

## Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 27 Temmuz 2020 tarihli Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Dinamik Isı, Şirket) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### 1- Dinamik Isı Hakkında Özet Bilgi

Dinamik Isı, 1991 yılında İzmir'de kurulmuştur. İnşaat ve tesisat yalıtımı ambalaj ve ısıtma-soğutma iklimlendirme (HVAC) sektörü başta olmak üzere birçok sektöre malzemeler üreten Şirket'in 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 fabrikasında üretimini yaptığı ürünlerin yurtiçi ve yurtdışında satışını yapmaktadır. Üretimi yapılan ürünler aşağıda yer almaktadır:

**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 frigofirik araç ve kamyonlar için üretilen kapalı hücreli ekstrüde polistiren köpük

**Polietilen(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 köpük

**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 köpük, Etilen Vinil Asetat (EVA) köpük ve Etilen Propilen Dien Monomer (EPDM) köpük 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 Köpük:** 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, sert 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 sert çelik tel takviyeli flexible 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

**HVAC Bantları ve Aksesuarları:** Polietilen ve kauçuk köpük yalıtım ürünlerin uygulaması sırasında ortaya çıkan ek yerlerinin ve açıklıkların kapatılmasında kullanılan HVAC bantları ve cam yünü, kaya yünü, polistren, polietilen poliüretan köpük, mantar izolasyon levhaları vb. izolasyon malzemelerinin, düzgün yüzeylere, herhangi bir ilave ekipman kullanmaksızın, montajı için kullanılan yalıtım askı pimi

**Diğer Ürünler:** Isı ve ses yalıtım amacıyla kullanılan Genleştirilmiş Polistiren Köpük (EPS), su yalıtımı için membran ve yapıştırıcı kimyasal ürünler 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.

## 2- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 8.700.000 TL Sermaye Artışı yoluyla planlanmıştır. Şirketin mevcut 16.000.000 TL tutarındaki ödenmiş sermayesi, halka arz sonrası 24.700.000 TL olacaktır. Halka arz fiyatı 3,52 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 30.624.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası şirket değeri ise 86,944,000 TL olacaktır. Talep toplama 27-28 Ağustos 2020 tarihleri arasında gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek 8,7 milyon TL nominal değerli payın %25'ine karşılık gelen ve halka arz sonrasında bir yıl boyunca satışa hazır bekletilecek 2,175,000 TL nominal değerli payların halka arzı da söz konusu olabilecektir. Halka arza bakiyeyi yüklenim yöntemi ile aracılık eden Gedik Yatırım, halka arz süreci sonunda satılmayan tüm payları halka arz fiyatı üzerinden satın alma taahhüdünde bulunmuştur. Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında ihraççının sermayesinde %10 ve üzeri pay sahibi olan ve yönetim hakkına sahip olan ortaklar Metin Akdaş ve Göksel Gürpınar sahip olduğu payları, şirket paylarının işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl süreyle satmama taahhüdü bulunmaktadır. Halka arza aracılık eden Gedik Yatırım'ın bakiyeyi yüklenim nedeniyle ya da halka arz süresinde portföyüne pay alması halinde, bu payları 6 ay süre ile halka arz fiyatının altından satmama taahhüdü bulunmaktadır. Bunun yanında ayrıca ihraççının 1 yıl süreyle satışa hazır bekleyen paylar hariç bedelli sermaye artırım yapılmaması taahhüdü bulunmaktadır. Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %40'ını işletme sermayesinin güçlendirilmesinde, %45'ini yeni yatırım ve kapasite artışlarında, %5'ini Ar-Ge ve laboratuvar yatırımlarının finansmanında, geri kalan %10'luk kısmı da satış dağıtım ve ihracat faaliyetlerinin artırılmasında kullanmayı planlamaktadır.

|  |   |
|--|---|
| Halka arz yöntemi (Nominal)                                      | 8,700,000 TL Sermaye Artışı   |
| Mevcut sermaye (TL)  | 16,000,000 TL   |
| Halka arz büyüklüğü (TL)   | 30,624,000 TL   |
| Halka arz oranı  | %35,2   |
| BİST Kodu  | DNISI   |
| Halka Arz Fiyatı   | 3,52 TL   |
| Satmama taahhüdü ve bedelli sermaye artırım yapılmaması taahhüdü | Hakim ortakların 1 yıl boyunca ellerindeki payları satmama taahhüdü ve satışa hazır bekleyen paylar hariç bedelli sermaye artırım yapılmaması taahhüdü bulunmaktadır. |
| Talep Toplama Tarihi   | 27-28 Ağustos 2020  |

## 3- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

| Ortak           | Pay Grubu | Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı |                |                | Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı |                |                |
|-----------------|-----------|----------------------------------|----------------|----------------|-----------------------------------|----------------|----------------|
|                 |           | Sermaye (TL)                     | Pay (%)        | Oy Hakkı (%)   | Sermaye (TL)                      | Pay (%)        | Oy Hakkı (%)   |
| Metin Akdaş     | A         | 1,440,000                        | 60.00%         | 60.00%         | 1,440,000                         | 38.87%         | 51.05%         |
|                 | B         | 8,160,000                        |                |                | 8,160,000                         |                |                |
| Göksel Gürpınar | A         | 960,000                          | 40.00%         | 40.00%         | 960,000                           | 25.91%         | 34.03%         |
|                 | B         | 5,440,000                        |                |                | 5,440,000                         |                |                |
| Halka Açık      | B         | 0                                | 0.00%          | 0.00%          | 8,700,000                         | 35.22%         | 14.92%         |
| <b>Toplam</b>   |           | <b>16,000,000</b>                | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> | <b>24,700,000</b>                 | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Dinamik Isı İzahname

Şirket payları halka arz öncesinde 2.400.000 TL A grubu nama yazılı, 13.600.000 TL B grubu hamiline yazılı pay olmak üzere toplamda 16.000.000 TL'dir. Halka arzda 8.700.000 TL B grubu hamiline yazılı pay ihraç edilecektir. Şirket esas sözleşmesine göre Yönetim Kurulu üyelerinin en fazla yarısı, A grubu pay sahiplerinin çoğunluğunun önereceği adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilirken, ayrıca A grubu pay sahiplerinin pay

başına 15 oy hakkı bulunmaktadır. A grubu pay sahiplerinin ayrıca tasfiye kararı alınmasında imtiyazı vardır. B grubu payların imtiyazı bulunmamaktadır.

#### 4- Halka Arz Gerekçeleri

- İhraççının işletme sermayesinin güçlendirilmesi,
- Yeni yatırım ve kapasite artışlarının finansmanı,
- Ar-Ge kabiliyetinin geliştirilmesi,
- Satış dağıtım ve ihracat kabiliyetinin artırılması,
- Kurumsallaşma ve şeffaflığın artırılması,
- Halka açık bir şirket olmanın getireceği müşterilere, tedarikçilere ve diğer paydaşlara sağlanacak güvence,
- İhraççının bilinirliğinin artması,
- Rekabet gücüne ve büyümesine olumlu katkısı olacağına düşünülmesi.

#### 5- Finansal Tablolar

| Gelir Tablosu (TL)   | 2017              | 2018              | 2019              | 2019/03           | 2020/03           |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Hasılat</b>   | <b>48,650,780</b> | <b>54,555,446</b> | <b>61,361,124</b> | <b>16,148,422</b> | <b>13,001,586</b> |
| Satışların Maliyeti  | -39,464,469       | -44,948,292       | -48,030,213       | -13,750,392       | -10,462,408       |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>  | <b>9,186,311</b>  | <b>9,607,154</b>  | <b>13,330,911</b> | <b>2,398,030</b>  | <b>2,539,178</b>  |
| 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         | 3,587,282         | 1,490,884         | 748,191           |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler                             | -1,082,799        | -2,094,432        | -2,002,867        | -1,081,250        | -951,024          |
| <b>Esas Faaliyet Karı (Zararı)</b>                             | <b>5,436,834</b>  | <b>6,869,984</b>  | <b>9,745,397</b>  | <b>1,476,543</b>  | <b>1,060,309</b>  |
| 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            |
| <b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b> | <b>5,473,597</b>  | <b>7,393,946</b>  | <b>9,850,435</b>  | <b>1,523,346</b>  | <b>1,065,142</b>  |
| 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          |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>       | <b>4,818,326</b>  | <b>5,796,915</b>  | <b>9,708,335</b>  | <b>1,784,171</b>  | <b>1,793,856</b>  |
| 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         |
| <b>Dönem Karı (Zararı)</b>                                     | <b>3,867,264</b>  | <b>4,442,180</b>  | <b>7,505,859</b>  | <b>1,442,644</b>  | <b>1,322,261</b>  |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

| Bilanço (TL)              | 31.12.2017        | 31.12.2018        | 31.12.2019        | 31.03.2020        |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>    | <b>24,099,949</b> | <b>29,795,701</b> | <b>36,735,574</b> | <b>35,549,101</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 2,643,484         | 11,521,291        | 15,041,745        | 15,431,810        |
| Finansal Yatırımlar       | 396,893           | 190,637           | 802,740           | 820,647           |
| 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         |
| Peşin Ödenmiş Giderler    | 694,403           | 1,058,756         | 1,289,353         | 720,867           |

|  |                   |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Diğer Dönen Varlıklar  | 184,107           | 255,251           | -                 | 5,312             |
| <b>Duran Varlıklar</b>   | <b>19,292,975</b> | <b>23,341,555</b> | <b>24,099,481</b> | <b>23,664,514</b> |
| 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            |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>  | <b>43,392,924</b> | <b>53,137,256</b> | <b>60,835,055</b> | <b>59,213,615</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>   | <b>13,655,250</b> | <b>14,466,363</b> | <b>15,100,591</b> | <b>12,120,484</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar   | 4,164,299         | 3,971,565         | 2,896,696         | 1,035,676         |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları                                       | 1,269,666         | 2,556,827         | 1,983,800         | 2,284,571         |
| Ticari Borçlar   | 4,892,784         | 5,450,934         | 6,579,933         | 5,456,634         |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar                                       | 45,833            | 142,635           | 244,672           | 492,784           |
| Diğer Borçlar  | 1,422,154         | 1,615,755         | 1,792,581         | 180,435           |
| Ertelenmiş Gelirler  | 1,805,481         | 615,794           | 1,391,055         | 2,041,145         |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü   | -                 | -                 | -                 | 340,691           |
| Kısa Vadeli Karşılıklar  | 55,033            | 112,853           | 211,854           | 240,932           |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler  | -                 | -                 | -                 | 47,616            |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>   | <b>2,809,905</b>  | <b>6,861,295</b>  | <b>6,462,921</b>  | <b>6,499,327</b>  |
| 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           |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü   | 765,668           | 645,244           | 582,518           | 695,188           |
| <b>ÖZKAYNAKLAR</b>   | <b>26,927,769</b> | <b>31,809,598</b> | <b>39,271,543</b> | <b>40,593,804</b> |
| Ödenmiş Sermaye  | 16,000,000        | 16,000,000        | 16,000,000        | 16,000,000        |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir (Giderler) | 5,576,535         | 4,235,969         | 4,192,055         | 4,192,055         |
| Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler   | 440,342           | 711,718           | 1,066,017         | 1,066,017         |
| Geçmiş Yıllar Karları  | 1,043,628         | 6,419,731         | 10,507,612        | 18,013,471        |
| Net Dönem Karı veya Zararı   | 3,867,264         | 4,442,180         | 7,505,859         | 1,322,261         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>  | <b>43,392,924</b> | <b>53,137,256</b> | <b>60,835,055</b> | <b>59,213,615</b> |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## 6- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Gedik Yatırım'ın hazırladığı 27 Temmuz 2020 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

### 1. Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) Yöntemi

| 05/06/2020 İtibariyle Değerleme Oranları                |            |
|---|------------|
| Karşılaştırılan Pazarlar                                | FD/FAVÖK   |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Son 12 Ay (1Ç2020) Medyanı    | 7.4        |
| Yurtiçi Son 12 Ay (1Ç2020) Ana Pazar Şirketleri Medyanı | 12.2       |
| Yurtiçi Son 12 Ay (1Ç2020) BİST-100 Şirketleri Medyanı  | 6.7        |
| Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri                  |            |
| TL  | FD/FAVÖK   |
| Son 12 Ay (1Ç2020) FAVÖK                                | 10,431,356 |
| Net Borç / (Net Nakit)                                  | -8,099,924 |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

| Çarpan Analizi Sonuç                                   | Ağırlık     | Sonuç             |
|--|-------------|-------------------|
| <b>Yurtdışı Benzer Şirketler Son 12 Ay (1Ç2020)</b>    |             |                   |
| Özsermaye Değeri                                       |             | 85,371,868        |
| Pay Başına Değer                                       | 25%         | 5.34              |
| <b>Yurtiçi Son 12 Ay (1Ç2020) Ana Pazar Şirketleri</b> |             |                   |
| Özsermaye Değeri                                       |             | 135,137,260       |
| Pay Başına Değer                                       | 25%         | 8.45              |
| <b>Yurtiçi Son 12 Ay (1Ç2020) BİST-100 Şirketleri</b>  |             |                   |
| Özsermaye Değeri                                       |             | 77,936,556        |
| Pay Başına Değer                                       | 50%         | 4.87              |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>             | <b>100%</b> | <b>94,095,560</b> |
| <b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>             |             | <b>5.88</b>       |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Gedik Yatırım piyasa çarpanları yöntemini incelerken, Dinamik Isı'nın hem yurtdışı benzer şirketler ile karşılaştırmasından çıkan sonuçlara, hem de yurtiçinde şirketin faaliyetleri ile uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememesi dolayısıyla Ana Pazar ve BİST-100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketler ile karşılaştırmasından çıkan sonuçlara yer vermiştir.

Bu kapsamda incelenen şirket ve endekslerden çıkan değerlerin medyan değerleri üzerinden analiz gerçekleştirilmiştir. Benzer şirketlerin FAVÖK tarafında 31.03.2020 verileri ile son 12 ay olarak hesaplanarak dikkate alınmıştır. Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Dinamik Isı'nın değeri hesaplanırken, 31.03.2020 döneminden geriye doğru yıllıklandırılmış FAVÖK ile 31.03.2020 dönemine ilişkin net borç (net nakit) verileri kullanılmıştır. Yurtdışı benzer şirketlerin seçiminde, yalıtım, esnek köpük ve XLPE sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Seçilen 15 şirket içerisinde 5 tanesi ayrı FD/FAVÖK değerine sahip olduğu için analiz dışarısında tutulmuştur. Yurtdışı çarpan analizinde Bloomberg veri terminalinden alınan 05.06.2020 tarihindeki veriler kullanılmıştır.

Yurtiçi çarpan analizi tarafında da Ana Pazar ve BİST-100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çarpan analizinde benzer şirketler için Finnet veri programından temin edilen 05.06.2020 tarihli verileri ve şirketlerin söz konusu tarih itibarıyla diğer verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak bulunan değerlerden yurtdışı ve yurtiçi Ana Pazar şirketlerinin karşılaştırılmasından çıkan sonuçlara %25'er, yurtiçi Bist-100 karşılaştırmasından çıkan sonuca da %50 ağırlık verilmiştir. **Daha sonra her segment için bulunan hedef değerler toplanarak, Dinamik Isı için 94,095,560 TL'lik piyasa değerine ve 5.88 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.**

## 2. İndirgenmiş Nakit Akım (İNA) Yöntemi

İNA analizinde Gedik Yatırım tarafından Dinamik Isı'nın gelir tablosu ve bilanço kalemleri, Şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali verileri ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için yapılan tahminler kullanılmıştır. Şirket yönetimi satış projeksiyonlarını, her bir ürün grubundaki yurtiçi ve yurtdışı büyüme öngörülerini iç kaynaklar kullanılarak yapılacak kapasite artışları ve iyileştirmeleri de dikkate alarak oluşturmuştur. Buna göre 2019-2025 arasında yıllık bileşik büyüme oranının %19 olacağı tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminin 2020 yılında Covid-19 pandemisi kaynaklı bir daralma yaşanacağı, sonraki yıllarda ise yeni ürünlerin satış ve üretimindeki artış ve yurtdışı ihracat pazarındaki büyüme hedefleri ile birlikte daralmanın telafi edileceği öngörülmüştür. Brüt kar marjının 2020 yılındaki %18,9 seviyesinden 2025 yılında %20,4 seviyesine yükseleceği varsayılırken, aynı dönemde FAVÖK marjının da %13 seviyesinden %14,6 seviyesine kadar yükseleceği tahmin edilmiştir.

İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken son 3 yıllık ve 2020 1. çeyrek ara dönemdeki ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve ileriye dönük olarak ortalama tahsilat süresinin 85 gün, ortalama borç ödeme süresinin 45 gün ve ortalama stokta kalma süresinin de 50 gün olarak alınmasının makul olacağı kanaatine varılarak tüm projeksiyon dönemi boyunca bu varsayımlar kullanılmıştır. Yatırım harcamaları tarafında, 2023 yılında XLPE köpük ve ekstruder hattı yatırımı için harcanması öngörülen 3mn TL'lik tutar bu sene için tutarı artırırken, diğer yıllar için yatırım harcaması tutarının satışlara oranı %1 civarında kalmaktadır.

Sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık tahvil faizinin 1 yıllık gelişimi incelenmiş ve Gedik Yatırım tarafından %13,5 seviyesinin makul olacağı düşünülmüştür. Risk primi tarafında ise New York Üniversitesinden Aswath Damodaran'ın Ocak 2020'de açıklamış olduğu %5,2 oranı kullanılırken, beta katsayısı 1,00 olarak varsayılmıştır. Borçlanma maliyeti tarafında, Şirketin 2020 ilk 3 ayında uzun vadeli TL borçlanma oranının %12,4 olarak belirtilmesine karşılık temkinli tarafta kalmak adına Gedik Yatırım tarafından bu oran %14 olarak dikkate alınmıştır. Kurumlar vergisi oranı da %20 olarak kullanılırken, böylelikle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 17,67% olarak hesaplanmıştır. Nihai büyüme oranı %5 olarak baz alınmıştır. **Yapılan hesaplamalar sonucunda, 69,676,812 TL hedef değere ulaşılmış, pay başına ise 4,35 TL değer ortaya çıkmıştır.**

| <b>İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi</b>    | <b>(TL)</b>       |
|--|-------------------|
| Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri | 18,765,025        |
| Nihai Büyüme Oranı                       | 5.0%              |
| Nihai Değerin Bugünkü Değeri             | 42,811,862        |
| Firma Değeri                             | 61,576,888        |
| Net Borç / (Net Nakit)                   | -8,099,924        |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                  | <b>69,676,812</b> |
| <b>Pay Başına Özsermaye Değeri</b>       | <b>4.35</b>       |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## 7- Sonuç

Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden bulunan hedef piyasa değerlerine eşit ağırlık verilerek nihai değer hesaplaması gerçekleştirilmiştir. **Sonuç olarak Dinamik İsi için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri 81.886.186 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 16.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 5,12 TL'ye karşılık gelmektedir. Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %31,22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 3,52 TL olarak belirlenmiştir.**

| <b>Değerleme Yöntemi</b>                | <b>Piyasa Değeri (TL)</b> | <b>Hisse Başına Değerler (TL)</b> |
|---|---------------------------|-----------------------------------|
| Piyasa Çarpanları Yöntemi               | 94,095,560                | 5.88                              |
| İNA Yöntemi                             | 69,676,812                | 4.35                              |
| <b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b> | <b>81,886,186</b>         | <b>5.12</b>                       |
| <b>İskontolu Şirket Değeri (%31,22)</b> | <b>56,320,000</b>         | <b>3.52</b>                       |

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## Gedik Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Dinamik İsi fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, şirketin gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu kanısındayız. Oyak Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Uygulanan çarpan analizi ve İNA yöntemlerinin şirket değerini yansıtmakta yeterli olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde şirketin değerini yansıtması açısından FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul bulmakla birlikte FD/Satışlar ve F/K çarpanlarına da bakılmasının uygun olabileceği görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde medyan kullanılmasını ve yurtdışı çarpan analizinde uç değerlerin değerlendirme dışarısında tutulmasını da uygun bulmakla beraber, uç değerlerin dışarıda bırakılması uygulamasının yurtiçi çarpanlar tarafında da yapılabileceğini düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde rapor tarihi (27.07.2020) ile değerlerin alındığı tarih (05.06.2020) arasında zaman farkı bulunmaktadır. Değerlerin rapor tarihine daha yakın bir tarihteki değerler baz alınarak hesaplanmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.

- İNA analizinde genel olarak yer alan açıklamaların yeterli olduğu düşüncesindeyiz.
- Tahmin periyodunun 5 yıl olması dolayısıyla risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık tahvil yerine 5 yıllık tahvilin gelişiminin de dikkate alınabileceğini düşünüyörüz.
- Uygulanan %31,22 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Dinamik İsı için %31,22 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 3,52 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyörüz.

## Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yonteme bağı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerleme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BİST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BİST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

## Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

## Uyarı Metni

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.