

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

25-08-2020

**“Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi”
Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu**

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) tarafından Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Dinamik Isı, Şirket, İhraççı) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

1. Faaliyet Konusu hakkında

Dinamik Isı, 1991 yılında İzmir’de hizmet vermeye başlamıştır. Şirket, 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, üretimini İzmir – Tire Organize Sanayi Bölgesi’nde bulunan 21.133 m2 kapalı alana sahip fabrikasında gerçekleştirmektedir. 31.03.2020 itibarıyla Şirket bünyesinde 29 ofis personeli ve 82 fabrika personeli olmak üzere toplam 111 personel çalışmaktadır.

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

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Hissedarlık Yapısı

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Metin Akdaş	9.600.000	60,00	9.600.000	38,90
Göksel Gürpınar	6.400.000	40,00	6.400.000	25,90
Halka Arz Edilecek Paylar	-	0,00	8.700.000	35,20
TOPLAM	16.000.000	100,00	24.700.000	100,00

İhraççının finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılatının dağılımı ana faaliyet alanları itibarıyla aşağıda gösterilmiştir.

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	578.298	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	19808	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	817.947	13.001.586

2. Finansal Tablolar

Son 3 yıllık karşılaştırmalı ve 2019, 2020 yılları ilk çeyreğe ait özet gelir tablosu aşağıdadır.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

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	6.869.984	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 Değer 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)
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(1.085.507)	(1.306.621)	(2.254.224)	(353.801)	(358.925)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	134.445	(48.114)	51.748	12.274	(112.670)
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

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım, Dinamik Isı paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; değerleme yöntemleri olarak “Çarpan Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi” yöntemlerini kullanmıştır.

i) Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi;

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. 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 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin de 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak 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.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/Satışlar, şirketin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemede 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-100, Ana Pazar ve yurtdışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

Yurtdışı Benzer Şirket çarpanlarına göre Dinamik Isı’ nın Özsermaye değeri **85.371.868 TL ve Pay başına değer 5,34 TL** olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi Ana Pazar çarpanlarına göre Dinamik Isı’ nın Özsermaye değeri **135.137.260 TL ve Pay başına değer 8,45 TL** olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi Bist-100 çarpanlarına göre Dinamik Isı’ nın Özsermaye değeri **77.936.556 TL ve Pay başına değer 4,87 TL** olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak Bist-100 çarpan sonuçlarına %50, diğer iki çarpana % 25’ er ağırlık verilerek, piyasa çarpanlarına göre Dinamik Isı’ nın **değeri 94.095.560 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri ise 5,88 TL’ye karşılık gelmektedir.**

ii) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi;

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.

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.

AOSM, % 17,67 olarak hesaplanmıştır.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket’in öngörülerini 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.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Buna göre Şirket’ in İNA yöntemlerine göre hesaplanan değerleri sonucunda toplam değer 69.676.812 TL olup, pay başına değer 4,35 TL’ye denk gelmektedir.

C- KULLANILAN YÖNTEMLERE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELERİMİZ

Çarpan Analizine İlişkin;

- Çarpan Analizinde, FD/FAVÖK oranı yanında FD/Satışlar, F/K ve PD/DD gibi oranlarında da kullanılmasının değerlemenin güvenilirliğini artıracak görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde medyan değerlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Fiyat tespit raporu 27.07.2020 tarihli olmakla beraber, çarpan analizinde kullanılan rasyolar 05.06.2020 tarihli dir. Raporda daha güncel verilerin kullanılmasının doğru olacağı görüşündeyiz.
- Bist-100 Şirketleri büyüklük olarak Dinamik Isı ile karşılaştırma yapma açısından daha yüksek bir ölçekte olduğundan bu çarpanın kullanılmamasını daha doğru buluyoruz.
- Çarpan analizinde en düşük Özsermaye değerini veren çarpana %50, diğer 2 çarpana % 25’ er ağırlık verilmesini muhafazakar ve olumlu bir yaklaşım olarak görüyoruz.

İNA Analizine İlişkin;

- ✓ 6 yıllık dönem kullanılmasını makul buluyoruz.
- ✓ Risksiz faiz oranı olarak; 10 yıllık tahvil yerine projeksiyon dönemiyle daha uyumlu 6 yıllık tahvil performansının değerlendirilmesinin daha doğru olacağı görüşündeyiz.
- ✓ Geçmiş veriler ışığında, Şirket için 2021-2025 yılları arasında öngörülen ciro artış oranlarını iddialı buluyoruz.
- ✓ % 5,20’ lik Piyasa Risk primini makul buluyoruz.
- ✓ 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 olacağından dikkate alınmamıştır. Bu yaklaşımı makul buluyoruz.

Sonuç olarak Dinamik Isı için Gedik Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu’nda belirlenen değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanan özsermaye değerleri eşit oranda ağırlıklandırılmış ve % 31,22 halka arz iskontosu neticesinde 3,52 TL birim pay

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

değeri hesaplanmıştır. Uygulanan iskonto oranının ve iskonto sonrası hesaplanan Şirket değerinin makul olduğu görüşündeyiz.

Değerleme Yöntemleri	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlıklandırma
İNA Değeri	69.676.812	50,00 %
Piyasa Çarpanları	94.095.560	50,00 %
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	81.886.186	
Pay Başına Değer	5,12	
Halka Arz İskontosu	31,22 %	
Halka Arz Fiyatı	3,52	

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

GENEL MÜDÜRLÜK

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr

Görüş ve önerileriniz için iletişim elektronik posta adresimiz: info@metroyatirim.com.tr