmesi (Milyon TL)	Gerçekleşme Oranı (%)
Net Satışlar	694,4	465,9	67,09
Satışların Maliyeti	569,5	381,1	66,92
<i>Brüt Kâr (A)</i>	<i>124,9</i>	<i>84,8</i>	<i>67,89</i>
Faaliyet Giderleri (B)	19,3	15,1	78,24
Amortisman (C)	4,4	2,3	52,27
<i>FAVÖK (=A – B + C)</i>	<i>110,0</i>	<i>72,0</i>	<i>65,45</i>

Sonuç olarak, 2022 yılının ilk altı aylık döneminde; Fiyat Tespit Raporunda Şirketimizin özsermaye değerinin ve halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerden İNA Analizinde öngörülen 2022 yılına ilişkin varsayımların gerçekleştiği anlaşılmaktadır.

Saygılarımızla,

Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Denetimden Sorumlu Komite

Volkan PARLAKTAŞ

Denetim Komitesi Üyesi

Figen GÜNEŞ DOĞAN

Denetim Komitesi Başkanı