



Pannelsan Çatı Cephe Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

03.01.2022


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Yönetici Özeti	3
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	4
2.1 Şirket'in Genel Bilgileri	4
2.2 Şirket'in Faaliyetleri	5
2.3 Panelsan'ın Satışları Hakkında Genel Bilgi	5
2.4 Finansal Bilgiler	6
2.4.1 Gelir Tablosu	6
2.4.2 Bilanço	12
3. Sektör Hakkında Bilgi	16
3.1 Dünya İnşaat Sektörü	16
3.2 Türkiye'de İnşaat Sektörü	23
3.3 Panelsan'ın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları	29
3.4 Panelsan'ın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları	29
4. Değerleme Çalışması	30
4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan	30
4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar	30
4.3. Değerleme Proje Ekibi	31
5. Değerleme Analizi	31
5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler	31
5.2 Çarpan Analizi	32
5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri	33
5.2.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri	34
5.2.3 Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Çarpan Değerleri	34
5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	35
5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	35
5.3.1 Varsayımlar	35
5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu	36
5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı	38
5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman	38
5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit	39
5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	39
5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonucu	40
5.4 Sonuç	40



Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

1. Yönetici Özeti

03.01.2022 tarihli ve 2021/03 sayılı bu rapor, 03.09.2021 tarihinde Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Panelsan", "İhraççı" veya "Şirket") ile Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı çerçevesinde hazırlanmıştır.

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Müdürü Sn. Seda Demirelli Küçükmeral tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 7 yıllık tecrübeye sahiptir.

Seda Demirelli Küçükmeral, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 7 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve birçok halka arz projesinde çalışmıştır. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 1 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Seda Demirelli Küçükmeral, Koç Üniversitesi Ekonomi ve İşletme Lisans ve aynı okulda İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.207205)

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 için hazırlanan özel bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2021-2030 yılları pro forma finansal tahminleri ile çalışmayı hazırlamak amacıyla ihtiyaç duyulan ve Şirket'ten talep edilen bilgi ve belgeler ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin kendi bilgisi dahilinde doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Gedik Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Şirket'in rekabet ettiği spesifik pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

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

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 733.303.653 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 57.500.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **12,75 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 586.642.923 TL, pay başına değer ise **10,20 TL** (virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır) olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 19.250.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 196.350.000 TL olup, halka açıklık oranı %25,67 olarak hesaplanmıştır. Ek satış olması halinde halka arz edilecek nominal payların toplamı 21.000.000 TL'ye çıkacaktır. Bu durumda, halka arzın büyüklüğü 214.200.000 TL, halka açıklık oranı ise %28,00'e ulaşacaktır.

DEĞERLEME SONUÇU	Ağırlık	3Ç21-Son12Ay
İNA analizine göre Özsermaye Değeri	50%	768.237.085
Pay Başına Değer		13,36
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri	50%	698.370.221
Pay Başına Değer		12,15
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	733.303.653
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		12,75

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	3Ç21-Son12Ay
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	733.303.653
Halka Arz İskontosu	20,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	586.642.923
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	57.500.000
Halka Arz Pay Başına Değer *	10,20
Sermaye Artırımı Oranı	30,43%
Sermaye Artırımı (pay adedi)	17.500.000
Sermaye Artırımı (TL tutar)	178.500.000
Ortak Satışı (pay adedi)	1.750.000
Ortak Satışı (TL tutar)	17.850.000
Ek Satış (pay adedi)	1.750.000
Ek Satış (TL tutar)	17.850.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Hariç)	19.250.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Dahil)	21.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	196.350.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	214.200.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	765.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	75.000.000
Halka Açıklık Oranı	25,67%
Halka Açıklık Oranı	28,00%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1 Şirket'in Genel Bilgileri

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 da devreye almıştır. Şirket, yanmazlık ve ses yalıtımı yönünden performansı daha yüksek mineral yüne



 GedikYatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

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.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
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%
Gülşay 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 haric)			19.250.000	25,67%
Toplam	57.500.000	100,00%	75.000.000	100,00%

Kaynak: Şirket'in 30.09.2021 tarihli Denetim Raporu

2.2 Şirket'in Faaliyetleri

Şirket'in mevcut durum itibarıyla yıllık 6.000.000 m² sandviç panel, 750.000 m³ EPS üretim kapasitesi ile 56.358 m²lik fabrika arsası üzerinde 21.530 m²lik 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)

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.

Kaynak: Şirket

2.3 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 yapmıştır. Bu miktarların TL bazında finansallara yansımada 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 %24,0 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.

2019 yılında 2018 yılına kıyasla Şirket'in 3 ana ürün kaleminde de (çatı sandviç panelleri, cephe sandviç panelleri ile

xl

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

yalıtım grubu EPS ürünleri) satış hacimleri düşüş göstermiş olup, bu hacim daralması finansallara da yıllık bazda %3,5 düşüş olarak yansımıştır. Şirket'in 2020 yılında 2019 yılına kıyasla her ürün grubunun artan satış hacminin de katkısıyla satış hasılatı %44,9'luk artış göstermiştir. Bu artışın kırılımına bakıldığında m² bazında çatı grubunda %34,1, cephe grubunda ise %37,9 oranında büyüme gerçekleştirmiştir. Yalıtım ürünleri EPS grubu (EPS beyaz, EPS enjeksiyon, EPS karbonlu) ise m³ bazında %43,5, adet bazında ise %26,9 büyüme göstermiştir.

2.4 Finansal Bilgiler

2.4.1 Gelir Tablosu

Şirket'in 2018, 2019, 2020 ve 2021 yılı 9 aylık dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır.

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	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
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	0	0	-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: Bağımsız Denetim Raporu

Satış Hasılatı

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 içi 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

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 itibariyle bakıldığında yurt dışı satışlar %4,5 ile %13,0 bandında gerçekleşmiştir. 2018

Sal

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

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.

Yurt içi ve yurt dışı satışların dışında esas olarak bağlantı aparatları, köşe panelleri ve benzeri tamamlayıcı ürünler ile vida, trapez ve benzeri diğer ürünlerin satışlarından oluşan diğer satışlar kalemi ise finansal tablo dönemleri itibariyle %0,8 ile %2,2 bandında gerçekleşmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2018	2019/2018	31.12.2019	2020/20219	31.12.2020	30.09.2021 30.09/2020	30.09.2020	30.09.2021
Yurt içi Satışlar	208.536.177	-10,9	185.768.890	59,7	296.646.673	81,3	197.810.317	358.704.830
Yurt dışı Satışlar	12.605.038	124,5	28.292.259	-49,7	14.239.929	255,2	8.792.098	31.229.912
Diğer Satışlar	4.859.316	-15,3	4.114.812	25,3	5.155.553	0,0	2.877.777	3.282.677
Toplam	226.000.531	3,50	218.175.961	44,90	316.042.155	87,70	209.480.192	393.217.419

Yıllar itibariyle 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 büyüme kaydetmiştir.

İzahnamede incelenen finansal dönemler itibariyle yurt içi satışların bölgeler ve yurt dışı satışların ülkeler bazında kırılımı aşağıda verilmiştir:

Satış Kırılımı (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Yurt içi Satışlar	208.536.177	185.768.890	296.646.673	197.810.317	358.704.831
İç Anadolu	158.421.848	124.957.803	187.908.169	124.793.777	252.774.905
Ege	22.413.852	22.841.830	33.892.194	21.087.815	40.543.055
Marmara	18.342.164	22.896.126	47.397.847	33.473.770	38.389.041
Karadeniz	7.236.069	11.842.737	19.979.828	14.776.856	21.752.767
Akdeniz	1.034.201	984.310	3.583.459	1.408.058	2.713.654
Güneydoğu Anadolu	960.978	2.163.452	2.689.880	1.690.723	2.531.409
Doğu Anadolu	127.065	82.632	1.195.296	579.318	0
Yurt dışı Satışlar	12.605.038	28.292.259	14.239.929	8.792.098	31.229.912
İhraç Kayıtlı Satışlar*	7.200.817	7.326.822	4.957.950	2.870.260	8.206.355
Gürcistan	882.684	1.054.809	816.936	362.507	7.264.566
Mısır	252.279	2.897.323	2.812.607	1.517.313	3.572.647
Senegal	0	0	0	0	2.975.956
Türkmenistan	68.084	0	0	0	2.131.528
Azerbaycan	0	1.158.327	761.194	423.196	1.656.273
Bulgaristan	235.354	0	771.626	529.602	1.193.112
Libya	0	0	0	0	1.079.013
Birleşik Krallık	281.466	82.272	209.276	96.595	978.522
İsrail	430.426	235.602	307.615	90.808	758.295
Ürdün	0	0	130.855	0	311.312
Malta	0	0	0	0	229.004
KKTC	1.410.583	1.998.840	1.221.994	1.158.164	228.889
Norveç	123.876	207.579	269.310	111.029	214.148



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Nijer Cumhuriyeti	0	0	0	0	151.813
Fransa	153.735	0	0	0	100.438
Sırbistan	0	0	0	0	100.064
Almanya	0	0	76.234	76.234	77.977
Diğer**	1.565.734	13.330.685	1.904.332	1.556.390	0

* İhraç kayıtlı satışlardan oluşmakta olup, ülke ayrımı yapılamamıştır. İhraç kayıtlı satışlar, imalatçı firmaların ihraç edilmek şartıyla satışın yurt içindeki firmalara satış yapması olarak özetlenebilir.

** 2021 yılı 9 aylık dönem itibarıyla satış yapılmayan ülkeler "Diğer" olarak sınıflandırılmıştır.

İzahnamede incelenen dönemler itibarıyla ihracat yapılan ülkelerin sayısı 30'u aşmış olup, yurt dışı satışlar ağırlıklı olarak Gürcistan ve Mısır'a gerçekleştirilmektedir. Buna göre, 2018 yılında yurt dışı satışların %7'si Gürcistan'a yapılırken, 30 Eylül 2021 itibarıyla bu pay %23,3'e yükselmiş olup, Mısır ilgili dönemlerde sırasıyla %2,0 ve %11,4'lük bir pay almıştır. Ayrıca 2018 yılında KKTC'ye yapılan satışların payı %11,2 seviyelerindeyken, ilgili dönemde Şirket'in Senegal, Ürdün, Malta gibi yeni pazarlara girmesi ve ülkedeki inşaat ve sanayi yatırımlarının yavaşlaması nedeniyle bu oran 2021 yılı 9 aylık dönem itibarıyla %1'in altına kadar gerilemiştir.

Şirket'in bölge bazında yurt içi satış kırılımına bakıldığında ise en fazla payı, Şirket'in kurulu olduğu ve nüfus yoğunluğu açısından 2. sıradaki İç Anadolu Bölgesi almaktadır. 2018 yılında İç Anadolu Bölgesi'nin yurt içi satışlar içindeki payı %76,0 iken, Şirket'in yeni iç pazarlara girmesiyle birlikte, 30 Eylül 2021 itibarıyla bu pay %70,5 seviyesine kadar gerilemiştir. 2021 yılı 9 aylık dönem itibarıyla İç Anadolu Bölgesi'ni %11,3'lük pay ile Ege Bölgesi takip etmektedir. Marmara Bölgesi ise ilgili dönem itibarıyla %10,7 pay ile söz konusu iki bölgeden sonra 3. sıradadır. Karadeniz Bölgesi yıllar itibarıyla %3,5-%6,7 bandındaki payı ile 4. sıradadır.

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 1.751.655 m2 sandviç çatı paneli, 967.157 m2 sandviç cephe paneli ve 200.264 m3 EPS satışı yapılmıştır. İlgili dönem itibarıyla ise satışların TL bazında kırılımına 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.

2019 yılında 2018 yılına kıyasla Şirket'in 3 ana ürün kaleminde de (çatı sandviç panelleri, cephe sandviç panelleri ile yalıtım grubu EPS ürünleri) satış hacimleri düşüş göstermiş olup, satışlar da yıllık bazda %3,5 daralmıştır. Şirket'in 2020 yılında 2019 yılına kıyasla her ürün grubunun artan satış hacminin de katkısıyla satış hasılatı %44,9'luk artış göstermiştir. Bu artışın kırılımına bakıldığında m2 bazında çatı grubunda %34,1, cephe grubunda ise %37,9 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Yalıtım ürünleri EPS grubu (EPS beyaz, EPS enjeksiyon, EPS karbonlu) ise m3 bazında %43,5, adet bazında ise %26,9 büyüme göstermiştir.

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.

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

Net Satışlar	Birim	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Ürünler						
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
Taşyünü 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

[Handwritten Signature]
Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

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	0	0	6.020,00	6.020,00	0
	m ³	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
	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 aparatları, 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

Yıllar itibariyle bakıldığında %48,5-%54,2 bandındaki payı ile çatı panelleri grubu satışları toplam satışlar içindeki en büyük paya sahiptir. 2019-2020 yılları %53'ün üzerinde pay alırken, cephe grubundaki ürünlerin önem kazanmasıyla, çatı grubunun toplam satışlardaki payı 2021 yılı 9 ay itibariyle %50,9'a gerilemiştir.

Çatı grubu kırılımına bakıldığında yıllar itibariyle en büyük payı PUR dolgulu paneller almıştır. 2021 yılı 9 aylık dönem itibariyle PUR dolgulu paneller yıllık bazda %76,6 büyüme göstererek toplam satışlar içinde %26,8'lik pay alırken, PIR dolgulu paneller ilgili dönemde %106,5 artarak toplam satışlar içinde %15,2 pay almıştır.

Toplam satışlardan yıllar itibariyle %27-%29 bandında pay alan cephe grubu, 2021 yılı 9 aylık dönemde yıllık bazda %113,2 büyüme göstererek toplam satışlardaki payını %30,2 seviyesine kadar yükselmiştir. Cephe grubunda yıllar itibariyle en büyük payı PUR dolgulu paneller almıştır. 2021 yılı 9 aylık dönem itibariyle PUR dolgulu paneller yıllık bazda %83,4 büyüme göstererek toplam satışlar içinde %10,8'lik pay alırken, PIR dolgulu paneller ilgili dönemde %212,0 artarak toplam satışlar içinde %11,0 pay alarak birinci sıraya yükselmiştir.

Yalıtım grubu ise 2019-2020 yıllarında stabil olarak toplam satışlardan %14,3 pay alırken, 2021 yılı 9 aylık dönem itibariyle yıllık bazda %75,2 büyüme göstererek toplam satışlardaki payını %14,1 seviyesinde tutmuştur. Yalıtım EPS grubunda yıllar itibariyle en büyük payı EPS karbonlu ürünler almıştır. 2021 yılı 9 aylık dönem itibariyle EPS karbonlu ürünler yıllık bazda %75,3 büyüme göstererek toplam satışlar içinde %10,8'lik pay alırken, söz konusu dönemde EPS beyaz ürünler %78,1, EPS enjeksiyon ürünler %65,4 büyüyerek, toplam satışlarda sırasıyla %2,5 ve %0,9 pay almıştır.

Diğer satışlar kalemi ise bağlantı aparatları, köşe panelleri vb tamamlayıcı ürün satışları ve vida, trapez vb diğer ürün satışları ile nakliye gelirleri, fiyat farkları ve vade farklarından oluşmaktadır. Söz konusu kalem İzahnamede incelenen finansal dönemler itibariyle toplam satışlardan %4,4-%5,9 bandında pay almıştır.

Satışların Maliyeti

Şirket'in satışların maliyeti hesabı 2018-2019-2020 yılsonu ile 30 Eylül 2020 ve 30 Eylül 2021 itibariyle sırasıyla 199.715.383, 193.006.533, 276.396.832 ile 185.718.695 ve 326.993.410 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki maliyet kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

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 (-)	0	-	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

Satışların maliyeti esas olarak satılan mamul maliyeti kaleminden (30.09.2021: %81,5, 30.09.2020: %85,2, 31.12.2020: %84,8, 31.12.2019: %84,7, 31.12.2018: %86,5) oluşmakta olup, satılan ticari mal maliyeti, satılan hizmet maliyeti ve diğer satışların maliyeti yıllar içinde toplam satışların maliyeti içinde toplamda %1,7-%3,8 bandında değişen paylar almıştır.

Öte yandan, toplam maliyetlerin satışlara oranı 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %88,4 ve %88,5 olarak gerçekleşmiş olup, Şirket'in 2020 yılında stok tutma stratejisini değiştirmesiyle yüksek montanlı hammadde alımlarında indirimlerden faydalanılmasıyla toplam maliyetin satışlara oranını ise 2020 yılında %87,5, 2021 yılı dokuz aylık dönemde ise %83,2 seviyesine kadar gerilemiştir.

Satılan mamul maliyeti, ağırlıklı olarak satılmaya hazır hale getirilen mamul ürünlerin (cephe ve çatı panelleri ve EPS levhalar ile diğer tamamlayıcı ürünler) ilk madde ve malzeme giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu gider kalemi izahnamede incelenen dönemler itibarıyla toplam satılan mamul maliyeti içinde %91,6-%97,7 paya sahiptir. Diğer maliyet kalemleri ise doğrudan işçilik (%1,9-%2,5), diğer üretim giderleri (%1,8-%3,4), amortisman ve itfa payı giderleri (%0,6-%1,1) ile mamul ve yarı mamullerdeki değişim ve stoklar değer düşüklüğü karşılık giderleri olarak öne çıkmaktadır.

Satılan Mamul Maliyeti (TL)	31.12.2018	Pay %	31.12.2019	Pay %	31.12.2020	Pay %	30.09.2020	Pay %	30.09.2021	Pay %
İlk madde malzeme giderleri (-)	183158246	81,0	169.326.214	77,6	254.807.225	80,6	170.795.966	81,5	312.830.768	79,6
Doğrudan işçilik giderleri (-)	4957748	2,2	4.307.387	2	5.899.049	1,9	4.065.234	1,9	5.971.278	1,5
Diğer üretim giderleri (-)	5516216	2,4	6.310.091	2,9	4.865.720	1,5	4.123.778	2,0	6.317.126	1,6
Amortisman ve itfa giderleri (-)	1832422	0,8	1.994.107	0,9	2.241.087	0,7	1.543.537	0,7	1.997.691	0,5
Yarı mamül stoklarındaki değişim	-1152981	-0,5	489.365	0,2	358.717	0,1	204.460	0,1	-853.441	-0,2
Mamül stoklarındaki değişim	1227069	0,5	3.761.874	1,7	-1.372.298	-0,4	-1.859.794	-0,9	-5.909.514	-1,5
Stok değer düşüklüğü karşılık gideri	0	0,0	-1.342.673	-0,6	1.219.618	0,4	-326.070	-0,2	9.230	0,0
Toplam	195.538.720	86,5	184.846.365	82,5	268.019.118	84,0	178.547.111	86,2	320.363.138	81,5

Genel olarak bakıldığında, ciro değişimi ile doğru orantılı olarak satışların maliyetlerinde de değişim meydana gelmektedir. 2019 yılında inşaat ve sanayi sektörlerindeki durağanlaşan faaliyetlerden kaynaklı olarak önceki yıla göre cirodaki düşüş ile orantılı olarak toplam maliyetlerde %3,4 azalış göstermiştir. 2020 yılında hacim artışının yanı sıra kur ve arz-talep dengesinin bozulmasının etkisiyle birim fiyatların da yükselmiş olması sonucunda satılan ticari mallar maliyeti ile satılan mamuller maliyeti yıllık bazda sırasıyla %517,9 ve %45,1 artış göstermiştir. 2021 yılı dokuz aylık dönemde ise önceki yılın aynı dönemine göre satışların maliyetindeki %76,1'lik büyüme, ilgili dönemdeki %87,7'lik ciro artışına paraleldir.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in pazarlama giderleri 2018-2019-2020 yılsonu ile 30 Eylül 2020 ve 30 Eylül 2021 itibarıyla sırasıyla 4.500.328, 7.069.067, 6.253.266 ile 4.545.065 ve 6.238.345 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla bakıldığında pazarlama, satış ve dağıtım giderleri cironun %1,6-%3,2 bandında gerçekleşmiştir. Pazarlama giderleri içindeki en büyük kalem ortalama %0,5-1'lik ciro pay ile ulaşım ve nakliye giderleri olmuştur.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	31.12.2018	Pay %	31.12.2019	Pay %	31.12.2020	Pay %	30.09.2020	Pay %	30.09.2021	Pay %
Ulaşım ve nakliye giderleri (-)	1.559.510	0,7	1.412.292	0,6	2.490.005	0,8	1.995.050	1,0	1.951.975	0,5
Gümrük giderleri (-)	194.466	0,1	1.993.542	0,9	625.619	0,2	167.928	0,1	1.568.778	0,4
Personel giderleri (-)	1.015.234	0,4	947.074	0,4	1.018.312	0,3	735.308	0,4	1.329.750	0,3
İlan, reklam ve fuar giderleri (-)	932.328	0,4	1.183.981	0,5	993.174	0,3	830.574	0,4	666.920	0,2
Amortisman ve itfa payı giderleri (-)	41.659	0,0	143.403	0,1	130.601	0,0	93.434	0,0	204.829	0,1
Ofis giderleri (-)	52.280	0,0	90.314	0,0	89.836	0,0	68.724	0,0	92.283	0,0
Akaryakıt giderleri (-)	52.970	0,0	67.722	0,0	45.511	0,0	33.326	0,0	63.486	0,0
Üyelik, aidat giderleri (-)	925	0,0	44.554	0,0	42.961	0,0	41.916	0,0	63.229	0,0
Numune ve belgelendirme giderleri (-)	339.849	0,2	596.943	0,3	37.971	0,0	38.227	0,0	45.732	0,0
Danışmanlık giderleri (-)	23.384	0,0	24.646	0,0	45.000	0,0	45.303	0,0	45.244	0,0
Seyahat giderleri (-)	45.018	0,0	171.806	0,1	27.075	0,0	12.322	0,0	43.052	0,0
Kira gideri (-)	123.125	0,1	39.407	0,0	39.526	0,0	28.636	0,0	35.567	0,0
Sigorta giderleri (-)	40.525	0,0	53.432	0,0	75.271	0,0	62.537	0,0	27.654	0,0
Bakım onarım giderleri (-)	10.807	0,0	11.658	0,0	20.734	0,0	8.736	0,0	20.027	0,0
Vergi, resim ve harç giderleri (-)	24.473	0,0	20.478	0,0	90.834	0,0	90.419	0,0	14.793	0,0
Temsil ve ağırlama giderleri (-)	16.274	0,0	31.849	0,0	30.249	0,0	11.234	0,0	13.960	0,0
Diğer (-)	27.501	0,0	235.966	0,1	450.587	0,1	281.391	0,1	51.066	0,0
Toplam	4.500.328	2,0	7.069.067	3,2	6.253.266	2,0	4.545.065	2,2	6.238.345	1,6

Toplam satışlardaki daralmaya rağmen yurt dışı satışların büyümesi nedeniyle pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2019 yılında önceki yıla göre %57,1 artmıştır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde yurt dışı satışlardaki büyümeye bağlı olarak gümrük giderleri %925,1 ve numune ve belgelendirme giderleri %75,6 oranında artmıştır. 2020 yılında ise önceki yıla göre satışların artmasıyla beraber %76,3 oranında artan ulaşım ve nakliye giderlerine rağmen, toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri %11,5 oranında düşmüştür. İlgili dönemde düşüşün temel nedeni toplam satışlarda yurt dışı satışların payının azalmasıyla düşen gümrük giderleri ile numune ve belgelendirme giderleridir. Toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 30 Eylül 2021 itibariyle önceki yılın aynı dönemine kıyasla %37,3 oranında artmıştır. Bu artış ağırlıklı olarak, Şirket'in ivmeli artan yurt dışı satışlarından kaynaklı %834,2 oranında artış gösteren gümrük giderleri ile büyüme stratejisi doğrultusunda artan personel sayısı nedeniyle %80,8 oranında yükselen personel giderlerinden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in genel yönetim giderleri 2018-2019-2020 yılsonu ile 30 Eylül 2020 ve 30 Eylül 2021 itibariyle sırasıyla 2.909.571, 3.095.439, 4.586.869 ile 3.242.344 ve 4.120.421 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede incelenen ilgili finansal dönemler itibariyle bakıldığında genel yönetim giderleri cironun %1,0-1,3'ü olarak gerçekleşmiştir.

Genel Yönetim Giderleri (TL)	31.12.2018	Pay %	31.12.2019	Pay %	31.12.2020	Pay %	30.09.2020	Pay %	30.09.2021	Pay %
Personel giderleri (-)	1.131.169	0,5	1.178.730	0,5	1.685.080	0,5	1.086.841	0,5	1.513.523	0,4
Amortisman ve itfa payı giderleri (-)	362.621	0,2	336.048	0,2	689.675	0,2	477.791	0,2	675.871	0,2
Danışmanlık, müşavirlik giderleri (-)	274.019	0,1	268.864	0,1	359.586	0,1	247.376	0,1	370.190	0,1
Kıdem tazminatı gideri (-)	178.141	0,1	226.967	0,1	294.236	0,1	189.962	0,1	296.145	0,1
Vergi, resim ve harç giderleri (-)	215.591	0,1	150.878	0,1	458.204	0,1	311.957	0,1	232.234	0,1
Temsil ve ağırlama giderleri (-)	38.293	0,0	131.668	0,1	88.081	0,0	77.290	0,0	225.103	0,1
Sigorta giderleri (-)	44.307	0,0	71.160	0,0	317.828	0,1	243.381	0,1	173.669	0,0
Ofis giderleri (-)	85.201	0,0	126.971	0,1	59.742	0,0	79.006	0,0	120.441	0,0
İzin karşılığı gideri (-)	0	0,0	99.184	0,0	78.766	0,0	60.570	0,0	82.610	0,0
Bakım onarım giderleri (-)	40.214	0,0	19.136	0,0	38.949	0,0	25.232	0,0	73.455	0,0
Üyelik, aidat giderleri (-)	58.401	0,0	88.160	0,0	84.099	0,0	61.535	0,0	72.348	0,0
Numune ve belgelendirme giderleri (-)	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	71.088	0,0
Akaryakıt giderleri (-)	75.893	0,0	98.060	0,0	62.879	0,0	44.756	0,0	58.045	0,0
Seyahat gideri (-)	35.154	0,0	27.001	0,0	37.967	0,0	27.814	0,0	49.355	0,0
Haberleşme giderleri (-)	13.110	0,0	16.650	0,0	22.561	0,0	16.312	0,0	18.307	0,0
İlan, reklam giderleri (-)	133.164	0,1	13.382	0,0	179	0,0	180	0,0	16.000	0,0
Kira gideri (-)	54.822	0,0	13.139	0,0	3.228	0,0	3.250	0,0	2.000	0,0
Yardım ve bağış giderleri (-)	93.019	0,0	106.938	0,0	190.727	0,1	102.871	0,0	1.434	0,0
Diğer (-)	76.452	0,0	122.503	0,1	115.082	0,0	186.220	0,1	68.603	0,0
Toplam	2.909.571	1,3	3.095.439	1,4	4.586.869	1,5	3.242.344	1,5	4.120.421	1,0

(Signature)
Menkul Değerler A.Ş.

Genel yönetim giderleri çok fazla küçük bakiyeli hesaptan oluşmakta olup, 30 Eylül 2021 itibariyle en büyük payları personel giderleri ile amortisman ve itfa payları almaktadır. İlgili finansal tablo dönemleri itibariyle personel giderleri cironun ortalama %0,5'i seviyelerinde gerçekleşmiştir.

30 Eylül 2021 itibariyle önceki yılın aynı dönemine kıyasla, genel yönetim giderlerindeki %27,1'lik artışın temel nedenleri operasyonların büyümesinden dolayı %39,3 artan personel giderleri ile yoğun varlık yatırımlardan dolayı %41,5 artan amortisman ve itfa giderleri sayılabilir.

Karlılık Oran Analizleri

Karlılık oranlarını içeren tablo aşağıda paylaşılmıştır.

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	%14,0	%13,5
Net Kar Marjı	%0,2	%1,2	%4,5	%1,5	%9,3	%9,5

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

2.4.2 Bilanço

2018, 2019, 2020 ve 2021 yılı ilk 9 aylık dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıdadır.

VARLIKLAR	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	0	0	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	0	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	0	0	0	0
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
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	111.496.429	126.350.857	231.278.613	313.581.615
Duran Varlıklar				
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	0	0	0	0
- 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	0	0	0	3.578.025
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.601.930	1.683.854	1.784.454	2.411.521
Diğer Duran Varlıklar				
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	39.713.212	48.162.148	66.777.069	84.482.295
TOPLAM VARLIKLAR	151.209.641	174.513.005	298.055.682	398.063.910

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu




Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

KAYNAKLAR	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
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
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 Kar 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
TOPLAM KISA VADELİ 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
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
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	13.511.054	23.545.185	20.116.205	21.618.706
ÖZKAYNAKLAR				
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
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: Bağımsız Denetim Raporu

Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir;


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

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

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. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 45.700.121 TL olup kısa vadeli finansal yatırımları ise 711.416 TL'dir. Buna göre, Şirket'in net borç pozisyonu 17.012.480 TL'dir.

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

Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2018, 2019, 2020 ve 2021 ilk 9 aylık mali tablolara göre hesaplanan ticari işletme sermayesi ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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

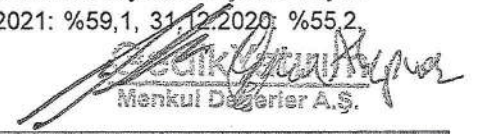
Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Ticari alacaklar, 2018-2019-2020 yılsonu ve 30 Eylül 2021 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 62.802.458, 64.965.997, 121.846.400 ve 165.040.575 TL tutarındadır. Ticari alacaklar kalemi, ilgili finansal dönemlerde esas itibarıyla, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacaklardan (30.09.2021: %88,7, 31.12.2020: %92,3, 31.12.2019: %91,6, 31.12.2018: %84,1) ve ilişkili taraflardan kısa vadeli ticari alacaklardan (30.09.2021: %11,3, 31.12.2020: %7,7, 31.12.2019: %8,4, 31.12.2018: %15,9) oluşmaktadır. 2018 ve 2019 yılsonları itibarıyla 63-65 milyon TL bandındaki seviyesini koruyan ticari alacaklar, 2020 yılında önceki yılsonuna göre satış hacmindeki ivmelenmeye bağlı olarak %87,6 artmıştır. 30 Eylül 2021 itibarıyla satışlardaki artışın devam etmesi ve hafifleyen pandemi şartlarından kaynaklı ticari alacak gün sayısının benzer kalması ile 2020 yılsonuna göre %35,4 artmıştır.

Ticari alacaklar, Şirket'in önemli performans göstergelerinden olan işletme sermayesinin unsurlarından biridir. 2019 yılında ortalama alacak tahsilat süresi 107 gün olarak gerçekleşmiş ve ticari alacakların toplam satışlara oranı %29,8 (2018: %27,8) seviyesinde seyretmektedir. 2020 yılında pandemi şartlarına rağmen alacak gün sayısı 108 gün seviyelerinde seyrederken, ticari alacakların satışlara oranı da %38,6 olarak gerçekleşmiştir. Satıştaki ivmenin devam etmesi ancak alacak gün sayısının düşmesiyle 30 Eylül 2021 itibarıyla ticari alacakların satışa oranı %33,0'e gerilemiştir.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla ticari alacakların içindeki ağırlığı %84,1-%92,3 bandında seyreden ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar esas olarak vadeli çekler ve alacak senetleri (30.09.2021: %59,1, 31.12.2020: %55,2,

Jul


Menkul Değerler A.Ş.

31.12.2019: %58,7, 31.12.2018: %77,4), cari hesaplar (30.09.2021: %30,2, 31.12.2020: %36,1, 31.12.2019: %22,6, 31.12.2018: %16,5), doğrudan borçlanma sistemi* ("DBS") alacakları (30.09.2021: %11,5, 31.12.2020: %9,2, 31.12.2019: %19,2, 31.12.2018: %6,4) ve kontra hesap olan beklenen kredi zararları (30.09.2021: -%0,8, 31.12.2020: -%0,5, 31.12.2019: -%0,6, 31.12.2018: -%0,3) kalemlerinden oluşmaktadır. Ayrıca şüpheli alacaklar ile şüpheli alacak karşılığı kalemleri de bu hesap altında takip edilmektedir.

* Doğrudan borçlanma sistemi; geniş bayi/müşteri ağı bulunan firmaların bayi ya da müşterilerine yapacakları mal ve hizmet satışlarına yönelik fatura tahsilatlarının otomatik olarak gerçekleştirilmesini sağlayan bir nakit yönetimi hizmetidir.

Ticari borçlar, 2018-2019-2020 yılsonu ve 30 Eylül 2021 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 46.929.460, 65.600.474, 86.996.138 ve 126.169.238 TL tutarındadır. Ticari borçlar hesabı, esas olarak ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar (30.09.2021: %98,7, 31.12.2020: %98,8, 31.12.2019: %97,5, 31.12.2018: %90,0) ilişkili taraflara ticari borçlar (30.09.2021: %0,9, 31.12.2020: %1,2, 31.12.2019: %0,0, 31.12.2018: %0,0), borç senetleri (30.09.2021: %0,4, 31.12.2020: %0,0, 31.12.2019: %2,5, 31.12.2018: %10,0) kalemlerinden oluşmaktadır. İlişkili taraflara ticari borçlar esas olarak, Şirket ortaklarının paylarının bulunduğu Osko Yapı End. San. ve Tic. A.Ş. firmasıyla olan ticari ilişkisi nedeniyle doğan borçlardan oluşmaktadır.

Yıllar içinde satışların artışına paralel olarak ticari borçlar artarken, ticari borçların ödeme gün sayısı hafif düzeyde düşüş göstermiştir. 30 Eylül 2021 itibarıyla 2020 yılsonuna göre %45,0, 2020 yılsonunda önceki yılsonuna göre %32,6, 2019 yılsonunda ise 2018 yılsonuna göre %39,8 artmıştır.

Maddi Duran Varlıklar

İhraççının mevcut önemli maddi duran varlıklarına ilişkin bilgiler aşağıda gösterilmektedir.

Cinst	Edinildiği Yıl	m ²	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı	Kiraya Verildi ise Kiralayan Kişi/Kurum	Kıra Dönemi	Yıllık Kıra Tutarı (TL)
Poliüretan Sandviç Panel Hattı	2013	-	Polatlı Fabrika	0	Üretim	-	-	-
649,8 kwp Güneş Enerji Santrali Çatı Tipi 1. Bina	2020	-	Polatlı Fabrika	1.740.157,10	Üretim	-	-	-
527,72 Kwp Güneş Enerji Santrali Çatı Tipi 3. Bina	2020	-	Polatlı Fabrika	1.475.557,89	Üretim	-	-	-
Biokütle Yakıtlı Buhar Kazanı (3.000.000kcal/H/5.000 Kg/H Buhar)	2019	-	Polatlı Fabrika	839.349,90	Üretim	-	-	-
Eps Enjeksiyon Makinası Tip:Aem-K 1800/1400	2019	-	Polatlı Fabrika	416.014,31	Üretim	-	-	-
EPS Strafor Kesim ve Paketleme Makinesi	2019	-	Polatlı Fabrika	318.999,93	Üretim	-	-	-
Ekipman Bedeli- Poliüretan Astar Makinesi	2016	-	Polatlı Fabrika	130.021,04	Üretim	-	-	-
EPS Hatlar Blok Besleme Sistemi- Strafor Besleme Hattı	2020	-	Polatlı Fabrika	222.750	Üretim	-	-	-
Polatlı OSB 123 Ada 2-3 Parseller	2017	56.358,23	Polatlı Fabrika	657.594,06	Üretim	-	-	-
Polatlı OSB Fabrika Binaları	2005	21.530,09	Polatlı Fabrika	10.001.806,54	Üretim	-	-	-
Gölbaşı Depolu İşyeri	2011	599	Ankara	320.949,88	Yatırım Amaçlı	-	-	-
Bornova 19208 Ada 1 Parsel B Blok 1 Nolu İşyeri)	2021	732	İzmir	4.054.607,61	Yatırım Amaçlı	-	-	-


 Menkul Değerler A.Ş.

Maidan (25389/3 Parsel) A16 Nolu Ofis	2018	49	Ankara	430.100,89	Merkez Ofis	-	-	-
Maidan (25389/3 Parsel) A17 Nolu Ofis	2018	93	Ankara	788.562,62	Merkez Ofis	-	-	-
Maidan (25389/3 Parsel) A18 Nolu Ofis	2018	65	Ankara	567.914,22	Merkez Ofis	-	-	-
Maidan (25389/3 Parsel) A19 Nolu Ofis	2018	93	Ankara	781.232,52	Merkez Ofis	-	-	-

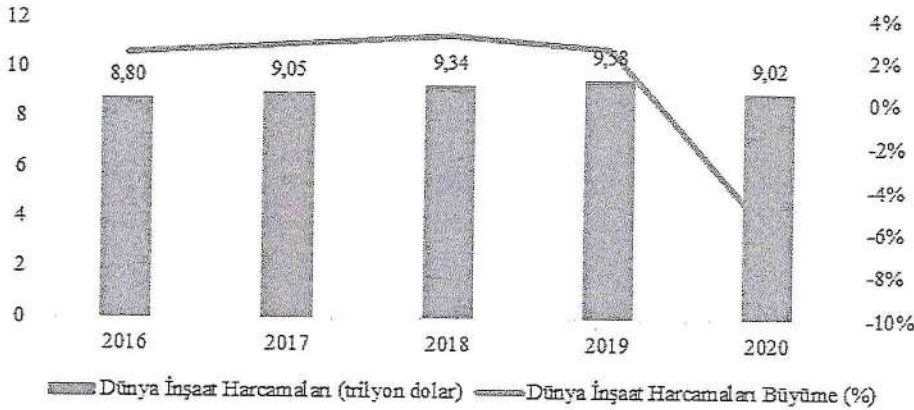
3. Sektör Hakkında Bilgi

3.1 Dünya İnşaat Sektörü

2020 yılında yaşanan Covid-19 pandemisi ile dünya ekonomisindeki durağanlaşma ve sabit sermaye yatırımlarındaki daralmaya paralel olarak inşaat harcamaları da küçülme göstermiştir. Küresel inşaat harcamaları 2020 yılında bir önceki yıla göre %5,8 daralmış ve 9,02 trilyon dolara gerilemiştir. Böylece 2019 yılında büyümesi yavaşlayan inşaat harcamaları, 2020 yılında düşük baza rağmen Covid-19 pandemi etkisi ile daralmaya devam etmiştir.

2021 yılında önceki yıla göre dünya ekonomisindeki büyüme öngörüsüne bağlı olarak dünya inşaat sektöründe %4,4 ve dünya inşaat harcamalarında ise %8,0 büyüme beklenmektedir. Bu büyüme beklentisine bağlı olarak 2020 yılında 9,02 trilyon dolar olan dünya inşaat harcamalarının 2021 yılında 9,74 trilyon dolara ulaşması beklenmektedir. Küresel pazarda en yüksek payı olan Asya – Pasifik bölgesi inşaat sektörü 2021 yılında %5,8, Kuzey Amerika bölgesi %3,2, Batı Avrupa bölgesi %3, Doğu Avrupa bölgesinde %4 Latin Amerika bölgesinde ise %7,9 büyüme beklenmektedir (Kaynak: İMSAD Yapı Sektörü Raporu 2020).

Dünya İnşaat Harcamaları 2016-2020



Kaynak: Covid-19 Impact and Global Construction Outlook 2020-2025, Research and Markets, 2021 Nisan

2020 yılında 2019 yılına göre Asya – Pasifik bölgesinde inşaat harcamalarındaki daralma %1'in altında kalırken, Latin Amerika bölgesinde ise daralma %10'un üzerine çıkmıştır. Aynı dönem itibarıyla Avrupa'da ve Kuzey Amerika'da inşaat harcamalarındaki daralma 3-5% bandında kalırken, 2019 yılında önceki yıla göre %4 civarında büyüme gösteren Sahra Afrika'sı ise 2020 yılında 2019'a göre yaklaşık %2 küçülmüştür.

Yok


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Bölgesel Bazda İnşaat Harcaması Büyümleri/Daralmaları 2019-2020

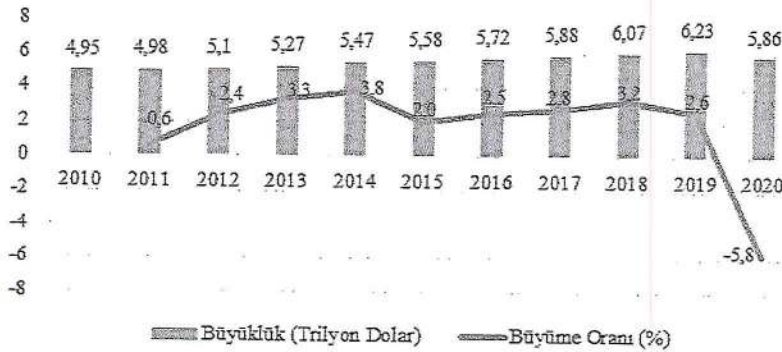


Kaynak: Fitch Solutions, Robust Growth Bounce-Back In 2021, For Global Construction Growth, 2020 Kasım

Küresel İnşaat Malzemeleri Sektörü

Dünya inşaat malzemeleri pazarı, dünya inşaat harcamalarındaki gelişmelere paralel olarak hareket etmektedir. İnşaat harcamaları kamu-özel, altyapı, konut ve konut dışı bina yatırımlarına yapılan inşaat harcamalarını kapsamaktadır. Dünya inşaat malzemeleri pazarında büyüme inşaat harcamaları ile ortaya çıkan talebe göre şekillenmektedir. 2018 yılında özellikle gelişmiş ülkelerdeki toparlanma ile inşaat malzemeleri pazarı önceki yıla göre %3,2 büyüyerek 6,07 trilyon dolara ulaşmıştır. 2019 yılında küresel inşaat sektöründe yaşanan yavaşlama inşaat malzemeleri pazarını da etkilemiş olup, benzer şekilde büyüme ivmesi düşmüştür. Buna göre, 2019 yılında inşaat malzemeleri pazarı önceki yıla kıyasla %2,6 büyümüş ve 6,23 trilyon dolar büyüklüğüne ulaşmıştır.

Dünya İnşaat Sektörü Büyüklüğü ve Büyüme Oranları 2010 – 2020



Kaynak: İMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020

2020 yılında ise Covid-19 pandemisi ile küresel inşaat sektöründe yaşanan daralma inşaat malzemeleri pazarını da olumsuz etkilemiştir. 2020 yılında inşaat malzemeleri pazarı 2019 yılına göre %5,8 daralmış ve 5,86 trilyon dolara gerilemiştir. Ağırlıklı Covid-19 pandemiden kaynaklı olarak inşaat malzemeleri pazarında hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişen ülkelerde küçülmeler yaşanmıştır.

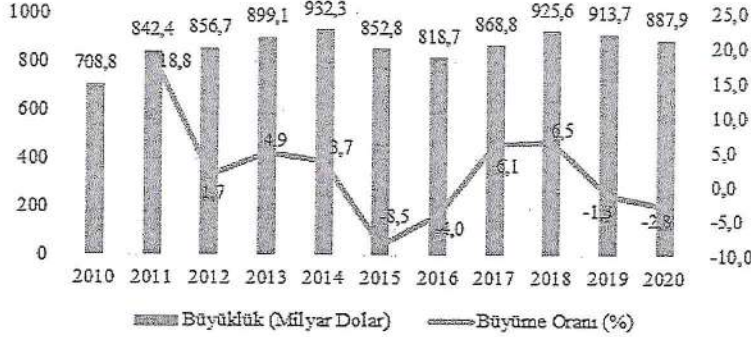
Son dönemlerde dünya inşaat malzemeleri pazarında talebin yaklaşık %20'si ithalat yoluyla karşılanmaya devam etmektedir. Bu çerçevede dünya inşaat malzemeleri ihracatını iki ana unsur belirlemektedir. Birincisi inşaat harcamalarında büyüme ile oluşan malzeme talebidir. İkincisi ise ihracata konu olan malzeme fiyatlarıdır.

2014 yılında dünya inşaat malzemeleri ihracatı 932,3 milyar dolar olarak tarihin en yüksek seviyesine ulaşmış, 2015 ve 2016 yıllarında ise fiyatlardaki düşüş ve talep yavaşlaması ile sırasıyla 852,8 ve 818,7 milyar dolar seviyelerine gerilemiştir. 2017 yılında inşaat malzemeleri dünya ihracatında %6 büyüme yaşanmıştır. 2018 yılında dünya inşaat

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

malzemeleri ihracatı %6,5 artmış ve 925,6 milyar dolara ulaşmıştır. 2019 yılında küresel ticaretteki korumacılık ile ihracat %1,3 daralarak 913,7 milyar dolara gerilemiştir. 2020 yılında ise dünya inşaat malzemeleri ihracatı yaşanan Covid-19 pandemisinin etkileri ile %2,8 daralmıştır. 2019 yılında 913,7 milyar dolara düşen toplam ihracat rakamı, 2020 yılında daha da gerileyerek 887,9 milyar dolara inmiştir. İhracattaki daralmanın en önemli nedeni Covid-19 pandemisi ile ortaya çıkan küresel inşaat sektöründeki küçülmeden kaynaklı inşaat malzemelerine yönelik talebin daralması olmuştur. 2020 yılında emtia fiyatları ve buna bağlı olarak birçok inşaat malzemesinin fiyatı da gerilemiştir. Böylece dünya inşaat malzemeleri ihracatı iki yıl üst üste daralmıştır.

Dünya İnşaat Malzemeleri İhracat Büyüklüğü ve Büyüme Oranları 2010 – 2020



Kaynak: Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

2020 yılı ihracat verilerine göre Çin toplam pazardan yaklaşık %24'lük pay alan, 219,8 milyar dolar hacim ile en büyük ihracatçıdır. Covid-19 pandemisi yılında Çin ihracatını %2,9 artırmayı başarmıştır. Çin'i sırası ile Almanya 92,2 milyar dolar, ABD 50,8 milyar dolar, İtalya 45,5 milyar dolar ve Japonya 25,4 milyar dolar ile izlemektedir. Ancak bu dört ülkenin ihracatı 2020 yılında önemli ölçüde daralmıştır. 2020 yılında Türkiye 21,16 milyar dolar tutarındaki ihracatı ile iki sıra yükselerek dünyanın 9. büyük ihracatçı ülkesi olmuştur.

Dünya İnşaat Malzemesi İhracatçısı Ülkeleri 2019 – 2020

Sıra	Ülke	2019 Milyon Dolar	2020 Milyon Dolar	2019/2020 Değişim %
1	Çin	213.571	219.830	2,9
2	Almanya	98.382	92.228	-6,3
3	ABD	59.106	50.801	-14,1
4	İtalya	48.940	45.452	-7,1
5	Japonya	27.370	25.433	-7,1
6	Polonya	22.370	24.188	8,1
7	İspanya	25.134	23.044	-8,3
8	Fransa	24.279	21.413	-11,8
9	Türkiye	21.484	21.158	-1,5
10	Hollanda	22.114	21.130	-4,4

Kaynak: International Trade Center

jk


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

Dünya İnşaat Malzemesi İthalatçısı Ülkeleri 2019 – 2020

Sıra	Ülke	2019 Milyon Dolar	2020 Milyon Dolar	2019/2020 Değişim %
1	ABD	115.277	106.416	-7,7
2	Almanya	60.716	57.473	-5,3
3	Çin	48.943	53.723	9,8
4	Fransa	36.222	33.028	-8,8
5	İngiltere	32.388	27.078	-16,4
6	Kanada	27.940	25.254	-9,6
7	Hollanda	25.349	24.682	-2,6
8	Meksika	27.279	23.486	-13,9
9	Güney Kore	17.797	21.687	21,9
10	Japonya	23.839	21.524	-9,7
33	Türkiye	6.788	7.029	3,6

Kaynak: International Trade Center

Türkiye'nin 2020 yılında inşaat malzemeleri ihracatı 2019 yılına göre %1,5 azalarak 21,16 milyar dolara gerilemiştir. Türkiye'nin İnşaat malzemeleri ithalatı ise 2020 yılında bir önceki yıla göre %3,6 artarak 7,03 milyar dolar olup, 33. sıradadır.

Küresel Yatırım Yatırımları ve Gelişmeleri

Yatırım gibi enerji verimliliğini sağlayan teknolojiler, yatırım maliyetleri yüksek olsa dahi, üretim maliyetlerinden/genel giderlerinden sağladıkları tasarruf ile yatırımın kendini geri ödeme süresi karşılaştırdığı zaman ekonomik katkıları anlam kazanmaktadır.

Günümüze kadar küresel olarak muhtelif dönemlerde yaşanan enerji krizleri neticesinde ülkeler enerji verimliliğini artırmak amacıyla çeşitli programları uygulamaya almışlardır.

Dünya yatırım malzemeleri ihracatı 2016 yılından 2020 yılına kadar her yıl artış göstermiştir. 2020 yılında önceki yıla göre %1,8 artarak 16,4 milyar dolara kadar yükselmiştir. Türkiye'nin dünya yatırım malzemeleri ihracatında 2016 yılında %0,78 olan payı 2019 yılında %1 seviyesine çıkmış, 2020 yılında ise marjinal bir düşüş ile %95'a gerilemiştir.

2020 yılında dünya yatırım malzemeleri ihracatında ilk sırada 2,45 milyar dolar ile Almanya yer almaktadır. Çin 2., ABD ise 3. büyük ihracatçıdır. Türkiye ise yatırım malzemeleri ihracatında 24. sırada yer almaktadır.

3 büyük ihracatçı ülke Çin, ABD ve Almanya sıra değişikliği ile aynı zamanda ilk büyük 3 ithalatçı ülkedir. Çin 2020 yılında ilk sıradadır. 2019 yılına kıyasla Çin'in ithalatı %217,5 artarak 4,6 milyar dolara yükselmiştir. Diğer 2 büyük pazar Fransa ve Kanada'dır. Meksika ve Polonya da ilk 10 büyük ithalat pazarı içinde bulunmaktadır. Türkiye ise dünya ithalatı içinde 26. sıradadır.

Dünya Yatırım Malzemeleri İhracatçıları 2019-2020

2019			2020		
Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)	Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)
1	ABD	1.828.777.035	1	Almanya	2.451.155.000
2	Almanya	1.771.269.119	2	Çin	1.761.710.000
3	Çin	1.658.595.000	3	ABD	1.648.798.000
4	Belçika	736.526.648	4	Belçika	710.968.000
5	Polonya	689.248.402	5	Kanada	681.000.000
6	İngiltere	656.559.885	6	Polonya	668.851.000
7	Kanada	653.435.285	7	Rusya	652.179.000
8	Japonya	645.210.076	8	İngiltere	558.103.000
9	Hollanda	532.690.000	9	Hollanda	518.195.000
10	Fransa	497.794.000	10	Singapur	487.518.000
24	Türkiye	162.116.520	24	Türkiye	155.326.658

Kaynak: IMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

jel

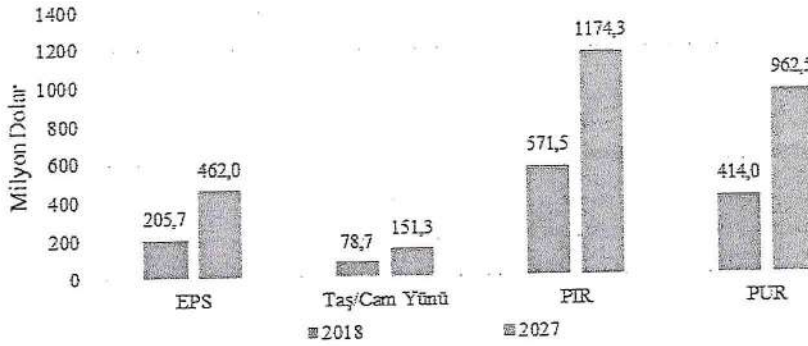
Dünya Yalıtım Malzemeleri İthalatçıları 2019-2020

2019			2020		
Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)	Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)
1	ABD	1.454.366.976	1	Çin	4.614.470.000
2	Çin	1.453.161.000	2	ABD	1.396.174.000
3	Almanya	1.126.803.715	3	Almanya	1.021.799.000
4	Fransa	875.840.000	4	Fransa	778.323.000
5	Kanada	832.723.451	5	Kanada	763.835.000
6	İngiltere	572.475.176	6	Güney Kore	610.441.000
7	Meksika	487.811.780	7	İngiltere	464.410.000
8	Hollanda	448.081.000	8	Meksika	436.567.000
9	Polonya	407.560.323	9	Hollanda	427.758.000
10	İtalya	394.847.295	10	Polonya	396.100.000
27	Türkiye	150.642.614	26	Türkiye	147.163.357

Kaynak: IMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020

2020 yılında toplam global sandviç panel pazar büyüklüğü 1,45 milyar dolar olarak gerçekleşmiş olup, 2020-2028 yıllarında %9,6 YBBO sergileyerek 2027 yılında pazar büyüklüğünün 2,75 milyar dolara ulaşacağı beklenmektedir (<https://www.verifiedmarketresearch.com/product/sandwich-panels-market/>).

Sandviç Panel Pazar Büyüklüğü (Milyon dolar)



Kaynak: Statistics, Sandwich Panels Market, 2018

Küresel sandviç panel pazarında EPS, taş yünü/cam yünü, PIR ve PUR kırılımına dolar bazında bakıldığında yıllar içinde en büyük payı ortalamada %40'ın üzerinde pay ile PIR, ortalama %30 pay ile ikinci sırayı PUR alırken, onları %16 pay ile EPS ve %5-6 pay ile taş yünü/cam yünü takip etmektedir.

Küresel Sandviç Panel Hammadde Kırılımı 2017-2027 (Milyon dolar)

Hammadde	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

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

yılında 462,0 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 (Kaynak: <https://www.strategymrc.com/report/sandwich-panels-market>).

Bölgelere Göre Sandviç Panel Pazar Payları (2018)



Kaynak: Statistics, Sandwich Panels Market

Kuzey Amerika'nın küresel sandviç panel sektöründeki pazar payı 2018'de 341,6 milyon dolar ile %26,9 iken, pazar büyüklüğünün 2027 yılına kadar %8,6'lık bir YBBO ile büyüyerek 717,8 milyon dolara ulaşması tahmin edilmektedir.

Asya Pasifik bölgesi pazar payı 2018'de 200,7 milyon dolar ile %15,8 iken, pazar büyüklüğünün %9,9 YBBO ile büyüyerek 2027 yılına kadar 470,3 milyon dolara ulaşması beklenmektedir.

Güney Amerika pazar payı, 2018'de 171,5 milyon dolar ile %13,5 iken, pazar büyüklüğünün %9,1'lik YBBO ile büyüyerek 2027 yılına kadar 376,8 milyon dolara ulaşması öngörülmektedir.

Orta Doğu ve Afrika bölgeleri ise 2018'de 121,9 milyon dolar ile %9,6 pazar payına sahipken, %8,6 YBBO ile büyüyerek 2027 yılına kadar 255,8 milyon dolara ulaşması beklenmektedir.

Bölgelere Göre Sandviç Paneli Pazar Büyüklüğü (Milyon dolar)

Bölge	2017	2018	2023 (T)	2027 (T)	%YBBO (2018-2027)
Kuzey Amerika	303,3	341,6	556,5	717,8	8,6
Avrupa	382,7	434,3	716,7	929,5	8,8
Asya Pasifik	173,5	200,7	349,9	470,3	9,9
Güney Amerika	151,1	171,5	286,7	376,8	9,1
Orta Doğu ve Afrika	108,6	121,9	198,1	255,8	8,6
Toplam	1.119,1	1.270,0	2.107,9	2.750,0	9,0

Kaynak: Statistics, Sandwich Panels Market

2018'de 434,3 milyon dolar ile en büyük pazar payına sahip bölge olan Avrupa'nın 2027 yılına kadar %8,8'lik YBBO ile 929,5 milyon dolara ulaşarak en büyük pazar payını koruması beklenmektedir. Tahmin döneminde (2021 – 2027) Avrupa'da inşaat sektöründe çevre düzenlemelerine artan devlet desteği ve etkili yalıtım malzemeleri kullanılmasının gerekliliği bu durumun başlıca nedeni olarak gösterilebilir.

Avrupa Ülkelerine Göre Sandviç Panel Pazar Büyüklükleri (Milyon dolar)

Ülke	2017	2018	2023 (T)	2027 (T)	%YBBO (2018-2027)
Almanya	88,8	101,6	174,9	230,5	9,5
Birleşik Krallık	107,2	119,9	184,9	232,4	7,6
İtalya	68,9	78,6	131,9	172,0	9,1
Fransa	65,1	74,3	124,7	162,7	9,1
İspanya	18,0	20,4	34,4	45,5	9,3
Diğer Avrupa Ülkeleri	34,8	39,5	65,9	86,4	9,1
Toplam	382,7	434,3	716,7	929,5	8,8

Kaynak: Statistics, Sandwich Panels Market

Jeh


Menkul Değerler A.Ş.

İngiltere, 2018'de 119,9 milyon dolar ile en büyük pazara sahip olmuştur ve 2018'den 2027'ye kadar %7,6 YBBO ile büyüyerek 2027 yılına kadar 232,4 milyon dolara ulaşması beklenmektedir. Almanya'nın ise tahmini %9,5 YBBO ile en hızlı büyüyen ülke olması beklenmektedir.

Enerji Verimliliği Programları

Europe 2030

Avrupa Birliği 2021-2030 yılları arasındaki enerji politika ve hedeflerini "2030 İklim ve Enerji Politikası" altında belirlemiştir. 2030 yılına kadar enerji verimliliğinde en az %32,5 iyileşme sağlamak da bu hedeflerden biri olarak vurgulanmıştır. Binalarda ısıtma ve soğutma amacıyla tüketilen enerjinin tasarrufu amacıyla Avrupa Birliği 2010 yılında Binalarda Enerji Performansı Direktifini (EPBD) kabul etmiştir. EPBD, mevcut binaların asgari enerji tüketimi yapması zorunluluğunun yanı sıra, 2021 yılına kadar tüm yeni binaların "neredeyse sıfır enerji tüketen binalar" olmasının sağlanmasını gerektirmektedir. Düzenleme dahilindeki hedeflere ulaşabilmek için en önemli teknolojilerden biri de çatı ve cephe yalıtımı yatırımlarıdır.

Kaynak: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52013DC0169>

Ülkelerin enerji verimliliğini programlarını öncelikli olarak konutlarda uygulamaya başlamalarının temel nedeni tarihsel olarak bakıldığında ABD'de, Avrupa Birliği ülkelerinde ve hatta Türkiye'de tüketilen toplam enerjinin büyük kısmının konutlarda kullanılmasıdır. Endüstriyel kullanım konuttan sonra ikinci sırayı almaktadır.

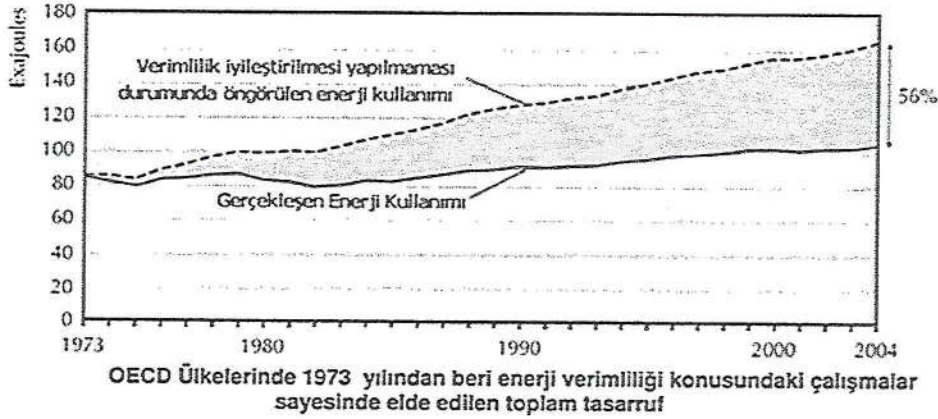
Enerji Tüketim Dağılımı (%)

Ülke	Konut	Endüstri	Ulaştırma	Diğer
ABD (2004)	39	33	28	-
AB (2006)	39	28	30	3
Türkiye (2008)	36	32	20	12

Kaynak: IZODER Yatırım Raporu

Diğer taraftan, 20. yüzyılın ortalarından itibaren OECD ülkelerinde konut sektörü başta olmak üzere, enerji talebi yüksek bir ivmeyle büyümüştür. Buna karşın, 1973 petrol kriziyle beraber ani bir petrol eksikliği ile karşı karşıya kalındığında, enerji tasarrufu ve verimlilik birincil öncelik haline gelmiştir. Uygulamaya koyulan enerji verimliliği politikaları, 2004 yılında %56'ya ulaşan enerji tasarrufu sağlamıştır.

Kaynak: <https://www.oecd.org/env/cc/34878217.pdf>



Kaynak: <https://www.oecd.org/env/cc/34878217.pdf>

Yalıtım başta olmak üzere, yapı sektöründeki enerji verimliliği sağlayan teknolojilerin yatırımlarının geri dönüşü oldukça kısa sürelidir. Özellikle soğuk iklimlerde, binalarda tüketilen enerjinin büyük bir kısmı ısıtma amaçlı kullanıldığından, yalıtım enerji tüketiminin azaltılmasında önemli bir rol oynar. Bu nedenle yalıtım teşvikleri enerji tasarrufu politikalarının odak noktalarından biri olmuştur. Örneğin, ABD 1978 Ulusal Enerji Koruma Yasası tarafından kurulan Konut Koruma Servisi (RCS), tüketicileri bina ve pencere yalıtımına, enerji denetimlerine, ışıkların mümkün olduğunca kapalı tutulmasına teşvik etmiştir.

Kaynak: <https://www.rapidtransition.org/stories/from-oil-crisis-to-energy-revolution-how-nations-once-before-planned-to-kick-the-oil-habit/>

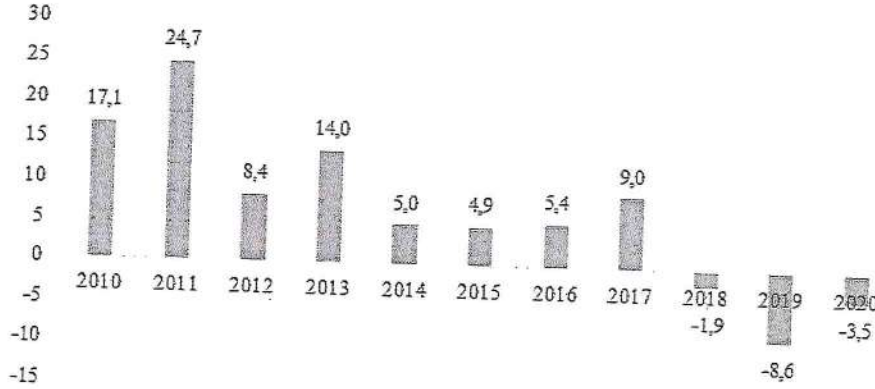

 Ali Kemal
 Menkul Değerler A.Ş.

3.2 Türkiye'de İnşaat Sektörü

Covid-19 pandemisi sürecinde küresel olarak daralan inşaat sektörü, Türkiye'de olumsuz etkilenen sektörler arasında yer almıştır. Sektöre verilen desteklere rağmen inşaat sektörü 2020 yılında bir önceki yıla göre %3,5 küçülmüştür. Böylece sektörde 2018 yılında kur dalgalanmalarından kaynaklı olarak başlayan daralma trendi, 2019 yılında kur hareketliliğinin devam etmesi ile ivmelenerek önceki yıla göre %8,6 daralmıştır. 2020 yılı Mart ayından itibaren Türkiye'de de görülmeye başlayan Covid-19 pandemisine rağmen 2020 yılında gayrisafi yurt içi hasıla %1,8 artarken, kur dalgalanmaları, yabancı iştaahının azalması ve sektörün kendi dinamikleri nedeniyle küçülmeye devam etmiştir

Kaynak: İMSAD Yapı Sektörü Raporu 2020

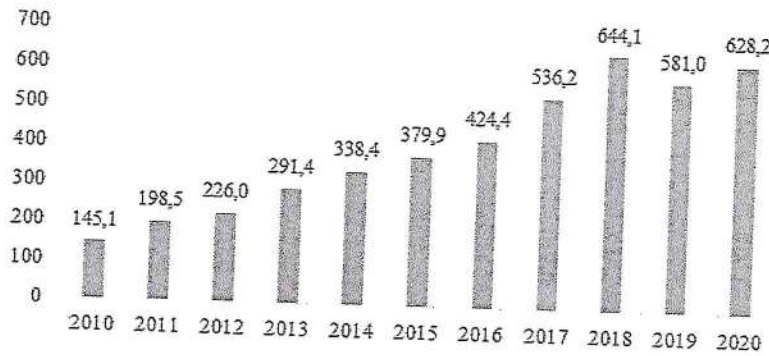
Türkiye İnşaat Sektörü Yıllık Büyüme (%)



Kaynak: TÜİK

2020 yılında inşaat harcamalarında cari fiyatlarla artış yaşanmıştır. 2020 yılında sektördeki küçülmeye karşın cari fiyatlarla harcamalar %8,1 artmış ve 628,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. İnşaat harcamaları nominal olarak büyüme göstermiştir. İnşaat harcamaları enflasyondan arındırıldığında ise reel olarak %13,6 ile daralma yaşamıştır.

Türkiye'de İnşaat Harcamaları (milyar TL)



Kaynak: TÜİK

Türkiye'de 2 yılı aşkın süredir daralma yaşayan inşaat sektörü, 2020 yılında tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye'yi de etkisi altına alan Covid-19 salgınından olumsuz etkilenmiştir. Covid-19 pandemisinin yayılmasını engellemeye yönelik alınan tedbirler, mevcut projelerdeki gecikme ve iptaller ile azalan gayrimenkul talebi inşaat sektörüne özellikle 2020 yılı ikinci çeyrekte sert bir daralma yaşatmıştır. Bu dönemde Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) projelerinde önemli bir tempo kaybı olmamasına rağmen negatif tablo değişmemiştir. Çizilen negatif tabloya rağmen, Covid-19 döneminde sunulmuş olan konut satışına yönelik kredi destek paketleri, düşük faiz oranlarının yarattığı iç talep ve stok eritmek amacıyla yapılan kampanyalar sebebiyle 2020 üçüncü çeyrekte inşaat sektörü yeniden canlanmıştır. Böylece kısa vadede inşaat sektörü tekrar pozitif bir ivme kazanmış olsa da 2020 yılı son çeyrekte beklenen ikinci

ys

GedikYatırım
Menkul Değerler A.Ş.

dalga sebebiyle tedbirlerin yeniden artırılması, üst üste gelen mutasyon haberleri ve T.C. Merkez Bankası'nın para politikasında tekrar sıkılaştırma yönünde pozisyon alması pozitif ivmeyi kısa sürede tersine çevirmiştir.

Kaynak: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2021/08/insaat-sektorel-bakis-2021.pdf>

2018 yılı üçüncü çeyreğinden 2020 yılı üçüncü çeyreğine kadar sektör ortalama %7 daralmıştır. Son sekiz çeyrekte yaşanan küçülmenin ardından, Covid-19 pandemisinin gölgesinde, ilk defa 2020 yılı üçüncü çeyrekte %4,7'lik büyüme kaydedilmiştir. Mevcut yapı stoklarının eritilmesi amacıyla gerçekleştirilen kampanyalı ev satışları, pandemi döneminin olumsuz etkisini azaltmak amacıyla uygulanan genişleyici para politikaları (düşük faiz, Kredi Garanti Fonu (KGF) kapsamında sağlanan destekler ve 49 milyar lirayı aşan nakdi krediler) ve Covid-19 pandemisi dönemine rağmen yapımına devam edilen Kamu Özel İşbirliği proje inşaatları sayesinde iki yıl aradan sonra ilk kez büyüme kaydeden inşaat sektörü tekrar sıkı para politikasına geçilmesiyle birlikte pozitif yönde yakaladığı ivmeyi kaybetmiş ve 2020'nin son çeyreğinde bir önceki döneme kıyasla %12,5'lük bir daralma yaşamıştır.

Kaynak: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2021/08/insaat-sektorel-bakis-2021.pdf>

Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği 2021 Kasım Aylık Sektör Raporuna göre ise 2021 yılı ikinci çeyrek dönemde durağanlaşan inşaat sektörü güven endeksi üçüncü çeyreği gerileme ile kapatmış ve son çeyreğe de gerileme ile başlamıştı. Kasım ayında ise güven endeksinde bir önceki aya göre 0,1 puan ile sınırlı bir artış yaşanmıştır. Yüksek sezonun sonuna gelirken mevcut işler ve alınan yeni iş siparişleri de durağanlaşmaya başlamıştır. Ayrıca ekonomide yaşanan dalgalanmalar da etkili olmaktadır. Buna bağlı olarak güven endeksinde de durağan bir döneme girilmektedir (Kaynak: İMSAD Aylık Sektör Raporu Kasım 2021).

Türkiye'nin İnşaat Malzemeleri İç Pazarı

İç pazara bakıldığında inşaat malzemeleri pazarı 2020 yılında, 2019 yılına göre %8,1 büyüyerek 408,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında yaşanan Covid-19 pandemisinin yarattığı olumsuz koşullara rağmen inşaat malzemeleri sanayi üretimi son yılların en yüksek büyümesini gerçekleştirmiştir. İnşaat malzemeleri sanayi üretimi 2015 yılından itibaren dalgalanma göstermektedir. Ekonomide ve inşaat sektöründe yaşanan sıkıntılar ile küresel ticarete ve ihracat pazarlarında yaşanan dalgalanmalar inşaat malzemeleri sanayi üretimini de etkilemektedir. Nitekim 2015 ve 2016 yıllarında sanayi üretiminde sınırlı artışlar yaşanmış, 2017 yılında hızlanan üretim artışı ardından 2018 yılında %2,0 daralma yaşanmıştır. 2019 yılında ise ekonomide uygulanan dengeleme politikaları ile daralan inşaat sektörü, inşaat malzemeleri sanayi üretimini de olumsuz etkilemiştir. İnşaat malzemeleri sanayi üretimi 2019 yılında %13,0 daralmıştır. 2020 yılında ise yaşanan Covid-19 pandemisine rağmen inşaat malzemeleri sanayi üretimi %9,1 ile son yılların en kuvvetli artışını göstermiştir. Covid-19 pandemisi ile ortaya çıkan koşullar nedeniyle inşaat malzemeleri sanayi üretimi yılın ikinci çeyreğinde, ilk çeyreğine göre %8,0 düşmüştür. Üçüncü ve dördüncü çeyreklerde ise inşaat sektörüne verilen desteklerin yarattığı talep ile inşaat malzemeleri sanayi üretimi yılı oldukça yüksek bir büyüme ile kapatmıştır.

Kaynak: İMSAD Yapı Sektörü Raporu 2020

2020 yılında inşaat malzemeleri iç pazarı cari fiyatlarla %8,1 büyümüş ve 408 milyar TL büyüklüğüne ulaşmıştır. Bununla birlikte kurdaki ciddi hareketlerden kaynaklı olarak 2020 yılında inşaat malzemeleri fiyatları ortalama %30,48 artış göstermiştir. Fiyat artışlarının yarattığı etki dışında bırakıldığında yukarıda izah edildiği gibi cari fiyatlarla %8,1 büyüyen inşaat malzemeleri pazarı 2020 yılında reel olarak %18,0 daralmıştır. Kısaca, inşaat malzemeleri pazarında, inşaat sektöründeki gerçekleşen %3,5 daralmadan daha yüksek bir küçülme yaşanmıştır.

İnşaat malzemeleri sanayi üretiminde büyüme 2021 yılında da devam etmiştir. 2021 yılının ilk çeyreğinde inşaat malzemeleri sanayi üretimi önceki yılın aynı dönemine göre %17,0'lik büyüme göstermiş olup, ikinci çeyrekte ise baz etkisiyle de büyüme yıllık bazda %47 olmuştur. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde ise sanayi üretiminde dalgalanmalar yaşanmıştır. İnşaat malzemeleri sanayi üretimi Temmuz ayında çalışma gün sayısının daha az olması nedeniyle üretim yıllık bazda %0,4 daralmıştır. Ağustos ayında üretim yıllık bazda %15,6 yükselmiştir. Eylül ayında ise üretim büyümesi yavaşlayarak yıllık bazda %6,9 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrek itibarıyla iç talepte yavaşlama etkileri görülmeye başlamıştır.

Kaynak: İMSAD Aylık Sektör Raporu Kasım 2021

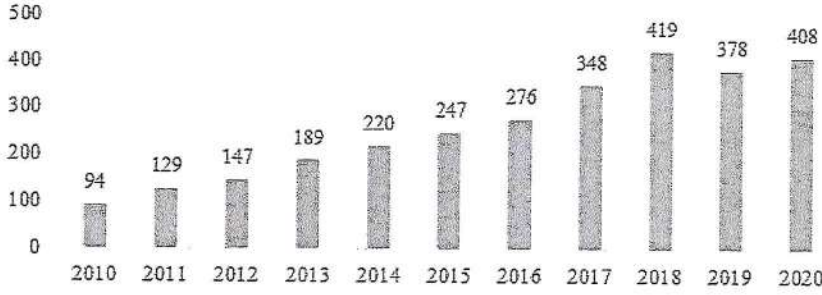
444 0 435



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

İnşaat Malzemeleri İç Pazar Büyüklüğü (Milyar TL)



Kaynak: Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

Türkiye’de Yalıtım Yatırımları ve Gelişmeleri

Isı, Su, Ses ve Yangın Yalıtımcıları Derneği (İZODER) tarafından binalarda cephe kaplaması yalıtımının öneminin ve enerji tasarrufunun sonuçlarının daha iyi anlaşılabilmesi ve değerlendirilebilmesi amacıyla, aynı iklimde, fiziksel yapı olarak da aynı, yalnızca yalıtım açısından değişikliklere sahip üç konut üzerinde test yapılmıştır. Konut 2’de Konut 1’den farklı olarak pencere panjurları kışın geceleri tamamen, yazın ise gündüzleri %85 kapatılarak ısıtma/soğutma enerji ihtiyacından %34 tasarruf edilebilmiştir. Konut 3’te ise duvar ve çatı yalıtım kalınlığı artırılmış ve bunun sonucunda %65 tasarruf sağlanmıştır. Söz konusu durum, yalıtım yatırımlarının enerji tasarrufu konusundaki önemini gözler önüne sermektedir.

	Konut 1	Konut 2	Konut 3
Alan	100 m ²	100 m ²	100 m ²
Hacim	250 m ³	250 m ³	250 m ³
Kış sıcaklığı	19°C gündüz 15°C gece	19°C gündüz 15°C gece	19°C gündüz 15°C gece
Pencereler	16 m ² 3,2 m ² ’si güneyde	16 m ² 3,2 m ² ’si güneyde	16 m ² 3,2 m ² ’si güneyde
Kış geceleri	Panjurlar açık	Panjurlar kapalı	Panjurlar kapalı
Yaz günleri	Panjurlar açık	Panjurlar %85 oranında kapalı	Panjurlar %85 oranında kapalı
Duvar yalıtımı	7 cm içten	7 cm içten	10 cm dıştan
Çatı yalıtımı	14 cm	14 cm	20 cm
Isıtma/Soğutma İhtiyacı	14.300 kWh	9.420 kWh	5.070 kWh

Kaynak: İZODER Isı Yalıtımı Planlama Raporu

Türkiye’de Yalıtım Malzemeleri Sektörü

Enerji verimliliği kısaca; en az enerji tüketimi ile konfor şartlarından taviz vermeden daha çok enerji performansı elde etmek şeklinde tanımlanabilir. Yalıtım gibi enerji verimliliği sağlayan teknolojiler yalıtım malzemeleri inşaat sektöründe çok yaygın olarak kullanılmaya başlanan ve aynı zamanda kamu düzenlemeleri ile kullanımı zorunlu kılınan malzemelerdir. Yalıtım malzemeleri yangın, ısı, su, ses-gürültü yalıtımında kullanılmakta ve ürünler ana işlevleri ile örneğin “ısı yalıtım malzemeleri” gibi adlandırılmaktadır. Ancak yalıtım malzemeleri çok farklı hammaddelerden türemekte olup sanayi ve dış ticaret ürün sınıflandırmalarında yine çok farklı ürün grupları altında dağınık olarak bulunmaktadır. Bu nedenle, yalıtım malzemeleri ile ilgili olarak sayısal veri üretilmesinde zorluklar yaşanmakta ve sanayi ve dış ticaret sınıflamalarında kullanılan ana hammaddeye göre isimlendirmeler yapılmaktadır. Bu nedenle ısı, yangın vb. gibi işlevsel ayrım yapmak da güçleşmektedir.

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 %60 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 değer 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 0,90 dolar olmuştur.

Kaynak: Türkiye İMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020, TÜİK

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: İMSAD Yapı Sektörü Raporu

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

Kaynak: <https://www.dunya.com/sirketler/mantolama-sektoru-45-milyon-metrekareye-ulasti-haberi-612645>

Öte yandan, Paneller 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.

Ürünler	2016	2017	2018	2019	2020	2019/2020
Taşyünü (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

Türkiye İnşaat Sektörü ve Ekonomik Büyüme

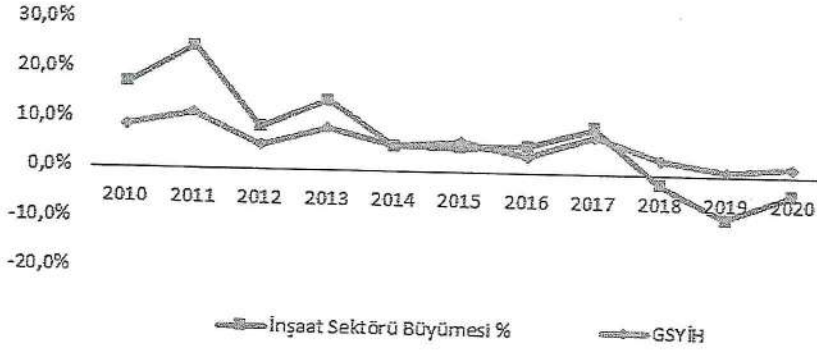
Ülkemizde GSYİH geçtiğimiz son üç yıldır sınırlı da olsa büyüme gösterirken inşaat sektörü son üç yıldır üst üste daralmaktadır. 2020 yılında Covid-19 pandemisi kaynaklı verilen destekler ile ekonomide göreceli bir toparlanma olmuş ve ekonomi bir önceki yıla göre %1,8 büyümüştür. İnşaat sektörü ise 2020 yılında desteklerden yararlanmış olmasına karşın 2019 yılına göre %3,5 küçülmüştür. İnşaat sektörü ile GSYİH büyümesi arasında yaşanan ayrışma inşaat sektörünün kendi iç sorunlarından kaynaklanmaya devam etmektedir.

Kaynak: Türkiye İMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020

Yile

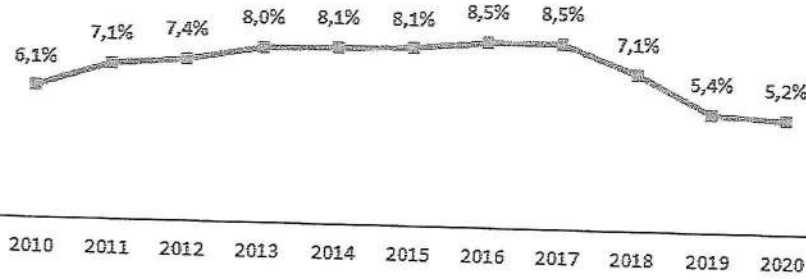

 Menkul Değerler A.Ş.

Türkiye İnşaat Sektörü ve Ekonomik Büyüme İlişkisi (%)



Kaynak: TÜİK

İnşaat Sektörünün GSYH İçindeki Payı



Kaynak: TÜİK

2010 yılından itibaren inşaat sektörünün gayri safi yurt içi hasıla içindeki payı artış göstererek %8,6 seviyelerine kadar yükselmiştir. İlk kez 2018 yılında bu payda önemli bir düşüş yaşanmış olup, son 10 yıldaki en düşük seviye olan %5,2'ye gerilemiştir. 2019 ve 2020 yıllarında daralma devam etmiş ve inşaat sektörünün payı sırasıyla %5,4'e ve %5,2'ye gerilemiştir (Kaynak: Türkiye İMSAD Yapı Sektörü Raporu, 2020, TÜİK).

İnşaat sektörü 2020 yılında ortaya çıkan Covid-19 pandemi sürecinden en çok etkilenen sektörlerin başında gelmektedir. Covid-19 pandemisinin başladığı ilk aylarda durma noktasına gelen sektör, yıl ortasında alınan iyileştirme önlemleri neticesinde kendini toparlayarak tüm zamanların konut satış rekorunun kırıldığı yıl olarak kayıtlara geçmiştir. Ancak kurlarda yaşanan dalgalanma, artan konut kredisi faiz oranları ve satışların ağırlıklı olarak stok eritme satışı olmasından kaynaklı tekrar durgunluk dönemine giren sektörde, 2021 yılının sonuna doğru sonra alınacak önlemlere bağlı olarak bir toparlanma süreci öngörülmektedir.

2021 yılından itibaren dünya ekonomisinde büyümeye dönüş öngörülürü çerçevesinde inşaat sektörünün bu süreçte normalleşme ile hayata geçirilecek kalkınma planları ve gerçekleştirilecek büyük altyapı projeleri üzerinden önemli rol oynayabileceği değerlendirilmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF), 2020 yılı Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda Türkiye ekonomisinin 2021 yılında %5 büyüyeceği tahmininde bulunmuş sonrasında ise bu beklentisini %6'ya çıkarmıştır. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Türkiye'nin 2021'deki büyüme tahminini yükselterek, %3,6'dan %5,9'a yükseltmiştir. 2021'in ikinci yarısında küresel salgının etkisinin azalacağını beklentisi ile birlikte, 2021 yılı inşaat sektöründe %4, inşaat malzemeleri sanayisi üretiminde de %6-7 civarında büyüme öngörülmektedir.

Bu büyümenin daha çok 2020 yılındaki daralmanın üzerine baz etkisi ile oluşacağı beklenmektedir. 2020 yılında sağlanan destekler ile inşaat sektöründe konut stokları erimiştir. Ancak yeni inşaat işlerine başlanması için uygun koşulların oluşması gerekmektedir. Kurdaki dalgalanmadan kaynaklı yaklaşık %35'e varan maliyet artışları ile arzın, yüksek kredi faizleri ile talebin baskılanması beklenmektedir.

İnşaat malzemeleri iç pazarının 2021 yılında cari fiyatlarla %20 genişleyerek 490 milyar TL büyüklüğüne ulaşacağı tahmin edilmektedir. Ancak yine 2021 yılında inşaat malzemeleri fiyatlarında yaşanması beklenen yıllık ortalama %18

Sel

GedikYatırım
Menkul Değerler A.Ş.

artış göz önüne alındığında reel olarak inşaat malzemeleri pazarının 2021 yılında %2'lik sınırlı bir büyüme beklenmektedir.

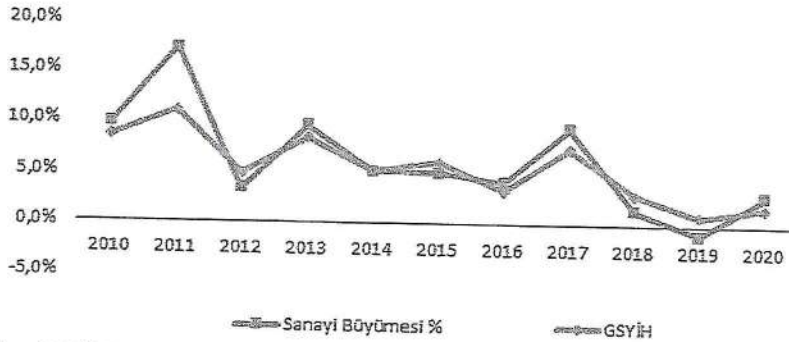
İnşaat malzemeleri ihracatının da 2021 yılında %12 artarak 23,7 milyar dolara ulaşması beklenmektedir. İhracat artışında dört unsur önemli rol oynayacaktır. İlk olarak ihracat pazarlarının inşaat sektörlerinde ve inşaat malzemeleri talebinde önemli bir büyüme beklenmektedir. İkinci olarak ihraç edilen mineral, metal ve kimyasal bazlı ürünlerin fiyatlarında artışlar gerçekleşmektedir. Üçüncü olarak iç talebin göreceli olarak daha yavaş büyümesi ihracatı zorunlu kılacaktır. Dördüncü olarak ise döviz kurlarındaki artışlar ihracatta kısa vadeli rekabet olanakları sağlayacaktır.

Kaynak: İMSAD Yapı Sektörü Raporu 2020

Türkiye Sanayi Sektörü ve Ekonomik Büyüme

Resmî Gazete'de yayınlanan Orta Vadeli Program'a (OVP) göre, 2022-2024 döneminde son yıllardaki ortalamaların üzerinde GSYİH'da %5-5,5 seviyesinde büyüme hedeflenmekte ve bu büyümenin ihracat ve sanayi odaklı olması öngörülmektedir. Özellikle özel sektör toplam sabit sermaye yatırımları kaleminde %19-25 bandında büyüme beklenmektedir.

Türkiye Sanayi Sektörü ve Ekonomik Büyüme İlişkisi (%)



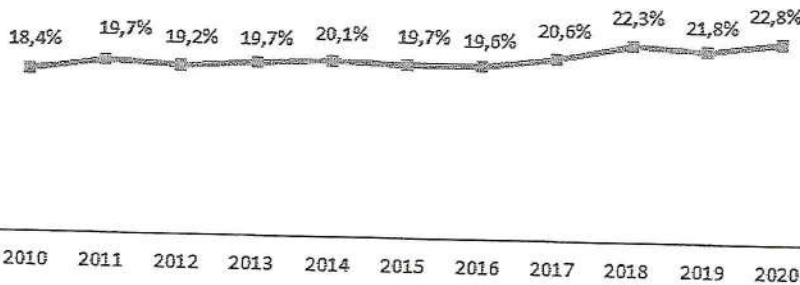
Kaynak: TÜİK

GSYİH geçtiğimiz son üç yıldır sınırlı da olsa büyüme gösterirken sanayi sektörü büyümesi bu trende çok paralel şekilde hareket etmiştir. 2019 yılındaki sınırlı GSYİH büyümesine rağmen yaklaşık 1% daralan sanayi sektörü, 2020 yılında Covid-19 pandemisi kaynaklı verilen destekler ile ekonomideki göreceli bir toparlanmayı takip ederek yaklaşık %3'lük bir büyüme göstermiştir.

Kaynak: TÜİK

İthal girdiye bağımlı sanayi kur hareketlerine rağmen 2021 yılı ilk 3 aylık ve ilk 6 aylık dönemler itibariyle bir önceki yılın aynı çeyreğine göre birinci çeyrekte %11, ikinci çeyrekte %40 büyümüştür (Kaynak: TÜİK). Dolayısıyla sektördeki büyüme trendinin devam etmesini ve 2022-2024 yıllarında hedeflenen GSYİH büyümesine yakın bir büyüme sergileyeceği beklenmektedir.

Sanayinin GSYİH İçindeki Payı



Kaynak: TÜİK


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

Öte yandan, 2010 yılından itibaren sanayi sektörünün gayri safi yurt içi hasıla içindeki payı artış göstererek %23 seviyelerine kadar yükselmiştir. İnşaat sektörüne kıyasla, GSYİH ile daha paralel hareket eden sanayi sektörünün 2019 yılında önceki yıla göre marjinal olarak GSYİH'deki payı azalsa da sektör büyümeye devam ederek 2020 yılında payı en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Kaynak: TÜİK

Son yıllarda, özellikle Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın sanayi siteleri için verdiği kredi desteği, vergi indirim ve muafiyetleri vb teşviklerle organize siteler ve fabrika yatırımları hızlanmıştır. İlgili Bakanlık verilerine göre 2020 yılı yatırım programındaki 40 adet sanayi sitesi projesinin toplam proje tutarı 2,7 milyar TL'dir. 2021 yılı ve sonraki yıllarda tamamlanacak proje tutarı ise 3,3 milyar TL olarak öngörülmektedir.

3.3 Panelsan'ın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları

İnşaat Sektöründeki Büyüme Trendi ve Yalıtıma Yönelik Talep Artışı

2018'den beri daralma yaşayan inşaat sektörü, 2020 yılında Covid-19 pandemisi nedeniyle durağanlaşan ekonomiyi hareketlendirmek için sağlanan destek ve teşvikler sonucunda özellikle konut inşaatı yapan firmalar rekor satışlara imza atarak stok eritme satışları yaparak olumsuz trendi tersine çevirecek büyümeyi destekleyici hızlı adımlar atmıştır. Ancak 2021 yılında kur kaynaklı maliyetlerdeki artıştan dolayı bu ivmenin yavaşlaması beklenmesine rağmen planlanan kentsel dönüşüm ve mevcut konut stoğunun yenilenmesi faaliyetleri sektörün 2018'den sonra ilk kez yıllık bazda büyümesine işaret etmektedir. İç pazara bakıldığında, binalardaki ısı yalıtım uygulamalarının en yaygın şekli olan mantolama pazarında 2020 yılında toplam 45 milyon m2 uygulama yapılmıştır, ilerleyen dönemlerde bu talebin artması beklenmektedir. Öte yandan, Türkiye mantolama sektörünün üretim hacmi bakımından Avrupa'da ilk üç ülke arasında yer almaktadır. Özellikle son dönemlerde ihracatı avantajlı kılan kur hareketleri sayesinde Türkiye Avrupa pazarındaki önemini artırabilir. Yurt içinde ve yurtdışında taleplerin büyümesi Panelsan gibi yalıtım ürünleri yapan firmaların artan talep karşısında büyüme fırsatlarını değerlendirmeleri pazar payını genişletmek açısından pozitif katkı sağlaması beklenmektedir.

Güneş Enerjisi Panellerine Talep Artışı

Son yıllarda, global ölçekte ve Türkiye'de önem kazanan yenilenebilir enerji kaynaklarına geçiş oldukça önem kazanmıştır. Türkiye'nin güneş haritasına bakıldığında kuzey bölgeleri hariç hemen hemen her bölgesinde güneş enerjisi potansiyelinin yüksek olması nedeniyle önümüzdeki dönemlerde sanayi yapılarının çatılarına güneş enerjisi panellerinin kurulumu faaliyetlerinin artması beklenmektedir. Çatı güneş panellerine uygun çatı kaplaması üretebilen firmaların sektörde öne çıkması Şirket için kıymetli bir avantaj olarak değerlendirilebilir.

İhracat Faaliyetlerinin Genişlemesi

Panelsan'ın faaliyet gösterdiği sektörde belli ürünler bazında (özellikle yalıtım) yapılan ihracatın gerek Türkiye'de sektörün büyümesinden gerekse kur hareketlerinden dolayı fiyatların yurtdışı üreticilere göre uygun kalmasından kaynaklı olarak artacağı öngörülmektedir. İhracat pazarlarının artması ve genişlemesi Panelsan benzeri üretici firmaları, özellikle de ek üretim kapasitesini hızlıca faaliyete alabilecek firmalar için avantaj olarak görülebilir.

Yurt dışı Yatırımlar ve Pazar Çeşitliliği

Panelsan ve diğer sektör oyuncularını, inşaat ve sanayi sektöründe faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı yerleşik firmaların önemli tedarikçileri konumundadırlar. Özellikle bu firmaların yoğun olduğu ülkelere yapılan yatırımlar, yurt dışı pazarlardaki faaliyetleri genişletmek ve pazar çeşitliliğini artırmak açısından oldukça önem teşkil etmektedir. Bu minvalde, Panelsan, inşaat sektörünün yoğun olduğu Kazakistan Almatı'da %50 sermaye payı ile ortak olduğu sandviç panel üretimi yapması planlanan fabrika yatırımı ile sektörde önemli bir avantaja sahip olacağı düşünülebilir.

3.4 Panelsan'ın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları

Hammaddenin İthal Edilmesi

Şirket'in ve sektörün hammadde alımında ithal girdiye bağımlı olması, özellikle kurun yukarı yönlü hareketlerinden kaynaklı önemli fiyat değişiklikleri olması, tedarikçilerin herhangi bir nedenden dolayı üretimi yavaşlatmaları veya durdurması hallerinde Panelsan gibi sektörde faaliyet gösteren firmaların üretim ve satış hacimleri olumsuz etkilenebilir. Bu durum da, ciroların büyümesini baskılayarak sektör geneli için dezavantaj olabilir.


 Menkul Değerler A.Ş.

Rekabetin Yoğun Olması

Sandviç panel ve EPS üretim sektöründe yoğun rekabet olması nedeniyle sektör firmalarının fiyat politikalarını sürdürmelerine imkan olmayabilir, firmalar pazar paylarını kaybetmemek için maliyet üzerinde marjinal karlar ekleyerek rekabet etmeye çalışabilir. Bu durum artan talep ve maliyet karşısında karlılığın artmamasına hatta belki düşmesine neden olabilir. Bu da, Panelsan gibi sektörde yatırım faaliyetleri olan firmaların nakit akışları için dezavantaj yaratabilir.

Lojistik Fiyatlarının Artması

Hammadde tedarikinde yurt dışı ve ürünlerin yurt içi ve yurt dışı satışında hizmet alınan nakliye, navlun ve yurt dışı nakliyelerde gümrük fiyatlarındaki artış Panelsan gibi sektörde faaliyet gösteren firmaların maliyetlerini etkileyeceği için fiyatlandırma ve dolayısıyla satış hacminde dezavantaj yaratabilir.

4. Değerleme Çalışması

4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Etik ilkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Gedik Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gedik Yatırım, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar

Veri Kaynakları

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 için hazırlanan özel bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2021-2030 yılları pro forma finansal tahminleri ile çalışmayı hazırlamak amacıyla ihtiyaç duyulan ve Şirket'ten talep edilen bilgi ve belgeler ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Genel Varsayımlar

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde



 Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

Sınırlayıcı Şartlar

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Gedik Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Bu raporda varılmış sonuçlar, ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarıyla geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Gedik Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde ve/veya işbu Rapor tarihi sonrasında meydana gelebilecek olan gelişmeler bu Rapor içinde yer alan projeksiyon, tahmin ve değerlendirme sonuçlarına maddi etkileri olabilecektir.

Yatırımcıların nihai yatırım kararlarını vermeden önce mutlaka SPK tarafından onaylanan İzahnamenin okunması ve özellikle 5 no.lu Risk Faktörleri bölümüne dikkate edilmesi tavsiye edilmektedir.

4.3. Değerleme Proje Ekibi

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Müdürü Sn. Seda Demirelli Küçükmeral tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 7 yıllık tecrübeye sahiptir.

Seda Demirelli Küçükmeral, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 7 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve birçok halka arz projesinde çalışmıştır. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 1 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Seda Demirelli Küçükmeral, Koç Üniversitesi Ekonomi ve İşletme Lisans ve aynı okulda İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.207205)

5. Değerleme Analizi

5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre firma değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanabilir. Bu yöntemler şu şekilde sıralanabilir:

yl


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

1. Pazar Yaklaşımı
2. Gelir Yaklaşımı
3. Maliyet Yaklaşımı

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

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İNA Analizi

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkanı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkanı vererek, birçok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Yukarıda da belirtildiği üzere bu iki yaklaşım haricinde Uluslararası Değerleme Standartları içinde Maliyet Yaklaşımı yöntemide mevcut olup, bu yöntem bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değeri belirlemektedir. Bu yaklaşım, Panelsan'ın üretim firması olması ve faaliyet gösterdiği sektörün yapısı göz önüne alındığında Şirket'in mevcut varlıklarının ikame veya yeniden kurulma maliyetlerinin piyasadaki verilerle hesaplanma zorluğundan kaynaklı olarak değerlendirme yöntemi olarak tercih edilmemiştir.

5.2 Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

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 analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.09.2021 tarihli verilerine göre güncel değerlendirme çarpanları da dahil edilmiştir.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/Satışlar, şirketin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemeye eksik kalırken, F/K ise, bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi ve firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almadığı değerlendirilmektedir. Sonuç olarak BİST-Yıldız Pazar, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 03.01.2022 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplamaya dahil edilmiştir.

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

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında Şirket'in 30.09.2021 itibarıyla net borcu 17.012.480 TL olarak hesaplanmıştır.


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

- Şirket'in 30.09.2020-30.09.2021 dönemi için FAVÖK'ü 71.308.633 TL olarak hesaplanmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri* + Amortisman).

* Faaliyet giderleri "genel yönetim giderleri", "pazarlama, satış ve dağıtım giderleri" ile "araştırma ve geliştirme giderleri" kalemlerinden oluşmakta olup, kur farkı gelir/giderleri gibi faaliyetlerle doğrudan bağlantılı olmayan kalemler içeren "esas faaliyetlerden diğer gelirler" ile "esas faaliyetlerden diğer giderler" kalemleri hesaplamaya dahil edilmemiştir.

5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

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 aşağıdaki 12 şirket seçilmiştir. 12 şirketin 2'si aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur. FD/FAVÖK çarpanı negatif olanlar ile (<0x) standart sapmanın iki katını aşan veriler (>25x) aykırı değer olarak değerlendirilmiştir. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Kod	Faaliyet konusu	Piyasa Değeri (ABD\$, mln)	Menşei / Yerel Para Birimi	Piyasa Değeri (Yerel para birimi, mln)	FAVÖK (Yerel para birimi, mln)	FD/FAVÖK
Kingspan Group PLC	KGP LN Equity	Kingspan Group PLC, yüksek performanslı yalıtım ve bina kaplama teknolojilerinde küresel olarak faaliyetlerini yürütmektedir.	22.013	İrlanda / EUR	19.405	763	26,5x
Compagnie de Saint Gobain SA	GOB SW Equity	Compagnie de Saint-Gobain cam ürünleri, işlenmiş ürünler ve inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket, düz cam, yalıtım, cam kaplar, işlenmiş seramikler, plastikler, aşındırıcılar ve çatı kaplama, duvar kaplamaları, harçlar ve sfero döküm boru gibi yapı malzemeleri üretmektedir. Saint-Gobain yapı malzemelerinin perakende satışını da yapmaktadır.	36.778	Fransa / EUR	32.420	5.907	6,8x
Placoplatre SA	MLPLC FP Equity	Placoplatre SA yapı ürünleri üretmektedir. Şirket sıva ve sıva ürünleri üretmektedir. Placoplatre ürünleri, hem sıcaklık hem de gürültü kontrolü amacıyla kullanılan polistiren tabanlı bir sıva içerir.	1.000	Fransa / EUR	881	57	16,1x
Eastman Chemical Co	EMN US Equity	Eastman Chemical Company, kimyasallar, elyaf ve plastikler üreten uluslararası bir kimya şirkettir. Şirketin operasyonları arasında kaplamalar, yapıştırıcılar, özel polimerler, mürekkepler, elyaf, performans kimyasalları ve ara ürünleri, performans polimerleri ve özel plastikler bulunmaktadır.	16.255	ABD / USD	16.255	1.406	15,1x
Evonik Industries AG	EVK GR Equity	Evonik Industries AG, özel kimyasallar üretmektedir. Şirket, tüketim malları, hayvanlar için beslenme ürünleri ve ilaç alanında farklı ürünler sunmaktadır.	15.050	Almanya / EUR	13.267	2.201	7,3x
Huntsman Corp	HUN US Equity	Huntsman Corporation, farklılaştırılmış ve özel kimyasalların küresel üreticisi ve pazarlamacıdır. Şirket, MDI formülasyonları ve sistemleri, gelişmiş epoksi, akrilik ve poliüretan bazlı formülasyonlar, maleik anhidrit, yüzey aktif maddeler, aminler, tekstil kimyasalları, boyaları ve çok çeşitli diğer kimyasalları sunmaktadır.	7.605	ABD / USD	7.605	1.265	7,3x
Masco Corp	MAS US Equity	Masco Corporation, ev dekorasyonu ve inşaat ürünlerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirketin ürünleri arasında musluklar, mutfak ve banyo dolapları, mimari kaplamalar ve inşaat hırdavat ürünleri yer almaktadır. Masco, ürünlerinin büyük mağazaları, ev ürünleri mağazaları, hırdavat mağazaları ve diğer toptan ve perakende satış mağazaları aracılığıyla tüketicilere ve yüklenicilere sunar.	17.140	ABD / USD	17.140	1.642	12,0x
Jiangsu Jingxue Insulation Technology Co	ACUCDZ CH Equity	Jiangsu Jingxue Yalıtım Teknolojisi Co. Ltd, yalıtım malzemeleri üretmektedir. Şirket, buzdolabı yalıtım levhaları, enerji tasarruflu yapı levhaları, soğuk depo kapıları, hangar kapıları ve diğer ürünlerin üretimini yapmaktadır. Jiangsu Jingxue Yalıtım Teknolojisi ayrıca soğuk zincir lojistiği, süpermarketler, gıda işleme, biyotıp ve diğer alanlar için hizmet vermektedir.	363	Çin / CNY	2.590	84	27,6x
STO SE & Co. KGaA	STO3 GR Equity	STO SE & Co. KGaA, Avrupa'da ticari ve konut inşaat endüstrisi için yapı malzemeleri ve ürünleri üretir ve satar. Şirket, alçı malzemelerde çeşitli iklim ve akustik yalıtımlı modüler cephe ve iç duvar sistemleri sunmaktadır. STO ayrıca inşaat için boya ve geri dönüştürülmüş cam ürünleri sunmakta ve danışmanlık hizmetleri vermektedir.	1.719	Almanya / EUR	1.516	213	6,7x
Fletcher Building Ltd.	FRCEF US Equity	Fletcher Building Limited, ahşap elyaf bazlı ürünler, çimento ve agregalar, alçıpan, laminatlar, kereste ve alüminyum ekstrüzyon dahil olmak üzere yapı endüstrisi için malzemelerin üretim, dağıtım ve satışını gerçekleştirir. Şirket faaliyetlerini yüksek oranda Yeni Zelanda ve Avustralya'da yürütmektedir.	3.626	ABD / USD	3.626	885	8,1x
Rockwool International A/S	ROCKB DC Equity	Rockwool International A/S, erimiş volkanik kayalardan yapılan bir elyaf olan taş yünü ve yalıtım ve yangından korunma ile gürültü ve titreşim kontrol ürünleri gibi taş yünü bazlı ürünler geliştirmekte ve üretmektedir. Şirketin ürün yelpazesi ayrıca akustik tavanlar, cephe panelleri ve bahçe ürünleri de içermektedir. Rockwool birçok ülkede üretim ve dünya çapında satış yapmaktadır.	8.649	Danimarka / DKK	57.841	4.646	12,5x
MASTERPLAST Nyilvanosan Mukodo Reszvenytársaság	MASTERPL HB Equity	MASTERPLAST Nyilvanosan Mukodo Reszvenytársaság yapı malzemeleri üretmektedir. Isı, sıcaklık ve ses yalıtımı üreten şirket, çatı kaplama; alçı profiller; vidalar; ve alçı macun, derz dolgu ve iç yapıştırıcı da üretmektedir.	184	Macaristan / HUF	59.965	3.573	19,2x
Ortalama (aykırı değerler elenmiş) Medyan (aykırı değerler elenmiş)							11,1x 10,1x

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUÇU		3Ç21-Son12Ay
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı		
FD/FAVÖK Çarpanı (x)		10,1
FAVÖK (TL)		71.308.633


Menkul Değerler A.Ş.

Firma Değeri (TL)	717.137.503
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)	700.125.023
Pay Başına Değer	12,18

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (03.01.2022)

5.2.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

BİST pazarlarında işlem gören ve Şirket ile aynı ürün gamına sahip firma olmamakla beraber yurt içi benzer şirket çarpanı olarak Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın ve inşaat sektörüne yönelik yalıtım, plastik ve sünger üretimi yapan 6 şirketin verilerinden yararlanılmıştır. Seçilen tüm şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları yurt dışı benzer şirketler için belirlenen 0x-25x aralığındadır. Sonuç olarak aşağıda sıralanan 6 şirketin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

Ad	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş.	123.708.000	137.699.853	13.102.250	10,5
Dinamik Isı Makina Yalıtım Malz. Sanayi ve Ticaret A.Ş.	313.631.250	269.541.058	11.800.957	22,8
Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	209.223.000	265.590.592	32.396.091	8,2
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	286.264.646	348.865.086	33.752.094	10,3
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	157.290.000	194.694.354	22.831.195	8,5
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	399.760.315	425.664.675	24.877.520	17,1
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)				12,9
Medyan (aykırı değerler elenmiş)				10,4

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU		3C21-Son12Ay
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyanı		
FD/FAVÖK Çarpanı (x)		10,4
FAVÖK (TL)		71.308.633
Firma Değeri (TL)		743.240.472
Net Borç / (Net Nakit) (TL)		17.012.480
Özsermaye Değeri (TL)		726.227.992
Pay Başına Değer		12,63

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (03.01.2022)

5.2.3 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. Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU		3C21-Son12Ay
Yurtiçi 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		11,60

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (03.01.2022)




Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer şirketlerin, yurt içi inşaat sektörüne yatırım, plastik ve sünger üretimi yapan seçilmiş şirketlerin ve yurt içi BİST Yıldız Pazar'daki seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Toplamda %50 ağırlığı olan yurt içi çarpanlarda, çalışmanın geneline hakim ihtiyatlı bakış açısı ile, yurt içi sektörel olarak benzer şirketler ile işlem hacmi nispeten yüksek Yıldız Pazar şirketlerinin çarpan analizi sonuçları eşit ağırlıklandırılmıştır. Şirket'in iş modeliyle tam uyumlu yurt içi benzer şirketlerin sayısının az olması nedeniyle yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu %50 ağırlıklandırma ile çarpan analizi çalışmasına dahil edilmiştir. Bu sayede, hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin, hem de yurt içi BİST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak Yıldız Pazar şirketlerinin etkisi gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 698.370.221 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer 12,15 TL'ye tekabül etmektedir.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Ağırlık	3C21-Son12Ay
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	700.125.023
Pay Başına Değer		12,18
ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Ağırlık	Sonuç
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyanı		
Özsermaye Değeri	25%	726.227.992
Pay Başına Değer		12,63
ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Ağırlık	Sonuç
Yurtiçi Yıldız Pazar Endeksi Medyanı		
Özsermaye Değeri	25%	667.002.847
Pay Başına Değer		11,60
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	698.370.221
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		12,15

5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

5.3.1 Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2021-2023 yılları için aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. 2024-2030 yılları için ise Türkiye-Avrupa bölge enflasyon farkına göre EUR/TL ortalama kuru hesaplanmıştır. Avrupa bölge enflasyon tahmininde, Avrupa Merkez Bankası, konsensüs verisi, IMF, profesyonel anketler, AB komisyonu ve OECD verilerinin ortalamasına dikkate alınmıştır.

Makro Veriler	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
USD/TL Ortalama	8,86	14,97	14,74	15,85	16,90	17,86	18,74	19,62	20,49	21,35
EUR/TL Ortalama	10,44	16,91	16,69	18,38	20,09	21,75	23,39	25,08	26,84	28,65
TR TÜFE Yılsonu	%36,1	%29,0	%11,0	%9,5	%9,0	%7,5	%7,5	%7,0	%7,0	%6,5
TR 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

* ABD TÜFE rakamları Statista websitesinden alınmıştır (<https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>)

** Euro TÜFE rakamları Avrupa Birliği Merkez Bankası'nın Eylül 2021 tarihli beklentileri kullanılmıştır (<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>).

lek


Feriye Yılmaz
Genel Müdür
Gedik Yatırım A.Ş.

5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Satışların Projeksiyonu

Şirket'in satış projeksiyonları 2021-2025 yılları için Şirket 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. Şirket'in net satışlarındaki yurt içi 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 itibarıyla 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 ihtiyatlı bir şekilde makroekonomik varsayımların altında tahmin edilmiştir. Satış miktarındaki yıllık artışın ise yukarıda belirtildiği üzere 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.

Gerçekleşmeler:

Satışların Ürün Grubu Bazında Kırılımı	2018			2019			2020			09/2020			09/2021		
	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)
Yalıtım Grubu	39			31			45			32			56		
EPS Beyaz (m ³)	6	48.087	129	5	34.529	136	8	54.089	140	6	39.528	140	10	41.614	237
EPS Enjeksiyon (ad)	2	232.197	10	2	164.111	14	3	202.221	13	2	165.276	12	3	241.052	14
EPS Karbonlu (m ³)	31	191.221	161	24	146.723	166	35	205.619	169	24	149.425	162	42	158.628	267
Sandviç Panel Grubu (Çephe)	67	1.047.334		59	825.739		88	1.138.777		56	779.757		119	967.157	
EPS Dolgulu (m ²)	9	189.759	46	4	70.414	50	6	117.570	54	4	86.363	51	3	38.589	81
PIR Dolgulu (m ²)	13	157.467	83	14	147.841	94	23	234.216	97	14	175.454	79	43	295.184	146
PUR Dolgulu (m ²)	31	517.239	59	25	437.609	57	37	578.621	65	23	370.905	62	42	428.243	99
Taşıyıcı Dolgulu (m ²)	14	182.869	78	17	169.875	98	21	208.370	101	14	147.034	97	30	205.140	146
Sandviç Panel Grubu (Çatı)	110	1.627.590		118	1.778.031		168	2.384.209		110	1.642.291		200	1.751.655	
EPS Dolgulu (m ²)	2	35.506	60	0	5.857	71	1	13.110	67	1	11.370	67	3	28.334	90
PIR Dolgulu (m ²)	21	220.192	95	25	302.547	84	47	562.845	83	29	366.888	79	60	411.492	145
PUR Dolgulu (m ²)	58	1.072.864	54	72	1.259.215	57	94	1.521.403	61	60	1.030.867	58	105	1.078.618	98
Taşıyıcı Dolgulu (m ²)	28	299.028	95	20	210.412	95	27	286.851	94	20	233.166	88	33	233.211	140
Diğer Satış ve Gelirler	10			10			15			12			19		
Genel Toplam	226,0			218,2			316,0			209,5			393,2		

2021 yılına bakıldığında ürün grubu bazında farklılık göstermekle birlikte Şirket'in mevcut üretim kapasite kullanım oranı PUR/PIR için %83, taş yünü için %70, EPS için ise %62 bandında gerçekleşmiştir. 2023 yılında yatırımı tamamlanarak kombi bir sandviç panel üretim hattının devreye alınması planlanmaktadır. 2023 yılında sandviç panel (pur/pir ve taşıyıcı) için kapasite kullanım oranının yaklaşık %55, EPS hattının ise %75 seviyesinde gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. 2024 yılında ise sandviç panel grubunda kapasite kullanım oranının %70 seviyesinin, EPS grubunda ise %80 seviyesinin üzerinde olması beklenmektedir.

Projeksiyonlar:

Satışların Ürün Grubu Bazında Kırılımı	2021			2022			2023			2024			2025		
	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)	Satış Tutarı (mn TL)	Birim	Ort. Birim Fiyat (TL)
Yalıtım Grubu	79,6			96,3			127,4			140,4			154,8		
EPS Beyaz (m ³)	15,0	55.000	273	18,2	60.500	300	24,0	69.575	345	26,5	73.054	362	29,2	76.706	380
EPS Enjeksiyon (ad)	4,1	250.000	16	5,0	275.000	18	6,6	316.250	21	7,2	332.063	22	8,0	348.666	23
EPS Karbonlu (m ³)	60,5	205.000	285	73,2	225.500	325	96,8	259.325	373	106,7	272.291	392	117,7	285.906	412

[Signature]
Menkul Değerler A.Ş.

Sandviç Panel Grubu (Çephe)	177,2	1.289.542	137	214,4	1.418.497	151	318,4	1.914.971	166	404,5	2.317.114	175	468,0	2.553.513	183
EPS Dolgulu (m ²)	4,7	51.452	91	5,7	56.598	100	8,4	76.407	110	10,7	92.452	116	12,4	101.885	121
PIR Dolgulu (m ²)	64,4	393.579	164	77,9	432.937	180	115,7	584.464	198	147,0	707.202	208	170,1	779.353	218
PUR Dolgulu (m ²)	63,3	570.991	111	76,6	628.090	122	113,7	847.922	134	144,5	1.025.985	141	167,2	1.130.659	148
Taşyünü Dolgulu (m ²)	44,8	273.520	164	54,2	300.872	180	80,5	406.178	198	102,3	491.475	208	118,4	541.617	219
Sandviç Panel Grubu (Çatı)	298,9	2.335.540	128	361,7	2.569.094	141	537,1	3.468.277	155	682,4	4.196.615	163	789,6	4.624.765	171
EPS Dolgulu (m ²)	3,8	37.779	101	4,6	41.557	111	6,9	56.102	122	8,7	67.883	129	10,1	74.809	135
PIR Dolgulu (m ²)	89,0	548.655	162	107,7	803.521	178	160,0	814.753	196	203,2	985.852	206	235,2	1.086.431	216
PUR Dolgulu (m ²)	157,3	1.438.157	109	190,4	1.581.973	120	282,7	2.135.663	132	359,1	2.584.152	139	415,6	2.847.795	146
Taşyünü Dolgulu (m ²)	48,8	310.948	157	59,0	342.043	172	87,6	481.758	190	111,3	558.728	199	128,8	615.731	209
Diğer Satış ve Gelirler	23,0			22,1			24,1			31,4			35,0		
Genel Toplam	578,7			694,4			1.006,9			1.258,7			1.447,5		

2026-2030 yılları için ise TÜFE (Gedik makro varsayımlar) + reel artış (%0-%3 arası; ortalama %0,7) olacak şekilde tahmin edilmiştir.

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirket'in brüt kar marjı hesaplanırken, 30.09.2021 itibarıyla ulaşılan %16,8'lik brüt kar 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 iyileşmeler sayesinde mevcut brüt kar marjının kademeli olarak artarak %18,9'a ulaşacağı öngörülmüştür. Brüt kar marjındaki kademeli iyileşmelerin 2023 yılında gerçekleşecek kapasite artışı ile birlikte artacak hammadde alım gücünün pozitif etkisi göz önünde bulundurularak makul bir noktada olduğu öngörülmüştür. 30.09.2021 itibarıyla bakıldığında, hammadde kalemi, satışların maliyeti içinde yaklaşık %80'lik bir paya sahiptir. Ayrıca, Şirket'in ARGE faaliyetleri kapsamında katma değerli ürünlerinin satışlar içerisindeki ağırlığının artmasının da brüt kar marjına pozitif etkisi olması tahmin edilmektedir.

Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %3,3-%4,7 arasında seyretmiştir ve 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 ilgili giderlerin satışlara oranının %2,5'e kadar düşeceği öngörülmüştür.

Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

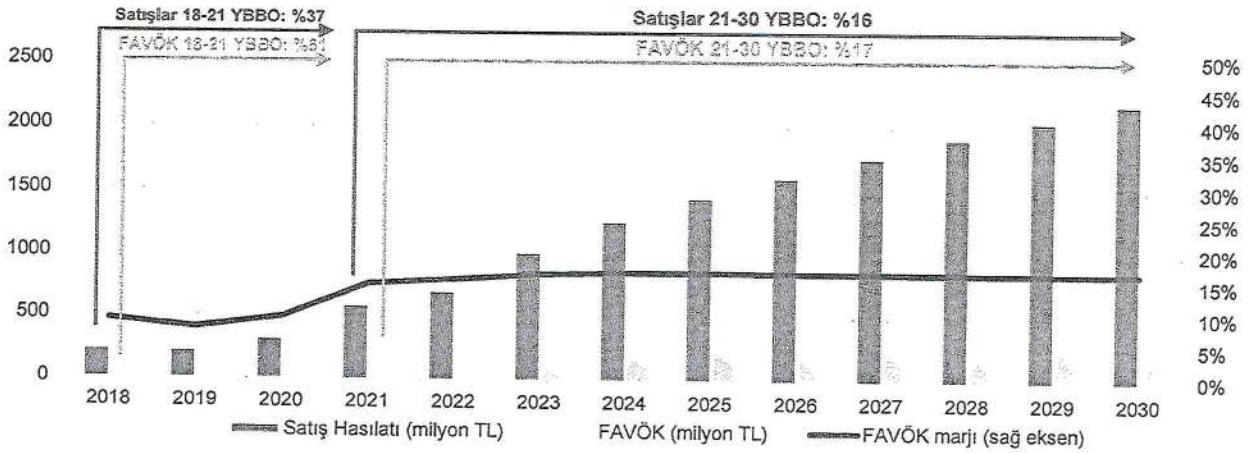
(TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	226,0	218,2	316,0	578,7	694,4	1006,9	1258,7	1447,5	1610,5	1763,5	1909,0	2042,6	2180,5
% Büyüme (nominal)		-3,5%	44,9%	83,1%	20,0%	45,0%	25,0%	15,0%	11,3%	9,5%	8,3%	7,0%	6,7%
Satışların Maliyeti	199,7	193,0	276,4	478,5	569,5	823,9	1023,3	1174,6	1306,9	1429,3	1547,3	1655,6	1767,3
% Satışlara Oranı	88,4%	88,5%	87,5%	82,7%	82,0%	81,8%	81,3%	81,2%	81,2%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%
Brüt Kar	26,3	25,2	39,6	100,1	124,9	183,0	235,3	272,8	303,6	334,2	361,7	387,0	413,2
Brüt Kar Marjı	11,6%	11,5%	12,5%	17,3%	18,0%	18,2%	18,7%	18,8%	18,8%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%
Faaliyet Giderleri	7,4	10,2	11,9	16,7	19,3	25,0	31,3	36,0	40,0	43,8	47,4	50,8	54,2
% Satışlara Oranı	3,3%	4,7%	3,8%	2,9%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Amortisman	2,2	2,5	3,1	3,9	4,4	10,0	9,8	9,6	9,5	9,3	9,2	9,0	8,9
FAVÖK	21,1	17,5	30,8	87,3	110,0	168,0	213,9	246,5	273,0	299,6	323,5	345,3	367,9
FAVÖK Marjı	9,3%	8,0%	9,7%	15,1%	15,8%	16,7%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	16,9%	16,9%	16,9%

Şirket'in 2018-2021 arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) sırasıyla %36,8 ve %60,5 iken 2021-2030 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün YBBO'sunun sırasıyla %15,9 ve %17,3 olacağı öngörülmüştür. Aşağıda gelir tablosu gerçekleşme ve projeksiyonlarının grafiksel gösterimi yer almaktadır.

Şirket'in brüt kar marjı 30.09.2021 itibarıyla %16,8 olup, 2021 yılı sonunda %17,3'e ve kapasite artışlarıyla birlikte 2030'a kadar %18,9'a ulaşacağı öngörülmüştür. Bununla birlikte, ölçek ekonomisiyle Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranının %2,9'dan %2,5'e gerileyeceği varsayılmıştır.




 Menkul Değerler A.Ş.



Şirket'in Kazakistan'da yapılacak yatırımı gelir tablosu projeksiyonlarına dahil edilmemiştir.

5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

İşletme Sermayesi Tablosu TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	186.834.260	224.201.112	325.091.612	406.354.515	467.319.192	519.960.277	569.356.503	616.328.414	659.471.403	703.985.723
Stoklar	89.855.309	106.933.251	154.710.875	192.148.042	220.557.805	245.402.499	268.384.607	290.526.337	310.863.181	331.846.446
Ticari Borçlar	142.570.518	169.667.537	245.474.751	304.875.094	349.951.948	389.372.221	425.837.191	460.968.759	493.236.573	526.530.041
Ticari İşletme Sermayesi - Net	134.119.051	161.466.826	234.327.736	293.637.462	337.925.049	375.990.554	411.903.919	445.885.992	477.098.012	509.302.128
Değişim	47.130.806	27.347.775	72.860.910	59.309.726	44.287.586	38.065.505	35.913.365	33.982.073	31.212.019	32.204.116
Diğer İşletme Sermayesi - Net	(29.425.376)	(35.310.452)	(51.200.155)	(64.000.193)	(73.600.223)	(81.890.906)	(89.670.542)	(97.068.362)	(103.863.147)	(110.873.910)
Değişim	25.488.661	(5.885.075)	(15.889.703)	(12.800.039)	(9.600.029)	(8.290.684)	(7.779.636)	(7.397.820)	(6.794.785)	(7.010.762)
İşletme Sermayesi - Net	104.693.675	126.156.374	183.127.582	229.637.269	264.324.826	294.099.648	322.233.377	348.817.630	373.234.865	398.428.218
Değişim	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
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	118	118	118	118	118	118	118	118	118	118
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	109	109	109	109	109	109	109	109	109	109
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Diğer İşletme Sermayesi - Net (% satışlar)	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%

Ticari İşletme Sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre Şirket son 3 yıllık dönemde nakit dönüşüm süresi 48 ila 95 gün arasında seyretmiştir. 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 dışarıda diğer kısa vadeli varlıklardan kısa vadeli yükümlülükleri çıkardığımızda kalan "diğer net işletme sermayesi"nin 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. Diğer net işletme sermayesi hesabındaki en büyük kalemler, kısa vadeli yükümlülüklerdeki belirli müşterilerden alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır. Bu sipariş avansları şirkete ilave kaynak sağlamakta ve işletme sermayesi ihtiyacını azaltmaktadır. Bu nedenle ticari işletme sermayesine ek olarak diğer işletme sermayesi kalemleri de projeksiyon dönemi işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Netice olarak net işletme sermayesi değişimi projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak İNA tablosunda kullanılacak işletme sermayesi ihtiyacı yıllık olarak belirlenmiştir.

5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

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. ABD\$ cinsinden yatırım tutarları ilgili yılın ABD\$/TL tahmini ile TL'ye çevrilmiştir.

Yatırım Harcamaları - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ekipman (yenileme, bakım-onarım)	1.000.000	1.335.136	1.549.759	1.707.258	1.865.983	2.020.196	2.171.711	2.329.160	2.492.201	2.660.425
Ekipman (yeni)			58.944.854							
Bina		29.934.530								
Toplam	1.000.000	31.269.666	60.494.612	1.707.258	1.865.983	2.020.196	2.171.711	2.329.160	2.492.201	2.660.425

Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenen yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.

5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 30.09.2021 itibarıyla net borcu 17.012.480 TL'dir.

Borçlülük (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

5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	20,76%
Risksiz Getiri Oranı	17,72%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,50%
Sermaye Maliyeti	23,22%
Özkaynak Oranı	65,9%
Borçlanma Maliyeti	20,00%
Vergi Oranı	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,00%
+Borç Oranı	34,1%

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

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 oluşturan 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

Sel

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

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.

5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonucu

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirkete ait toplam serbest nakit akımları (SNA'lar) aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2030 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır. 2021 yılı için değerlemenin yapıldığı tarihten yıla sonuna kadar olan SNA dikkate alınmış olup, AOSM göre hesaplanan iskonto faktörü de 2021 yılı için aynı kıst esasıyla dikkate alınmıştır. Buna göre aşağıdaki tabloda gösterilen Şirket'e ait toplam SNA'lar ve uç değer, %20,76 AOSM ile değerlendirilme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 768.237.085 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 13,36 TL'ye tekabül etmektedir.

İNAN TABLOSU	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
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%	20,0%	45,0%	25,0%	15,0%	11,3%	9,5%	8,3%	7,0%	6,8%		
Satışların Maliyeti	478.545.991	569.498.664	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%	18,0%	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	31.269.666	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 İhtiyacı	72.619.467	21.462.700	56.971.207	46.509.667	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 Değerin Bugünkü Değeri												313.401.481
SNA'nın Bugünkü Değeri	471.848.084											
Uç Değer Büyümesi	5,0%											
Uç Değerin Bugünkü Değeri	313.401.481											
Firmâ Değeri	768.237.085											
- 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											

5.4 Sonuç

Şirket'in değerlendirilmesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 733.303.653 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 57.500.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 12,75 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 586.642.923 TL, pay başına değer ise 10,20 TL (virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır) olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırım ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 19.250.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 196.350.000 TL olup, halka açıklık oranı %25,67 olarak hesaplanmıştır. Ek satış olması halinde halka arz edilecek nominal payların toplamı 21.000.000 TL'ye çıkacaktır. Bu durumda, halka arzın büyüklüğü 214.200.000 TL, halka açıklık oranı ise %28,00'e ulaşacaktır.


 Bankul Değerler A.Ş.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	3Ç21-Son12Ay
İNA analizine göre Özsermaye Değeri		768.237.085
Pay Başına Değer	50%	13,36
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri		698.370.221
Pay Başına Değer	50%	12,15
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		733.303.653
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer	100%	12,75

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	3Ç21-Son12Ay
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	733.303.653
Halka Arz İskontosu	20,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	586.642.923
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	57.500.000
Halka Arz Pay Başına Değer *	10,20
Sermaye Artırım Oranı	30,43%
Sermaye Artırımı (pay adedi)	17.500.000
Sermaye Artırımı (TL tutar)	178.500.000
Ortak Satışı (pay adedi)	1.750.000
Ortak Satışı (TL tutar)	17.850.000
Ek Satış (pay adedi)	1.750.000
Ek Satış (TL tutar)	17.850.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Hariç)	19.250.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Dahil)	21.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	196.350.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	214.200.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	765.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	75.000.000
Halka Açıklık Oranı	25,67%
Halka Açıklık Oranı	28,00%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

Ekler

Ek-1: Sorumluluk Beyanı

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

Ek-3: Lisans Belgeleri


 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

20.01.2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan 03.01.2022 tarih 2021/03 sayılı Panelsan Çatı Cephe Sistemleri San. ve Tic. A.Ş. için hazırlanan Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Gökhan Tosun
CEO Ofis Yöneticisi



Ersan Akpınar
Yönetim Kurulu Üyesi

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

20.01.2022

Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığımız ve halka açılan ortaklıkların Kurulunuzun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafımız konumunda olmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporlarının değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olduğumuzu ve bu raporların anılan maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan ettiğimizi beyan ederiz.

Aracı Kurumumuzca hazırlanan ve kamuya ilan edilen son üç analist raporuna ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır;

Halka Açılan Ortaklığın Ticaret Unvanı	Aracı Kurumumuzca Hazırlanan Analist Raporunun Yayınlanma Tarihi	KAP'ta
Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	07.12.2021	
Rainbow Polikarbonat Sanayi Ticaret A.Ş.	29.11.2021	
PC İletişim ve Medya Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş.	22.11.2021	

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Gökhan Tosun
CEO Ofis Yöneticisi


Ersan Akpınar

Yönetim Kurulu Üyesi

Ek-3: Lisans Belgeleri

Seda Demirelli Küçükmeral

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=6EAF2DC5-C6F9-429F-A404-21719C4E7ED3>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	31.07.2014	207205	AKTİF LİSANS

SEDA DEMİRELLİ KÜÇÜKMERAL, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.