

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	DNISI
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	27-28 Ağustos 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	16.000.000 TL
Sermaye Artırımı	8.700.000 TL
Ortak Satış	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	24.700.000 TL
Halka Açıklık Oranı	35,22%
Talep Toplama Fiyatı	3,52 TL
Halka Arz Büyüklüğü	30.624.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	56.320.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	86.944.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/03	7,63
FD/FAVÖK 2020/03	4,62
PD/DD 2020/03	1,39

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/03	11,77
FD/FAVÖK 2020/03	4,62
PD/DD 2020/03	1,22

## Özet Bilgi

- Dinamik Isı, 1991 yılında İzmir'de kurulmuş 1993 yılında yalıtım alanına yönelmiştir. 2003 yılında alınan yatırım kararıyla sanayiciliğe adım atılmıştır. Şirket faaliyetlerini İzmir'deki merkez ofisinde sürdürmektedir. İnşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj ve ısıtma-soğutma-iklimlendirme (HVAC) sektörü başta olmak üzere birçok sektöre malzemeler üretmektedir.
- 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.
- Dinamik Isı, üretimini İzmir-Tire Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan 21.133 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip fabrikasında gerçekleştirmektedir. Söz konusu fabrika, PE, XPS ve XLPE olmak üzere 3 ana bölümden oluşmaktadır.
- 31.03.2020 itibariyle Şirket bünyesinde 29 ofis personeli ve 82 fabrika personeli olmak üzere toplam 111 personel çalışmaktadır.
- Şirket'in ürün portföyünde; ekstrüde polistiren (XPS) köpük, polietilen (PE) köpük, yüksek yoğunluklu polietilen (HDPE) köpük, çapraz bağlı polietilen (XLPE) köpük, laminasyonlu kauçuk köpüğü, şekillendirilmiş endüstriyel ürünler ve ticari ürünler bulunmaktadır.
- Şirket, 2004 yılı Temmuz ayına İzmir Tire'de 5.000 m<sup>2</sup> lik alan üzerinde 2.500 m<sup>2</sup> 'lik kapalı alana sahip Climaflex ve Dynaflex PE markaları ile üretim yapan PE Isı Yalıtım Köpüğü tesisleri devreye almıştır.
- Şirket, 2020 yılı içinde XLPE köpük bölümüne yapılacak makine ve ekipman yatırımı ile dağcılık, askeri mat, pilates, yüzme, jimnastik gibi spor aktivitelerinde kullanılmak üzere ürünler üretecektir. COVID-19 etkisi nedeni ile ihtiyaç duyulan tek kullanımlık önlüklerin yapımında kullanılan kumaşların üretimi içinde laminasyon makinesi devreye alınmıştır.
- Dinamik Isı, Ubuntu, Dynafoam Board, Dynaflex Rubber, Dinamik Yalıtım Çözüm, Mantoplus Dynafoam Board, Dynaprofil, Dynaakustik, Dynafix, Dynaprofil, Dinamikflex, Dynatape, Dynaflex, Dynafoam, Dynapim, Dyna jacket, Climaphon, Dinamik, ve Climaflex olmak üzere 18 markaya sahiptir.
- Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %40'ını işletme sermayesinin güçlendirilmesi, %45'ini yeni yatırım ve kapasite artışı, %5'ini Ar-Ge ve laboratuvar yatırımları finansmanı ve %10'unu ise satış dağıtım ve ihracat faaliyetlerinin artırılmasında kullanmayı planlamaktadır.

## Ortaklık Yapısı

Dinamik Isı Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Metin Akdaş	9.600.000	60,0%	9.600.000	38,9%
Göksel Gürpınar	6.400.000	40,0%	6.400.000	25,9%
Halka Arz Edilecek Paylar		0,0%	8.700.000	35,2%
<b>Toplam</b>	<b>16.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>24.700.000</b>	<b>100,0%</b>

## Mali Tablolar

<b>Dinamik Isı Bilanço (TL)</b>				
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2017/12</b>	<b>2018/12</b>	<b>2019/12</b>	<b>2020/03</b>
<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
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	14.780.196	10.256.782	13.513.305	11.388.275
Diğer Alacaklar	56.664	70.276	38.754	38.754
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari 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
Kullanım Hakkı Varlıkları			1.656.248	1.550.634
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>KAYNAKLAR</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
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	368.250	117.574	67.064	73.111
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	4.524.534	5.333.360	6.512.869	5.383.523
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
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	686.321	889.435	553.553	
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	735.833	726.329	1.239.028	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
Çalışanlara Sağ.Fayd. İlişkin Kısa Vad. Karş.	19.656	31.511	44.104	92.693
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	35.377	81.342	167.750	148.239
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
Çalışanlara Sağ.Fayd.İlişkin Uzun Vad. Karş.	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 Yen. Sınıf. Bir.Diğ. Kap. Gelirler	5.576.535	4.235.969	4.192.055	4.192.055
Yeniden Değ.ve Ölç. Kazançları (Kayıpları)	5.576.535	4.235.969	4.192.055	4.192.055
Maddi Duran Varlık Değ. Artışları (Azalışları)	5.660.261	4.285.418	4.285.418	4.285.418
Tanım. Fayda Plan.Yen. Ölç. Kznç.(Kayıpları)	-83.726	-49.449	-93.363	-93.363
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	440.342	711.718	1.066.017	1.066.017
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	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: Fiyat Tespit Raporu

Dinamik Isı Gelir Tablosu						
TL	2017/12	2018/12	2019/12	2019/03	2020/03	Son 4Ç
Hasılat	48.650.780	54.555.446	61.361.124	16.148.422	13.001.586	58.214.288
Yıllık Değişim		12,1%	12,5%		-19,5%	
Satışların Maliyeti	-39.464.469	-44.948.292	-48.030.213	-13.750.392	-10.462.408	-44.742.229
Yıllık Değişim		13,9%	6,9%		-23,9%	
<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>	<b>13.472.059</b>
Yıllık Değişim		4,6%	38,8%		5,9%	
Brüt Kar Marjı	18,9%	17,6%	21,7%	14,8%	19,5%	23,1%
Genel Yönetim Giderleri	-1.663.885	-1.155.720	-1.670.294	-441.629	-462.428	-1.691.093
Pazarlama Giderleri	-2.073.556	-3.696.569	-3.499.635	-889.492	-813.608	-3.423.751
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-1.283	0	0	0	0
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>5.448.870</b>	<b>4.754.865</b>	<b>8.160.982</b>	<b>1.066.909</b>	<b>1.263.142</b>	<b>8.357.215</b>
Yıllık Değişim		-12,7%	71,6%		18,4%	
Faaliyet Kar Marjı	11,2%	8,7%	13,3%	6,6%	9,7%	14,4%
Amortisman	717.830	1.182.932	1.955.187	379.772	498.726	2.074.141
<b>FAVÖK1</b>	<b>6.166.700</b>	<b>5.937.797</b>	<b>10.116.169</b>	<b>1.446.681</b>	<b>1.761.868</b>	<b>10.431.356</b>
Yıllık Değişim		-3,7%	70,4%		21,8%	
FAVÖK1 Marjı	12,7%	10,9%	16,5%	9,0%	13,6%	17,9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.070.763	4.210.834	3.567.282	1.490.884	748.191	2.824.589
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.082.799	-2.094.432	-2.002.867	-1.081.250	-951.024	-1.872.641
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>5.436.834</b>	<b>6.869.984</b>	<b>9.725.397</b>	<b>1.476.543</b>	<b>1.060.309</b>	<b>9.309.163</b>
Yıllık Değişim		26,4%	41,6%		-28,2%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>6.154.664</b>	<b>8.052.916</b>	<b>11.680.584</b>	<b>1.856.315</b>	<b>1.559.035</b>	<b>11.383.304</b>
Yıllık Değişim		30,8%	45,0%		-16,0%	
FAVÖK2 Marjı	12,7%	14,8%	19,0%	11,5%	12,0%	19,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	36.763	492.761	195.575	15.862	11.117	190.830
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0	0	0	0
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü	0	31.201	-90.537	30.941	-6.284	-127.762
<b>Finansman Gel. (Gid.) Öncesi Faal. Karı (Zararı)</b>	<b>5.473.597</b>	<b>7.393.946</b>	<b>9.830.435</b>	<b>1.523.346</b>	<b>1.065.142</b>	<b>9.372.231</b>
Finansman Gelirleri	221.481	3.219.031	2.180.080	587.723	1.413.077	3.005.434
Finansman Giderleri	-876.752	-4.816.062	-2.302.180	-326.898	-684.363	-2.659.645
<b>Sürdürülen Faal. 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>	<b>9.718.020</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-951.062	-1.354.735	-2.202.476	-341.527	-471.595	-2.332.544
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-1.085.507	-1.306.621	-2.254.224	-353.801	-358.925	-2.259.348
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	134.445	-48.114	51.748	12.274	-112.670	-73.196
<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>	<b>7.385.476</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Değerleme

- Gedik Yatırım, Dinamik Isı'nın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Dinamik Isı özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Gedik Yatırım tarafından Dinamik Isı'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Yurtiçi benzer şirketler olarak işlem hacmi yüksek BİST-100 şirketlerine bakıldığında Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememiş, 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.

## Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

- Yurtdışı benzer şirketler, yalıtım, esnek köpük ve XLPE sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerden seçilmiştir.
- Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan analizinde Dinamik Isı ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 15 şirketin 5'i aykırı FD/FAVÖK değerlerine sahip olduğundan analize dahil edilmemiş olup 5 Haziran 2020 tarihli değerler ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 7,4 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır. Fiyat tespit raporunun 27 Temmuz 2020 tarihli olmasına rağmen piyasa çarpanlarının hesaplanmasında 5 Haziran 2020 tarihli değerlerin kullanılmış olmasını resmi kurumların onay süreçlerini göz önünde bulundurduğumuzda anlaşılır bulmaktayız.

### Yurtdışı Benzer Şirket Son 12 Ay (1Ç2020)

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
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>5,34</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Yurtiçi Ana Pazar Çarpan Değerleri

- Yurtiçi çarpan analizinde, Ana Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır.
- Yurtiçi Ana Pazar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 12,2 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri	
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
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>8,45</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Yurtiçi BİST100 Çarpan Değerleri

- Yurtiçi çarpan analizinde, BİST100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır.
- Yurtiçi BİST100 şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 6,7 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurtiçi BİST100 Şirketleri	
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
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>4,87</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak çarpan değerlemesinde yurtdışı benzer şirketler ve yurtiçi ana Pazar şirketleri çarpan değeri %25, yurtiçi BİST100 şirketleri çarpan değeri %50 ağırlıklandırılarak 94.095.560 TL piyasa değeri tespit edilmiş olup pay başına değer 5,88 TL olarak hesaplanmıştır. En düşük değeri veren yurtiçi BİST100 şirketleri çarpan değerine yüksek ağırlık vererek değerlendirilmesini makul bulmaktayız.

Çarpan Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirketler Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri	25%	85.371.868
Pay Başına Değer		5,34
Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri	25%	135.137.260
Pay Başına Değer		8,45
Yurtiçi BİST100 Şirketleri Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri	50%	77.936.556
Pay Başına Değer		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: Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- **Satışlar:** Dinamik Isı'nın projeksiyonları "tüme varım" yaklaşımıyla Şirket'in ürün grubundaki yurtiçi ve yurtdışı büyüme öngörülere, yapılacak kapasite artışı ve iyileştirmeler dikkate alınarak kırılımlandırılarak oluşturulmuş ve Gedik Yatırım'ın yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda Şirket'in 2020-2025 yıllarına ilişkin 6 yıllık satış projeksiyonu hesaplanmıştır. 2020 yılında Covid-19 pandemisi kaynaklı satışlarda daralmanın yaşanacağı öngörülmüş 2021-2025 yıllarında ise yeni ürün satışındaki artış ve ihracat pazarlarındaki büyüme hedefleri ile daralmanın telafi edileceği ve 2019-2025 yıllarında BYBO'nun %19 olacağı tahmin edilmiştir. 2020 yılının ilk çeyreğinde ciroda yaşanan %19,5'lik daralmaya paralel pandemi nedeniyle 2020 yılındaki %13,9 daralma öngörüsünü makul karşılamaktayız. Ancak salgına dair belirsizliklerin devam ediyor olması ve küresel olarak vaka sayılarındaki artış göz önünde bulundurulduğunda ihracat kanallarının bu durumdan olumsuz etkilenebileceği göz önünde bulundurulurken 2021 ve 2022 yılları için ciroda öngörülen %22,8 ve %23,4'lük reel büyümenin sebeplerinin daha detaylandırılması gerektiği kanaatindeyiz. Şirketin mevcut üretim kapasitesi ve kapasite kullanım oranları ile projeksiyon döneminde yapılacak yatırımlarla ulaşılması planlanan kapasite ve KKO'dan bahsedilerek büyümenin gerekçelerinin daha detaylı gösterilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinde genel yönetim giderlerinin ağırlıklı olarak sabit giderlerden oluşması ve satış ve pazarlama giderlerinin de büyük kısmının hasılat artışına kıyasla düşük kalacağına dair şirket yönetimi öngörülerine karşın muhafazakar bir bakış açısıyla genel yönetim giderlerinin ¼'ünün değişken, satış ve pazarlama giderlerinin ise 3/4'ünün değişken olacağı varsayımıyla hesaplama yapılmıştır. Sabit giderler ise Gedik Yatırım'ın enflasyon tahminlerine göre artırılmıştır. Geçmiş yıl faaliyet giderlerinin satışlara oranının %7,7-8,9 bandında olması göz önünde bulundurulurken faaliyet giderlerinin projeksiyonunda 2020 yılında Covid-19 kaynaklı satışlardaki daralmanın etkisiyle faaliyet giderlerinin satışlara oranının %9,4'e ulaşması, 2021-2025 yılların ise bu oranın kademeli olarak %6,8'e inmesi tarafımızca makul görülmektedir.
- **Brüt Kar Marjı:** Şirketin 2019 yılında %21,7 ve 2020 yılı ilk çeyreğinde %19,5 olan brüt kar marjı 2020 yılında %18,9 olarak öngörülmüş, 2021-2025 yılları için ise %20-20,4 bandında olacağı kabul edilmiştir.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari alacak tahsilat süresi, borç ödeme vadeleri ve stokta kalma süresi son 3 yıllık ve 2020 birinci çeyrek ortalamaları incelenerek ortalama tahsilat süresi 85 gün, ortalama borç ödeme süresi 45 gün, stokta kalma süresinin 50 gün olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca kullanılmış olup tarafımızca makul görülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 yıllarında kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları yapmayı planlamaktadır. Şirketin öngördüğü yüksek reel satış büyümeleri için varsayılan yatırım harcamalarının reel satışlara olan etkisinin spesifik olarak gösterilerek yatırım ve ciro büyümesi ilişkisinin biraz daha detaylandırılması gerektiği kanaatindeyiz.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Gedik Yatırım İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilerek risksiz getiri oranı %13,50 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Sermaye piyasası risk primi:** %5,20 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

- **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %18,70 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in 2020 yılı 3 aylık dönemi denetim raporunda açıklanan uzun dönem vadeli borçların ortalaması %12,4 olarak belirtilmiş olup muhafazakâr tarafta kalmak amacıyla %14 olarak dikkate alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır. Vergi sonrası bu oran %11,20 olarak hesaplanmaktadır.
  - **Özkaynak Oranı:** %86,23 olarak kullanılan özkaynak oranı tarafımızca finansal borçlar ve özkaynak içerisindeki payının alınmasıyla %83,3 olarak hesaplanan değerden yüksek olması sebebiyle tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %17,67 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** Enflasyondaki düşüş beklentisi dikkate alınarak %5 olarak varsayılmıştır.
  - Sonuçta İNA'dan şirket için 61.576.888 TL firma değerinden, 8.152.533 TL finansal borç düşülerek ve 16.252.457 TL nakit ve nakit benzerleri eklenerek 69.676.812 TL piyasa değerine ulaşılmış olup pay başına değer 4,35 TL olarak hesaplanmıştır.

#### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Baş. Değeri
İNA	50%	69.676.812	4,35
Çarpan Analizi	50%	94.095.560	5,88
<b>Sonuç</b>	<b>100%</b>	<b>81.886.186</b>	<b>5,12</b>
Halka Arz İskontosu			31,22%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>3,52</b>

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/03	7,63
FD/FAVÖK 2020/03	4,62
PD/DD 2020/03	1,39

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/03	11,77
FD/FAVÖK 2020/03	4,62
PD/DD 2020/03	1,22

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %31,22 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,52 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %31,22'lik iskontonun makul olduğunu, artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.



## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Dinamik Isı'nın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Dinamik Isı özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Dinamik Isı'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı ve 31.03.2020 verileri son 12 ay olarak kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanı piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan bir çarpan olmasına rağmen Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının kullanılmamış olmasını bir eksiklik olarak addediyoruz.
- İNA'da 2021 ve 2022 yılları için ciroda öngörülen %22,8 ve %23,4'lük reel büyümenin sebeplerinin daha detaylandırılması gerektiği kanaatindeyiz. Şirketin mevcut üretim kapasitesi ve kapasite kullanım oranları ile projeksiyon döneminde yapılacak yatırımlarla ulaşılması planlanan kapasite ve KKO'dan bahsedilerek büyümenin gerekçelerinin daha detaylı gösterilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %31,22 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,52 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.
- 3,52 TL pay başı fiyatla Şirket'in halka arz öncesi FD/FAVÖK çarpanı 4,62 ve F/K çarpanı 7,63 seviyesinde olup tarafımızca makul seviyededir. Dolayısıyla uygulanan %31,22'lik iskontonun makul olduğunu, artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerinde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Dinamik Isı halka arz fiyatının tespit edilmesinde %31,22 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 3,52 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.