

26 Ağustos 2020

1. Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden, TSKB A.Ş. tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**Gedik Yatırım**") Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Dinamik Isı**" ve/veya "**Şirket**") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

1991 yılında İzmir'de faaliyet göstermeye başlayan Dinamik Isı, başta polietilen ve polistiren olmak üzere inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj, HVAC, spor, sağlık, otomotiv ve eğlence gibi çeşitli sektörlere Tire Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan 21.133 m² kapalı alana sahip fabrikasında üretimini yaptığı ürünlerin yurtiçinde ve yurtdışında satışını yapmaktadır. Şirket'in müşterilerine sunduğu ürün portföyü aşağıda verilmiştir:

- Ekstrüde Polistiren (XPS) Köpük
- Polietilen (PE) Köpük
- Yüksek Yoğunluklu Polietilen (HDPE) Köpük
- Çapraz Bağlı Polietilen (XLPE) Köpük
- Laminasyonlu Kauçuk Köpüğü
- Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler
- Ticari Ürünler

Dinamik Isı'nın finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılatının yurtiçi / yurtdışı dağılımı aşağıda yer almaktadır:

Hasılat (TL)	2017	Pay	2018	Pay	2019	Pay	1Ç2020	Pay
Yurtiçi	46,768,391	96.13%	51,988,516	95.29%	56,431,297	91.97%	12,183,639	93.71%
Yurtdışı	1,882,389	3.87%	2,566,930	4.71%	4,929,827	8.03%	817,947	6.29%
Toplam	48,650,780	100.00%	54,555,446	100.00%	61,361,124	100.00%	13,001,586	100.00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	DNISI
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Aracılık Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Talep Toplama Tarihleri	27 - 28 Ağustos 2020
Halka Arz Fiyatı	3,52 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	8.700.000 TL (Sermaye Artırımı)
Halka Arz Büyüklüğü	30.624.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%35,22

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

26 Ağustos 2020

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortağın Adı Soyadı	Sermaye (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye (TL)	Sermaye Payı (%)
Metin Akdaş	9.600.000	60,00	9.600.000	38,9
Göksel Gürpınar	6.400.000	40,00	6.400.000	25,9
Halka Açık	-	0,00	8.700.000	35,2
Toplam	16.000.000	100,00	24.700.000	100,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sermaye artırımını kapsamında elde edilmesi beklenen nakit girişi; işletme sermayesinin güçlendirilmesinde (%40), yeni yatırım ve kapasite artışında (%45), AR-GE ve laboratuvar yatırımında (%5) ve satış, dağıtım ve ihracat faaliyetlerinin artırılmasında (%10) kullanılacaktır.

4. Değerleme Çalışması Hakkında

Dinamik Isı'nın sermaye artırımını yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde, Piyasa Çarpanları yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Şirket değerlemesinde bu yöntemler eşit ağırlıklandırılmıştır.

A) Piyasa Çarpanları Yöntemi

Çarpan analizinde Ana Pazar'da yer alan şirketler, BIST-100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketler ve yurtdışı seçilmiş benzer şirketler dahil edilmiştir. Analizde söz konusu şirketlerin 05.06.2020 tarihli çarpan değerleri ile Dinamik Isı'nın 31.03.2020 itibarıyla son 12 ay verileri kullanılmıştır. Çarpan Analizinde, FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr) çarpanı medyan değerleri kullanılmıştır. Yurtdışı benzer 15 şirket arasında aykırı FD/FAVÖK değerine sahip 5 şirket analiz dışında tutulmuştur.

	Yurtdışı Benzer Şirketler	Ana Pazar	BIST-100
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	7.4	12.2	6.7
Son 12 Ay FAVÖK (1Ç2020, TL)		10,431,356	
Firma Değeri (TL)	77,271,944	127,037,336	69,836,632
Net Nakit (TL)		8,099,924	
Özsermaye Değeri (TL)	85,371,868	135,137,260	77,936,556
Pay Başına Değer (TL)	5.34	8.45	4.87
Ağırlık (%)	25	25	50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		94,095,560	
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer (TL)		5.88	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları yöntemine göre şirketin değeri 94.095.560 TL olup, pay başına değer 5,88 TL'ye karşılık gelmektedir.

26 Ağustos 2020

B) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Dinamik Isı'nın İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken, şirket yönetiminin beklentileri 2020-2025 yılları için yapılan projeksiyonlara yansıtılmıştır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlenirken, risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin son bir yıllık performansı değerlendirilmiş ve %13,50 oranı dikkate alınmıştır. Hisse senedi piyasası risk primi %5,20 olarak alınmıştır. Borçlanma maliyeti, şirketin 2020 yılı ilk çeyreği itibarıyla TL uzun vadeli borçların ortalaması olan %12,4'ün üzerinde, %14 olarak kabul edilmiştir. Beta değeri 1 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	17.67%
Risksiz Getiri Oranı	13.50%
Beta	1.00
Piyasa Risk Primi	5.20%
Sermaye Maliyeti	18.70%
Özkaynak Oranı	86.23%
Borçlanma Maliyeti	14.00%
Vergi Oranı	20.00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	11.20%
Borçluluk Oranı	13.77%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve gelir tablosu projeksiyonunun oluşturulmasında aşağıda yer alan varsayımlar ve Şirket beklentileri kullanılmıştır:

- Net satış büyümesinin 2020'de COVID-19 etkisiyle -%15,8 olacağı, 2021-25 döneminde ortalama %27,04 olacağı,
- Brüt kârlılığın %18,9 ile %20,4 arasında olacağı,
- Faaliyet giderlerinin net satışlara oranının 2020'de %9,4 olacağı ancak kademeli azalışlarla 2025'te %6,8 olacağı,
- Nakit dönüşüm süresinin son üç yıl ortalamasına uyumlu olarak 90 gün olacağı,
- Uç değer büyümesinin %5 olacağı varsayılmıştır.

Bu varsayımlarla birlikte İNA analizi sonucunda Dinamik Isı için özsermaye değeri 69.676.812 TL olup, pay başına değer 4,35 TL olarak ortaya çıkmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi Özeti

1 İNA Toplamı (2020-24)	18,765,025
Uç Değer	109,103,081
2 İndirgenmiş Uç Değer	42,811,862
3 Firma Değeri (1+2)	61,576,888
4 Net Nakit	8,099,924
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (3+4)	69,676,812
Pay Başına Özsermaye Değeri	4,35

26 Ağustos 2020

5. Değerlendirme ve Sonuç

Dinamik Isı için halka arz öncesi 81.886.186 TL değer tespit edilirken, pay başına değer 5,12 TL'ye karşılık gelmektedir. %31,22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Dinamik Isı'nın halka arz fiyatı 3,52 TL olarak tespit edilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değer (TL)	Ağırlık
Piyasa Çarpanı Yöntemi	94,095,560	5.88	50%
İNA Yöntemi	69,676,812	4.35	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	81,886,186	5.12	
İskontolu Özsermaye Değeri	56,320,000	3.52	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.
- Özsermaye değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları yönteminde yabancı benzer şirketlerdeki uç değerlerin çıkartılmasını doğru buluyoruz.
- İNA analizinde 2021-2025 yılları için öngörülen güçlü net satış büyümesinin detaylandırılmasını gerektiğini düşünüyoruz.
- Uygulanan %31,22 oranındaki halka arz iskontosunu makul buluyoruz.

Değerlendirmemiz sonucunda %31,22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan 3,52 TL hisse başı fiyatı makul buluyoruz.