

Yalıtımda **dinamik** Çözüm

**DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZ.
SAN. ve TİC. A.Ş.**

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

Ağustos 2020

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") aracılık ettiği Dinamik Isı Makina Yalıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Dinamik Isı veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım Menkul Değerler'in hazırladığı fiyat tespit raporunu 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 Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	27-28 Ağustos 2020
Halka Arz Büyüklüğü	30.624.000 TL
Hisse Kodu	DNISI
Halka Arz Oranı	35,22%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	16.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	24.700.000 TL nominal
Aracılık Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış
Halka Arz Miktarı/Şekli	8.700.000 TL nominal değerli paylar - Sermaye Artırımı
Halka Arz Fiyatı	3,52 TL
Satışa Hazır Bekletilen Paylar	2.175.000 TL nominal
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim
Taahhütler	Şirket, 1 yıl süre ile satışa hazır bekletilen paylar dışında bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Şirket ortakları borsa alım-satım hariç 1 yıl boyunca satmama taahhüdü vermiştir.
Fiyat İstikrarı	Yetkili kuruluş, Şirket paylarının BİST'te işlem görmeye başlamasını takiben 30 gün süreyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler uygulayabilecektir.

Şirket Bilgileri

Dinamik Isı, 1991 yılında İzmir'de hizmet vermeye başlamıştır. İnşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj ve ısıtma-soğutma-iklimlendirme (HVAC) sektörü başta olmak üzere birçok sektöre malzemeler üreten Şirket, faaliyetlerini "İbni Melek Mahallesi Tire Organize Sanayi Bölgesi (TOSBI) 3.Yol No:20 Tire - İzmir adresindeki merkez ofisinde sürdürmektedir.

Şirket, Tire Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne 12.08.1991 tarihinde 3715 sicil numarası ile tescil edilmek suretiyle süresiz olarak kurulmuştur.

31.03.2020 itibarıyla şirket bünyesinde 29 ofis personeli ve 82 fabrika personeli olmak üzere toplam 111 personel çalışmaktadır.

Dinamik Isı, başta polietilen ve polistiren bazlı olmak üzere inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj, HVAC, spor, sağlık, otomotiv ve eğlence gibi çeşitli sektörlerde İzmir merkezli fabrikasında üretimini yaptığı ürünlerin yurtiçi ve yurtdışında satışını yapmaktadır. Şirket'in müşterilerine sunduğu ürün portföyü aşağıda verilmiştir;

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

ÜRÜNLER**- Üretimi Yapılan Ürünler**

XPS Köpük: Dış duvar, iç duvar, kolon-kiriş ve giydirme cephe ısı yalıtımı amacı ile, çatı uygulamalarında yalıtım amaçlı tuğla altı ve kiremit altı panel, kompozit sandviç panellerde ve frigorifik araç ve kamyonlar için üretilen kapalı hücreli ekstrüde polistiren köpük.

PE Köpük: İnşaat ısı ve ses yalıtımı, tesisat yalıtımı, elektronik-metal ambalajı, sızdırmazlık bandı, sera uygulamalarında yalıtım ve seperatör amacı ile ve mobilya kenar koruma için üretilen kapalı hücreli polietilen köpük.

HDPE Köpük: Mobilya kenar şekillendirme ürünleri için üretilen kapalı hücreli polietilen kopuk

XLPE Kopuk: İnşaat ısı ve ses yalıtımında, tesisat yalıtımında sızdırmazlık amacı ile, otomotiv endüstrisinde, elektronik - metal ambalajında, çanta- ayakkabı sektöründe ve dağcılık, askeri mat, pilates, yüzme, jimnastik gibi spor aktivitelerinde kullanılmak üzere üretilen kapalı hücreli çapraz bağlı polietilen kopuk

Laminasyonlu Kauçuk Köpüğü: Havalandırma kanalları ve tesisat hatları gibi enerji kaybının yoğun olduğu yerler için boru şeklinde veya levha şekilli alüminyum folyo vb. ile lamine edilmiş kapalı hücreli kauçuk köpük

Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler: İnşaat ve otomotiv sektörleri başta olmak üzere ambalaj, medikal, beyaz eşya, elektronik, spor ve eğlence sektörleri için XLPE kopuk, Etilen Vinil Asetat (EVA) köpük ve Etilen Propilen Dien Monomer (EPDM) kopuk kullanılarak elde edilen şekillendirilmiş ürünler

- Ticari Ürünler

Kauçuk Köpüğü: Havalandırma kanalları ve tesisat hatları gibi enerji kaybının yoğun olduğu yerler için kapalı hücreli kauçuk köpük

Endüstriyel Ürünler: İnşaat ve otomotiv sektörleri başta olmak üzere ambalaj, medikal, beyaz eşya, elektronik, spor ve eğlence sektörleri için EVA köpük, EPDM köpük ve Vana ve Armatür Ceketleri

Yanmaz Akustik Kopuk: Ses yalıtım ve akustik düzenleme uygulamalarında kullanılan poliüretan esaslı yanmaz akustik köpük

Mineral Yünü (Cam Yünü ve Taş Yünü): Isı yalıtımı, ses yalıtımı ve akustik düzenleme ile birlikte yangın güvenliği de sağlayan inorganik esaslı cam yünü ve taş yünü.

Endüstriyel Kaplama Yapıştırıcısı: Kauçuk Köpüğü, polietilen, gibi tesisat yalıtım ürünlerinin yapıştırılmasında, ses yalıtımı akustik panel ve boruların sabitleştirilmesinde, sünger, kumaş, keçe vb. ürünlerin yapıştırılmasında, ahşap ve dekoratif laminantlar, kauçuk, deri mantar vb. ürünlerin yapıştırılmasında, serf PVC, kenarlar ve kavisli yüzeylere kaplama yapıştırılmasında kullanılan endüstriyel kaplama yapıştırıcısı.

Fan Sistemleri: Mutfak, banyo, çamaşırhane, kuru temizleme, ofis, büro, toplantı salonu, çalışma odası, kütüphane, iş yerleri, mağaza, restoran, kafe, bar, diskotek, tiyatro salonu, sinema salonu, depo, atölye, laboratuvar vb. gibi konut, ticari veya endüstriyel mahallerin kanallı havalandırma tesisatlarında kullanılan fan sistemleri.

Esnek Hava Kanalları ve Aksesuarları: Düşük ve orta basınçta çalışan ısıtma-soğutma, havalandırma ve atık gaz sistemleri için çok katlı alüminyum ve polyester serf çelik tel takviyeli esnek hava kanalları ve aksesuarları

Klima-Havalandırma Kanalı Flanş ve Aksesuarları: Hava kanallarında maksimum sağlamlık ve montaj kolaylığı sağlamak için galvaniz sacdan üretilen flanş ve yatay ve düşey boru askı montajında havalandırma kanallarının tespitinde, boru askı sistemlerinde destek ve bağlantı elemanı olarak kullanılan aksesuar.

Üretim Kapasitesi

Dinamik Isı, üretimini İzmir-Tire Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan 21.133 m² kapalı alana sahip fabrikasında gerçekleştirmektedir. Söz konusu fabrika, PE, XPS ve XLPE olmak üzere 3 ana bölümden oluşmaktadır.

Şirket'in yıllar ve çeyrek dönemler itibarıyla kapasite kullanım oranlarını gösterir tablo aşağıdadır;

Ürün	2017 Üretim	KKO*	KKO 3V**	2018 Üretim	KKO*	KKO 3V**	2019 Üretim	KKO*	KKO 3V**
XPS Köpük	2.111.362	82%	27%	2.267.572	88%	29%	1.913.982	74%	25%
PE Köpük	1.646.248	67%	22%	1.565.529	64%	21%	1.584.923	65%	22%
HD PE Köpük	8.560	0%	0%	74.154	3%	1%	62.838	3%	1%
Laminasyonlu Kauçuk Köpük	121.972	4%	1%	32.293	1%	0%	23.420	1%	0%
Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler	3.265	0%	0%	1.590	0%	0%	3.070	0%	0%
XLPE Köpük Levha	-	0%	0%	13.704	3%	1%	73.666	14%	5%
Toplam	3.891.407	0%	0%	3.954.840	41%	14%	3.661.900	38%	13%

*Kapasite Kullanım Oranı **Kapasite Kullanım Oranı 3 Vardiya

Ürün	1Ç2018 Üretim	KKO*	KKO 3V**	1Ç2019 Üretim	KKO*	KKO 3V**	1Ç2020 Üretim	KKO*	KKO 3V**
XPS Köpük	691.484	108%	36%	537.446	84%	28%	287.356	45%	15%
PE Köpük	397.232	65%	22%	408.396	67%	22%	382.330	62%	21%
HD PE Köpük	25.477	4%	1%	12.426	2%	1%	33.032	5%	2%
Laminasyonlu Kauçuk Köpük	12.079	1%	0%	4.494	1%	0%	4.016	0%	0%
Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler	464	0%	0%	1.349	1%	0%	655	0%	0%
XLPE Köpük Levha	-	0%	0%	2.809	2%	1%	71.494	56%	19%
Toplam	1.126.737	47%	16%	966.920	41%	14%	778.883	33%	11%

*Kapasite Kullanım Oranı **Kapasite Kullanım Oranı 3 Vardiya

Satışların Dağılımı

Satışlar (TL)	2017			2018			2019			1Ç20		
	Yurt İçi	Yurt Dışı	Toplam	Yurt İçi	Yurt Dışı	Toplam	Yurt İçi	Yurt Dışı	Toplam	Yurt İçi	Yurt Dışı	Toplam
XPS Köpük	19.474.425	1.300.878	20.775.303	23.861.696	2.040.332	25.902.027	21.903.560	4.116.233	26.019.793	3.408.017	576.298	3.986.315
PE Köpük	17.173.857	465.998	17.639.854	20.941.053	462.978	21.404.032	25.980.064	673.440	26.653.504	5.278.270	216.564	5.494.834
HD PE Köpük	406.958	-	406.958	920.865	-	920.865	892.139	-	892.139	386.662	-	386.662
Laminasyonlu Kauçuk Köpük	1.789.727	98.517	1.888.243	624.736	32.864	657.600	551.651	36.297	587.948	92.272	-	92.272
XLPE Köpük	-	-	-	-	-	-	1.494.551	84.048	1.578.599	1.440.519	13.984	1.454.503
Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler	91.376	9.398	100.774	73.811	18.803	92.613	434.989	-	434.989	195.748	-	195.748
Ticari Ürünler	7.832.050	7.599	7.839.648	5.566.356	11.953	5.578.309	5.174.344	19.808	5.194.152	1.382.151	9.101	1.391.252
Net Satışlar	46.768.391	1.882.389	48.650.780	51.988.516	2.566.930	54.555.446	56.431.297	4.929.827	61.361.124	12.183.639	815.947	13.001.586

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi					Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı	Oy Hakkı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı (%)
Metin Akdaş	A	1.440.000	9,00%	21.600.000	43,55%	1.440.000	5,83%	37,05%
	B	8.160.000	51,00%	8.160.000	16,45%	8.160.000	33,04%	14,00%
Göksel Gürpınar	A	960.000	6,00%	14.400.000	29,03%	960.000	3,89%	24,70%
	B	5.440.000	34,00%	5.440.000	10,97%	5.440.000	22,02%	9,33%
Diğer	B	-	-	-	-	8.700.000	35,22%	14,92%
TOPLAM	A+B	16.000.000	100,00%	49.600.000	100%	24.700.000	100%	100%

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım amaçlarını aşağıdaki gibi detaylandırmıştır.

Şirket'in 11.03.2020 tarihli ve 2020/11 sayılı yönetim kurulu kararı uyarınca; halka arzdan elde edilecek gelir, işletme sermayesinin güçlendirilmesi, yeni yatırım ve kapasite artışında, Ar-Ge kabiliyetinin geliştirilmesi amacıyla Ar-Ge ve laboratuvar yatırımında ve satış-dağıtım ve ihracat faaliyetlerinin artırılmasında kullanılacaktır.

- a) İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi (40%)
- b) Yeni Yatırım ve Kapasite Artışı (45%)
- c) AR-GE ve Laboratuvar Yatırımları Finansmanı (5%)
- d) Satış-Dağıtım ve İhracat Faaliyetlerinin Artırılması (10%)

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı ve 2020 yılı üç aylık bilanço aşağıdaki gibidir.

Bilanço (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2020
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	24.099.949	29.795.701	36.735.574	35.549.101
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.643.484	11.521.291	15.041.745	15.431.810
Ticari Alacaklar	14.780.196	10.256.782	13.513.305	11.388.275
Diğer Alacaklar	56.664	70.276	38.754	38.754
Stoklar	5.344.202	6.442.708	6.049.677	7.143.436
Duran Varlıklar	19.292.975	23.341.555	24.099.481	23.664.514
Maddi Duran Varlıklar	19.290.938	23.320.713	22.427.509	22.099.435
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.037	20.842	15.724	14.445
TOPLAM VARLIKLAR	43.392.924	53.137.266	60.835.055	59.213.615
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.655.250	14.466.363	15.100.591	12.120.484
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.164.299	3.971.565	2.896.696	1.035.676
Ticari Borçlar	4.892.784	5.450.934	6.579.933	5.456.634
Diğer Borçlar	1.422.154	1.615.755	1.792.581	180.435
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.809.905	6.861.295	6.462.921	6.499.327
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.559.842	5.598.880	5.018.813	4.832.286
Uzun Vadeli Karşılıklar	484.395	617.171	861.590	971.853
ÖZKAYNAKLAR	26.927.769	31.809.598	39.271.543	40.593.804
Ödenmiş Sermaye	16.000.000	16.000.000	16.000.000	16.000.000
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı	1.043.628	6.419.731	10.507.612	18.013.471
Net Dönem Karı/Zararı	3.867.264	4.442.180	7.505.859	1.322.261
TOPLAM KAYNAKLAR	43.392.924	53.137.256	60.835.055	59.213.615

Şirket'in karşılaştırmalı özet gelir tablosu ise aşağıdaki gibidir.

Gelir Tablosu	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2019	31.03.2020
Hasılat	48.650.780	54.555.446	61.361.124	16.148.422	13.001.586
Satışların Maliyeti	-39.464.469	-44.948.292	-48.030.213	-13.750.392	-10.462.408
Brüt Kar/Zarar	9.186.311	9.607.154	13.330.911	2.398.030	2.539.178
Genel Yönetim Giderleri	-1.663.885	-1.155.720	-1.670.294	-441.629	-462.428
Pazarlama Giderleri	-2.073.556	-3.696.569	-3.499.635	-889.492	-813.608
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-1.283	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.070.763	4.210.834	3.567.282	1.490.884	748.191
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.082.799	-2.094.432	-2.002.867	-1.081.250	-951.024
Esas Faaliyet Karı / Zararı	5.436.834	6.669.984	9.725.397	1.476.543	1.060.309
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	36.763	492.761	195.575	15.862	11.117
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0	0	0
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Deger Düşüklüğü	0	31.201	-90.537	30.941	-6.284
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	5.473.597	7.393.946	9.830.435	1.523.346	1.065.142
Finansman Gelirleri	221.481	3.219.031	2.180.080	587.723	1.413.077
Finansman Giderleri	-876.752	-4.816.062	-2.302.180	-326.898	-684.363
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı (Zararı)	4.818.326	5.796.915	9.708.335	1.784.171	1.793.856
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-951.062	-1.354.735	-2.202.476	-341.527	-471.595
<i>Dönem Vergi (Gideri) Geliri</i>	<i>-1.085.507</i>	<i>-1.306.621</i>	<i>-2.254.224</i>	<i>-353.801</i>	<i>-358.925</i>
<i>Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri</i>	<i>134.445</i>	<i>-48.114</i>	<i>51.748</i>	<i>12.274</i>	<i>-112.670</i>
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	3.867.264	4.442.180	7.505.859	1.442.644	1.322.261
Dönem Karı / Zararı	3.867.264	4.442.180	7.505.859	1.442.644	1.322.261

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Değerleme çalışmasında Dinamik İsi'nin bağımsız denetimden geçmiş 31.03.2020, 31.12.2019, 31.12.2018, 31.12.2017 tarihli bilanço ve gelir tabloları kullanılmıştır.

Gedik Yatırım Menkul Değerler, değerleme çalışmasında şirketin yapısına uygun olarak uluslararası değerleme standartlarında yer alan Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi yöntemlerini kullanmıştır.

- a) **Çarpan Analizi Yöntemi:** Gedik Yatırım Menkul Değerler çarpan analiziyle değerleme çalışmasında çarpan analizi metodu için yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiştir.

Yurtiçi benzer şirketler olarak işlem hacmi yüksek BİST-100 şirketlerine bakıldığında Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememiştir. Bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde, Ana Pazar ve BİST-100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin de 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak dahil edilmiştir. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin de 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak dahil edilmiştir. Çarpan analizinin tamamında "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" açıklamasıyla **Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanının** dikkate alındığı belirtilmiştir.

- Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları Analizi Sonucu

Yurtdışı Benzer Şirket Son 12 Ay (1Ç2020) Medyanı	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	7,4
Son 12 Ay (1Ç2020) FAVÖK (TL)	10.431.356
Firma Değeri (TL)	77.271.944
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-8.099.924
Özsermaye Değeri (TL)	85.371.868
Pay Başına Değer (TL)	5,34
Özsermaye Değeri (TL)	85.371.868
Pay Başına Değer (TL)	5,34

- Yurtiçi Ana Pazar Çarpanları Analizi Sonucu

Yurtiçi Son 12 Ay (1Ç2020) Ana Pazar Şirketleri	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	12,2
Son 12 Ay (1Ç2020) FAVÖK (TL)	10.431.356
Firma Değeri (TL)	127.037.336
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-8.099.924
Özsermaye Değeri (TL)	135.137.260
Pay Başına Değer (TL)	8,45

- Yurtiçi BİST-100 Çarpanları Analizi Sonucu

Yurtiçi Son 12 Ay (1Ç2020) BİST-100 Şirketleri	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	6,7
Son 12 Ay (1Ç2020) FAVÖK (TL)	10.431.356
Firma Değeri (TL)	69.836.632
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-8.099.924
Özsermaye Değeri (TL)	77.936.556
Pay Başına Değer (TL)	4,87

Çarpan Analiz Yöntemi Sonucu:

Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirketler Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri (TL)		85.371.868
Pay Başına Değer (TL)	25%	5,34
Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri (TL)		135.137.260
Pay Başına Değer (TL)	25%	8,45
Yurtiçi BİST-100 Şirketleri Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri (TL)		77.936.556
Pay Başına Değer (TL)	50%	4,87
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		94.095.560
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer (TL)	100%	5,88

Çarpan analizi yöntemine göre yapılan yukarıdaki hesaplamalara göre şirketin özsermaye değeri 94.095.560 TL, pay başına değer ise 5,88 TL olarak belirlenmiştir.

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Bu yöntemle şirket değeri hesaplanırken aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Şirket yönetimi projeksiyonlarını "tüme varım" yaklaşımıyla Şirket'in her bir ürün grubundaki yurtiçi ve yurtdışı büyüme öngörülerini Şirket'in iç kaynakları kullanılarak yapılacak kapasite artışı ve iyileştirmeler de dikkate alınarak kırılımlandırılarak oluşturulmuştur. Tüm bu veri seti neticesinde Şirket'in 2020-2025 yıllarına ilişkin 6 yıllık net satış projeksiyonu hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminin 2020 yılında Covid-19 pandemisi kaynaklı satışlarda daralmanın yaşanacağı öngörülmüş, 2021-2025 yılında ise yeni ürünlerin üretim ve satışındaki artış ve yurtdışı ihracat pazarlarındaki büyüme hedefleri ile daralmanın telafi edileceği ve 2019-2025 yıllarında arasındaki BYBO'nun %19 olacağı tahmin edilmiştir. Tahminler yapılırken, Şirket'in satışlarındaki hacim büyümesi dikkate alınmış ve mevcut fiyatların reel olarak değişmeyeceği yalnızca enflasyon bazında değişeceği varsayılmıştır.

Gelir Tablosu Projeksiyonu

(TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	51.658.322	68.536.644	91.041.051	115.643.671	142.885.866	170.191.189
% Büyüme (nominal)	-15,8%	32,7%	32,8%	27,0%	23,6%	19,1%
% Büyüme(reel)	-21,7%	22,8%	23,4%	18,2%	15,2%	11,3%
Satışların Maliyeti	41.881.679	54.886.885	72.755.681	92.263.302	113.859.959	135.521.727
% Satışlara Oranı	81,1%	80,1%	79,9%	79,8%	79,7%	79,6%
Brüt Kar	9.776.643	13.649.759	18.285.370	23.380.369	29.025.907	34.669.462
Brüt Kar Marjı	18,9%	19,9%	20,1%	20,2%	20,3%	20,4%
Faaliyet Giderleri	4.849.353	5.925.101	7.253.772	8.644.201	10.127.296	11.588.525
% Satışlara Oranı	9,4%	8,6%	8,0%	7,5%	7,1%	6,8%
Faaliyet Karı	4.927.290	7.724.658	11.031.598	14.736.168	18.898.610	23.080.938
Faaliyet Kar Marjı	9,5%	11,3%	12,1%	12,7%	13,2%	13,6%
Amortisman Gideri	1.777.686	1.748.640	1.729.207	1.806.852	1.862.429	1.753.164
% Satışlara Oranı	3,44%	2,55%	1,90%	1,56%	1,30%	1,03%
FAVÖK	6.704.976	9.473.298	12.760.805	16.543.020	20.761.039	24.834.101
FAVÖK Marjı	13,0%	13,8%	14,0%	14,3%	14,5%	14,6%

- Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında 2020 ilk 3 aylık donemi itibarıyla bilançoda yer alan finansal borç/öz kaynak oranının ileride de yükselmeyeceği iş modelinin %86,23 özsermaye finansmanı ile yapılacağı öngörülmüş ve borç oranı %13,77 alınmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilmiş ve Gedik Yatırım olarak sürdürülebilir olarak makul görülen %13,50 oranı dikkate alınmıştır.
- Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağı kabul edilerek değerlendirilmesinde Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Hisse senedi piyasası risk primi olarak %5,20 kullanılmıştır. Bu oran, %5-5,5 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılan gelen oranlarla uyumludur. Kaynak olarak, New York University Aswath Damodaran'ın dönemsel olarak açıkladığı Ocak 2020 oranı baz alınmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 2020 ilk 3 aylık donemi denetim raporunda açıklanan TL uzun vadeli borçların ortalaması %12,4 olarak belirtilmiş olup, muhafazakar bir bakış açısıyla bu oran %14,0 olarak dikkate alınmıştır. Vergi sonrası bu oran %11,20 olarak hesaplanmaktadır.
- Böylelikle, firmanın ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %17,67 olarak hesaplanmıştır.
- Uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2025 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır.

AOSM	17,67%
Risksiz Getiri Oranı	13,50%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,20%
Ülke Risk Primi	-
Sermaye Maliyeti	18,70%
Öz kaynak Oranı	86,23%
Borçlanma Maliyeti	14,00%
Vergi Oranı	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	11,20%
Borç Oranı	13,77%

Firmaya SNA'lar ve uç değer, %17,67 AOSM ile indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 69.676.812 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 4,35 TL'ye tekabül etmektedir.

İNA Tablosu		2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satış Hasılatı		51.658.322	68.536.644	91.041.051	115.843.671	142.885.866	170.191.189
Büyüme		-15,80%	32,70%	32,80%	27,00%	23,60%	19,10%
Satışların Maliyeti		41.881.679	54.886.885	72.755.681	92.263.302	113.859.959	135.521.727
Brüt Kar Marjı		18,90%	19,90%	20,10%	20,20%	20,30%	20,40%
Faaliyet Giderleri		4.849.353	5.925.101	7.253.772	8.644.201	10.127.296	11.588.525
Faaliyet Karı		4.927.290	7.724.658	11.031.598	14.736.168	18.898.610	23.080.938
Satış hasılatındaki payı		9,50%	11,30%	12,10%	12,70%	13,20%	13,60%
Vergi Oranı		22%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		3.843.287	6.179.726	8.825.278	11.788.934	15.118.888	18.464.760
+ Amortisman		1.777.686	1.748.640	1.729.207	1.806.852	1.862.429	1.753.164
- Yatırım Harcaması		645.000	835.000	625.000	3.730.000	830.000	400.000
- İşletme Sermayesi İhtiyacı		1.932.748	4.108.722	5.485.530	5.996.605	6.639.917	6.655.511
= Serbest Nakit Akımı (SNA)		2.282.418	2.984.645	4.443.955	3.869.181	9.511.400	13.162.403
Uç Değer							109.103.081
AOSM	17,67%						
İskonto Faktörü		0,89	0,75	0,64	0,54	0,46	0,39
SNA'nın Bugünkü Değeri		2.020.241	2.245.145	2.840.961	2.102.125	4.391.650	5.164.904
Uç Değerin Bugünkü Değeri							42.811.862
SNA'nın Bugünkü Değeri	18.765.025						
Uç Değer Büyümesi	5,0%						
Uç Değerin Bugünkü Değeri	42.811.862						
Firma Değeri	61.576.888						
- Finansal Borçlar	8.152.533						
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	16.252.457						
Özsermaye Değeri	69.676.812						
Pay Başına Özsermaye Değeri	4,35						

Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Sonuç (TL)
İNA analizine göre Özsermaye Değeri		69.676.812
Pay Başına Değer	50%	4,35
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri		94.095.560
Pay Başına Değer	50%	5,88
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		81.886.186
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer	100%	5,12

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 81.886.186 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket'in halka arz pay başına değeri 5,12 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan pay birim değerine %31,22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 3,52 TL olarak belirlenmiştir.

GÖRÜŞ

- Yapılan değerlemede “Benzer Şirket” çarpanları yanında İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yönteminin de kullanılmış olmasını olumlu buluyoruz.
- Şirket öz sermaye değeri hesaplanırken İNA ve “Benzer Şirket” çarpanlarına verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerleme çalışmasında sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede diğer genel kabul görmüş çarpanların da kullanılmasının daha iyi olabileceğini düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan çalışmada yurtiçi benzer şirketler için çarpan analizinde medyan değerlerin kullanılmasının doğru bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan Analizinde Borsa İstanbul’da işlem gören yurtiçi benzer şirketler seçiminde yer alan şirketlerin Dinamik Isı’nın faaliyetleri ile bir yakınlığı olmamasından dolayı Ana Pazar ve BİST-100’de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin çarpan analizinde kullanılmasını makul karşılıyoruz.
- Yurtiçi benzerleri seçiminde şirketlerin faaliyetlerinin Dinamik Isı ile karşılaştırılabilir şekilde olmamasından ötürü değerlemede ayrıca benzer faaliyetlere sahip olabilecek yurtdışı şirketlerin çarpanlarının da kullanılmasını olumlu buluyoruz.
- Yurtdışı benzer şirketler piyasa çarpanları analizi yönteminde uç değerlerin hariç tutulmasının doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizinde kullanılan FD/FAVÖK değerleri için baz alınan tarih 05.06.2020 iken fiyat tespit raporunun tarihi 27.07.2020 olarak görünmektedir. Aradan geçen bu zaman diliminde baz alınan benzer şirketlerin FD/FAVÖK değerleri güncelliğini yitirmiş durumdadır. Fakat rapor tarihi olan 27.07.2020 tarihindeki değerler baz alınsaydı BİST-100 şirketlerine göre çarpan analizi sonucu özsermaye değeri yaklaşık %14, BİST-Ana Pazar şirketlerine göre %24 daha yüksek sonuç verecekti.
- İNA analizinde % 5,2 oranındaki hisse senedi piyasası risk primini ve % 5 oranındaki terminal büyüme rakamını makul olduğunu düşünüyoruz.
- “1” olarak belirlenen Beta katsayısının makul olduğunu düşünüyoruz.
- 10 yıllık tahvilin son bir yıllık getirisi olan %13,50 oranının makul olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde satış gelirleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri, ticari işletme sermayesi ihtiyacı, yatırım harcamaları ve amortisman ve net finansal borç veya net nakit gibi detaylı açıklamaların yapılmasını olumlu buluyoruz.
- Şirket’in 2023 yılında önemli sayılabilecek kapasite artışına gideceği anlaşıyor. Bu kapasite artışının ne kadar sürede gerçekleşeceğine yönelik bir detay bulunmuyor. Fakat 2024 ve 2025 yılları için satış gelirleri projeksiyonunda satış gelirlerinin 2023 yılına göre azalacağı varsayılmış görünüyor.
- Halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizine göre hesaplanmış ve %31,22 iskonto uygulanmış 3,52 TL pay başına değeri, yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında makul buluyoruz.