

DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

26 Ağustos 2020

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	6
3	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4	Görüş	12

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Dinamik Isı" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım'ın hazırladığı 27 Temmuz 2020 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	27 - 28 Ağustos 2020
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Mevcut Ödenmiş Sermaye	16.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	8.700.000 TL
Toplam Arz Edilecek Paylar (Nominal)	8.700.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%35,22
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılığın Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Taahhütler	- İhraççı tarafından verilen taahhüt: Şirket, Yönetim Kurulu'nun 05.03.2020 tarih ve 2020/10 sayılı kararı ile Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl süreyle Şirket paylarında herhangi bir bedelli sermaye artırımı gerçekleştirmemesine, dolaşımdaki pay miktarının iç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımları haricinde artırılmamasına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik bir karar alınmamasına karar verilmiştir. - Ortaklar tarafından verilen taahhütler: SPK VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 8'inci maddesinin birinci ve altıncı fıkraları kapsamında Metin Akdaş ve Göksel Gürpınar tarafından 10.07.2020 tarihinde verilen taahhüt aşağıdaki gibidir: "Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri A.Ş.'de sahip olduğum ortaklık paylarından, hiçbir ortaklık payını, Şirket paylarının birincil halka arzını takiben, payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl süreyle hiçbir şekilde Borsa'da satmayacağımı ve bu payların borsada satılması sonucunu doğuracak hiçbir işlemde bulunmayacağımı, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağımı ve Borsa İstanbul A.Ş. dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamalara tabi olacağını alıcılara bildireceğimi kabul, beyan ve taahhüt ederim." SPK VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 9'uncu maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında Metin Akdaş ve Göksel Gürpınar tarafından 05.08.2020 tarihinde verilen taahhütler aşağıdaki gibidir: "Satışa hazır bekletilen paylar tamamen satılmadığı sürece, izahnamenin onay tarihi itibarıyla Şirket'te sahip olduğum payları izahnamenin KAP'ta ilan edildiği tarihten itibaren bir yıl boyunca borsada satmamayı ve bu payların borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağımı, borsa dışında satılacak payları alanların da bu sınırlamaya tabi olduğunu kabul, beyan ve taahhüt ederim." - Yetkili kuruluşlar tarafından verilen taahhütler: İhraççının halka arz edilecek paylarının satışı, Yetkili Kuruluş olan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Bakiyeyi Yüklenim" yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda Yetkili Kuruluş, satılmayan tüm payları alma taahhüdünde bulunmuştur.
Fiyat	3,52 TL
Halka Arz Büyüklüğü	30.624.000 TL

Kaynak: Gedik Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Metin Akdaş	9.600.000	60,00	9.600.000	38,87
Göksel Gürpınar	6.400.000	40,00	6.400.000	25,91
Halka Açık	-	-	8.700.000	35,22
TOPLAM	16.000.000	100,00	24.700.000	100,00

Kaynak: Gedik Yatırım

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Dinamik Isı, 1991 yılında makine mühendisi Metin Akdaş tarafından kurulmuştur. 1993 yılından itibaren yalıtım alanında faaliyet göstermektedir.

Şirket, başta polietilen (PE) ve polistiren (PS) bazlı olmak üzere inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj, HVAC, spor, sağlık, otomotiv ve eğlence gibi çeşitli sektörlerde üretim yapmaktadır. Üretim merkezi İzmir'dedir. Müşterileri yurtiçi ve yurtdışında bulunmaktadır. Üretimini yaptığı ürünler:

- 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

Yalıtım alanına girdikten sonra 1997 yılında İzmir ve Denizli'de Yalıtım Danışma Merkezleri kurulmuştur. 2003 yılında yatırım kararı alınmıştır. Aynı yıl içerisinde Göksel Gürpınar, Şirket'e ortak olmuştur.

2004 yılının temmuz ayında Tire/İzmir'de 5.000 m² alan üzerine 2.500 m² kapalı alana sahip PE Isı Yalıtım Köpüğü tesisleri devreye alınmıştır. 2004 yılı içerisinde kauçuk köpüğü, HVAC bantları ve taş yünü ısı yalıtım ürünlerinin ithalatına başlanmıştır.

2005 yılı içerisinde ISO 9001-2000 Kalite Yönetim Sistemi kurulmuş ve belgelendirilmiştir. Aynı yıl içerisinde ihracata başlanmıştır.

2006 yılında ikinci PE hattı kurulmuştur ve ambalaj sektörüne yönelik üretime başlanmıştır. 2007 yılında ise fabrika depolama kapasitesi iki katına çıkarılmıştır. 2.600 m²'lik alana sahip lojistik deposu inşa edilmiştir.

2008 yılında tesisat yalıtımı pazarına kendi ürünleri ile giriş yapmıştır. Alüminyum cladding kaplamalı kauçuk köpüğü üretimi başlamıştır. HVAC bantları üretimi alanına yönelik Dilimleme, Yarma ve Laminasyon ekipmanlarına yatırım yapılarak üretimine başlanmıştır. Akustik köpük ürünleri pazara sunulmuştur.

2009 yılında 3.000 m²'lik kapalı alana sahip üçüncü binası inşa ederek muhtelif üretim ekipmanları buraya taşınmıştır.

2010 yılında zemin ve iç duvar yalıtımına yönelik üretim yapan hat devreye alınmıştır. Aynı yıl içerisinde dördüncü fabrika binasının inşaatına başlanmıştır. 2011 yılında XPS üretim tesisleri devreye alınmıştır.

2013 yılında XPS üretim hattı yangın sebebiyle kullanılmaz hale gelmiştir. Zarar, sigorta poliçesinden temin edilmiş ve hat 2014 yılında tekrar açılmıştır. Aynı yıl üçüncü polietilen hattı devreye alınmıştır.

2015 yılında yeni bir yatırımla PE üretim tesisinin kapasitesi 5.000 tona çıkarılmıştır. Aynı yıl içerisinde XPS köpük üretim kapasitesi revizyon sayesinde %20 artırılmıştır.

Şirket ilerleyen yıllarda da yatırımlar yapmıştır. 2016 yılında yaptığı PE üretim hattı yatırımı ile mobilya, koltuk ve kanepe üretiminde kullanılan yüksek yoğunluklu döşeme fitilinin üretimine başlamıştır. 2017 yılında ikinci XPS hattı kurulmuştur ve XPS üretim kapasitesi yıllık 250.000 m³'e ulaşmıştır. 2017 yılında XLPE köpük levha üretimine yönelik yatırım kararı alınmıştır. 7.000 m2 kapalı alanda faaliyet gösterecek olan tesis 2018 yılında devreye alınmıştır.

2018 yılında Şirket, Tire OSB'ye taşınmıştır. 2019 yılında XLPE köpük üretim ve satışı başlamıştır. 2020 yılında ise bu bölüme ek yatırımlar yapılmıştır.

Şirket'in 2020 yılı ilk üç ay cirosu 13,0 milyon TL olup, 2019 yılı dönemi itibarıyla on iki ay toplam cirosu 61,4 milyon TL seviyesinde ve Şirket'in 2018 yılı on iki ay toplam cirosu ise 54,6 milyon TL'dir.

Şirket'in merkezi Tire/İzmir'dedir.

Şirket, halka arz gelirinin kullanım alanı olarak aşağıdaki planlamayı sunmuştur:

- %40: İşletme sermayesinin güçlendirilmesi
- %45: Yeni yatırım ve kapasite artışı (dekoratif XPS köpük hattı, EPDM köpük hattı, PE köpük levha hattı ve trafo, proses soğutma makinaları ve güç dağıtım panoları tesisleri)
- %5: Ar&Ge ve Laboratuvar yatırımları
- %10: Satış, Dağıtım ve İhracat faaliyetlerinin artırılması

3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından Gedik Yatırım'ın hazırladığı 27 Temmuz 2020 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Pazar yaklaşımı olarak bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerlemedir. Bu yönteme göre Şirket'in değerini belirlemek için temel alınan oranlar kullanılmaktadır.

Çarpanlar için:

- Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)

oranı kullanılmıştır.

Baz alınan benzer şirket grupları içinse

- Yurtdışı Benzer Şirketler
- Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri (finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışında kalan)
- Yurtiçi BİST-100 Şirketleri (finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışında kalan)

değerleri kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında çarpanların hesaplanmasında 31.03.2020 tarihli son on iki ay değerleri temel alınmıştır. Tüm gruplar için ilgili grubun ortanca (medyan) değeri kullanılmıştır.

Yurtdışı benzer şirketler için kullanılan şirketler Arkema SA (AKE FP EQUITY), Covestor AG (1COV GR EQUITY), Eastman Chemical (EMN US EQUITY), Evorik Industries AG (EVK GR EQUITY), Fletcher Building Ltd (FBU NZ EQUITY), Huntsman Corporation (HUN US EQUITY), Recticel Sa (REC BB EQUITY), Saint Gobain (SGO FP EQUITY), Solvay SA (SOLB BB EQUITY) ve UFP Technologies (UFPT US EQUITY)'dir.

Çarpan analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki gibi şekillenmiştir:

Tablo 3 Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Oranlar

27 Temmuz 2020 Tarihi İtibariyle Değerleme Oranları	
Pazar ve Sektör Verileri	FD/FAVÖK
Yurtdışı Benzer Şirketler	7,4
Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri (belirtilen sektörler dışında)	12,2
Yurtiçi BİST-100 Şirketleri (belirtilen sektörler dışında)	6,7

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Piyasa çarpanları yönteminde kullanılan Şirket verileri aşağıdaki gibidir:

Tablo 4 Piyasa Çarpanları için Şirket Verileri

Şirket Verileri (TL)	
FAVÖK (Son 12 Ay 2020Ç1)	Net Finansal Borç
10.431.356	-8.099.924

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Buna göre, Şirket'in yukarıdaki tabloda belirtilen ortalama oranlara göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki gibidir:

Tablo 5 Çarpan Analizi Sonuçları

Piyasa Değerleri (TL)			
Pazar ve Sektör Verileri	Firma Değeri (FD/FAVÖK)	Özsermaye Değeri	Pay Başına Değer
Yurtdışı Benzer Şirketler	77.271.944	85.371.868	5,34
Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri	127.037.336	135.137.260	8,45
Yurtiçi BİST-100 Şirketleri	69.836.632	77.936.556	4,87
Ağırlıklandırılmış Değer (Sırasıyla %25, %25, %50)		94.095.560	5,88

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- Projeksiyonlar TL üzerinden yapılmıştır.
- Projeksiyon süresi 6 yıl olup, 2020 – 2025 yıllarını kapsamaktadır.
- Enflasyon için Gedik Yatırım'ın varsayımları kullanılmıştır. Buna göre Tüfe beklentileri aşağıdaki gibidir.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TÜFE Yılsonu	%7,5	%8,0	%7,7	%7,5	%7,3	%7,0
TÜFE Ortalama	%9,2	%8,3	%7,8	%7,4	%7,4	%7,1

- Satışların Covid-19 nedeniyle 2020'de daralacağı, 2021 – 2025 döneminde ise hem önceki yıllarda ve 2020'de olan düşük büyümelerin telafisi hem de yeni ürün ve pazar genişlemeleri ile bileşik yıllık büyüme oranı (BYBO) olarak %19 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.
- Satılan malın maliyeti hesaplanırken brüt marjın projeksiyon döneminde korunacağı öngörülmüştür.
- Faaliyet giderlerinin sabit kısımları Gedik Yatırım'ın TÜFE beklentilerine paralel artırılmıştır. Değişken kısım ise Şirket ve büyüme varsayımlarına göre değerlendirilmiştir.
- İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken geçmiş yılların değerleri incelenmiş. Bu sayılarla ve Şirket yönetiminin beklentileriyle uyumlu olarak ortalama tahsilat süresinin 85 gün, ortalama borç ödeme süresinin 45 gün, stokta kalma süresinin

ise 50 gün olacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca bu değerler kullanılmıştır.

- Yatırım harcamaları hesaplanırken planlanan büyüme için gerekli olan kapasite artırımları dikkate alınmıştır. Halka arz neticesinde elde edilecek ve fon kullanımında belirtilen değerler, bu hesaplamalara dahil edilmemiştir. Amortismanlar mevcut ve ek yatırımlara göre hesaplanmıştır.
- Finansal Borç / Özkaynak oranının mevcut durumla aynı kalacağı varsayılmıştır ve %13,77 / %86,23 olarak alınmıştır.
- Risksiz Faiz Oranı (R_F) için 10 yıllık devlet tahvil faizinin son bir yıllık değişimi değerlendirilmiş ve Gedik Yatırım'ın beklentisi ile %13,50 kullanılmıştır.
- Beta katsayısı, Şirket'in henüz borsada işlemde olmaması ve istinaden 1,00 olarak alınmıştır.
- Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (R_p) %5,2 olarak alınmıştır. Kaynak olarak Aswath Damodaran'ın araştırmaları kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti mevcut durumda (2020Ç1) %12,4 olmakla beraber, muhafazakâr bakışla %14,0 olarak alınmıştır. Vergi sonrası olarak %11,2 oranı maliyet olarak oluşmuştur.
- Buna göre ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti oranı %17,67 olarak hesaplanmıştır.
-

Tablo 6 İskonto Oranları

İskonto Oranları	
Risksiz Getiri Oranı (%)	13,50
Piyasa Risk Primi (%)	5,20
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti (%)	18,70
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti (%)	11,40
Borçluluk Oranı (%)*	13,77
AOSM (%)**	17,67

* Borçluluk oranı şirketin 31/03/2020 bilançosuna göre hesaplanmıştır.

** AOSM = Sermaye Maliyeti * (1- Borçluluk Oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti * (Borçluluk Oranı) ile hesaplanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7 İNA Yöntemi - Sonuç

Firma Değeri (TL)	Net Finansal Borç (TL)	Özsermaye Değeri (TL)	Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)
61.576.888	-8.099.924	69.676.812	4,35

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3. Sonuç

Gedik Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

kullanılarak Piyasa Değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerler eşit (%50/%50) ağırlıklandırılmak suretiyle nihai Piyasa Değerine ulaşılmıştır.

Tablo 8 Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

Yöntem	Piyasa Değeri (TL)	Pay Başına Değer (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	94.095.560	5,88
İNA Yöntemi	69.676.812	4,35
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	81.886.186	5,12
İskonto Tutarı (%31,22)	13.720.538	
İskontolu Sermaye Değeri	56.320.000	3,52

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı **5,12 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz iskontosu (**%31,22**) sonrası fiyat **3,52 TL** olarak belirlenmiştir.

4 Görüş

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Piyasa çarpanları yönteminde yurtiçi şirketlerin dikkate alınmasının yerinde olduğunu düşünüyoruz. Bununla beraber yurtdışı benzer şirketlerin boyut olarak yakın ve yurtiçi şirketlerin de ürün gamı olarak benzer ya da yakın olanlarının dikkate alınması gerektiği kanaatindeyiz.
- FD/FAVÖK çarpanını esas almak doğru bir yaklaşımdır. F/K (Fiyat / Kazanç) çarpanı da üretim sektöründe sıklıkla kullanılan bir çarpanıdır. Değerleme hesaplarında kullanılmadığını görüyoruz.
- Değerleme için ilgili şirketlerin çarpanlarının medyan değerinin kullanılmasının, uç değerlerin etkisini azaltması açısından uygun olduğunu düşünüyoruz.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Projeksiyon süresinin 6 yıl olarak belirlenmesi makul olarak değerlendirilmiştir.
- Satışların projeksiyonu yapılırken büyüme ve yeni yapılacak olan yatırımların etkisi dikkate alınması makuldür. Şirket'in fon kullanımına ilişkin genel bir plan sağlanmış olmakla beraber, net nakit pozisyonunda olması ve sermaye artırımını yoluyla şirkete nakit enjekte edilecek olmasından dolayı yapılacak yatırımın projeksiyonlara etkisi hakkında daha detaylı bilgi paylaşılması özellikle bu yöntemin değerlendirilmesinde faydalı olacaktır.
- Ürün maliyetlerinin satışla orantılı olarak artırılması ve net işletme sermayesi hesaplanmasında ise son yıllara benzer ortalama gün sayılarının baz alınması makul olarak değerlendirilmiştir.
- İskontolu değer hesaplanırken yılsonu değerinin indirgendiğini görüyoruz. Dinamik ısı sürekli gelir kazandığı için ortalama tarih değerinden indirgenme yapılmasının uygun olacağını düşünüyoruz.
- AOSM hesaplanırken;
 - Hisse risk primi için gelişmekte olan piyasalara yönelik oran kullanılmasının uygun olabileceğini düşünüyoruz.
 - Beta katsayısı olarak 1 kullanılmış olup, bunun yerine faaliyet konusu Şirket'e benzeyen şirketlerin beta katsayılarından faydalanılarak bir beta değerine ulaşılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.

3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, Fiyat Tespit Raporu'nda ulaşılan 3,52 TL'lik halka arz birim fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.