

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

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

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. Raporla yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 21 Ağustos 2020 tarihinde KAP'ta yayınlanan Dinamik Isı Makine Yalıtım Malzemeleri San. Tic. 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.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

12.08.1991 tarihinde İzmir'de faaliyetlerine başlayan Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Tic. A.Ş. ("Dinamik Isı" veya "Şirket") inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj ve ısıtma-soğutma-iklimlendirme sektörleri başta olmak üzere çeşitli sektörlerde malzeme üretmektedir. Şirketin mevcut yapısında Metin Akdaş (%60) ve Göksel Gürpınar (%40) olmak üzere iki ana ortağı bulunmaktadır.

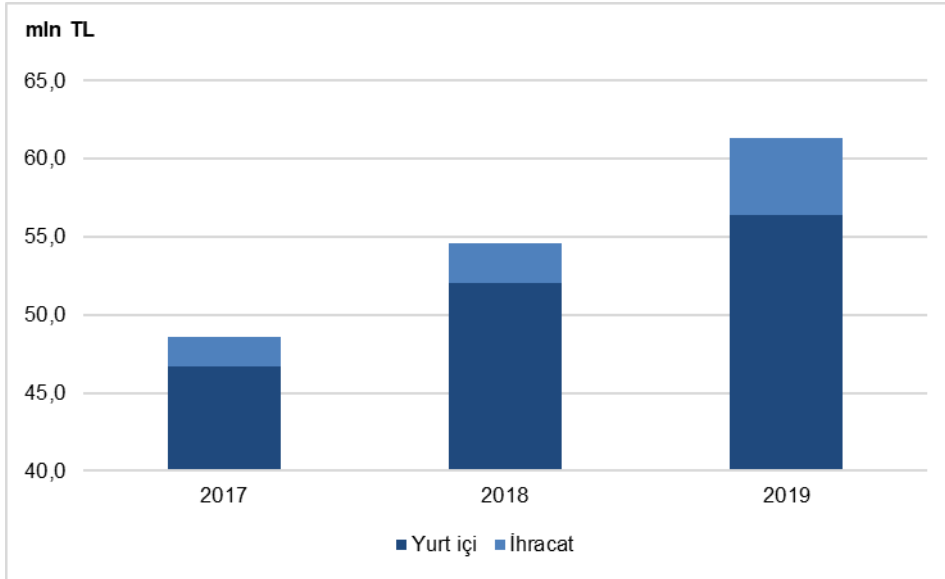
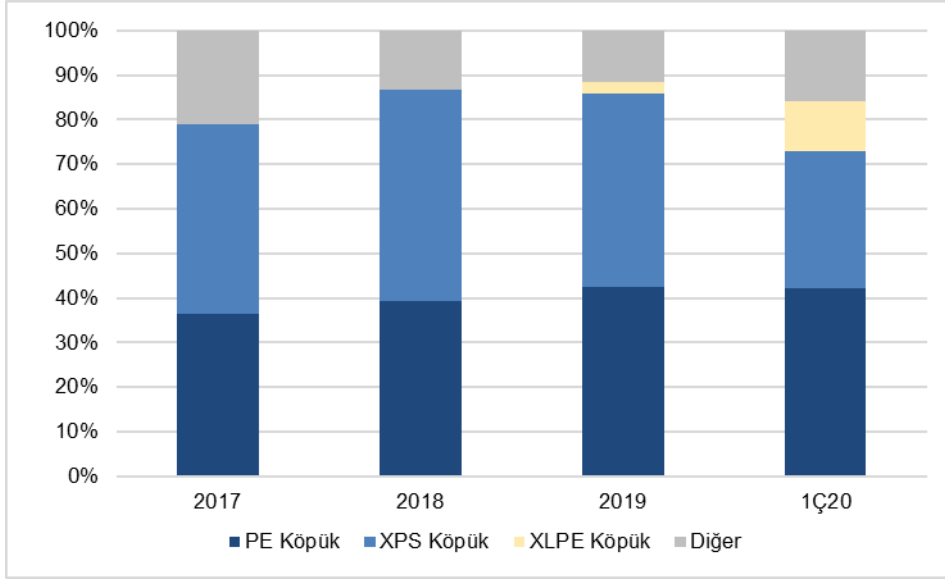
Dinamik Isı ana faaliyet konusu başta polietilen ve polistiren olmak üzere inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj, HVAC, spor, sağlık, otomotiv ve eğlence sektörlerine İzmir Tire'deki fabrikasında ürettiği ürünlerin satışlarıdır. Şirketin ürün portföyü içerisinde ekstrüde polistiren (XPS) köpük, polietilen (PE) köpük, yüksek yoğunluklu polietilen (HDPE) köpük, çapraz bağlı polietilen (XLPE) köpük laminasyonlu kauçuk köpüğü, şekillendirilmiş endüstriyel ürünler ve ticari ürünler yer almaktadır. Şirketin fabrikası 21.133 m2 kapalı alana sahip olup PE, XPS ve XLPE olmak üzere üç ana bölümden ibarettir ve toplamda 9,7 bin ton üretim kapasitesine sahiptir.

Üretim tesislerinin 2019 yılında kapasite kullanımı %38 düzeyinde gerçekleşirken 2018 ve 2017 yıllarında ise bu oran %41 ve %43 düzeyindedir. 1Ç20 itibarıyla ise kapasite kullanımı %33 olurken geçen yılın aynı dönemine göre 8 puanlık bir düşüş gerçekleşmiştir. Satışlar 2019 sonu itibarıyla 61,4 milyon TL düzeyinde iken bu rakam bir önceki yıla göre yaklaşık %12'lik bir artışa işaret etmektedir. 1Ç20'de ise 13,0 milyon TL düzeyindeki satış rakamı ise yıllık bazda %7'lik bir artış kaydetmiştir. Ürün dağılımına bakıldığında yıllar itibarıyla XPS köpük ve PE köpük satışların ağırlıklı kısmını (2019 sonu itibarıyla yaklaşık %86) oluşturmaktadır. Son üç yıl içerisinde satışlar içerisindeki payını en çok artıran ürün PE (2017'de %36'dan 2019'da %42'ye) olmuştur. Şirketin satışları özellikle inşaat ve yapı sektörünün dinamiklerinden direkt olarak etkilenmektedir.

Faaliyet karlılığına bakıldığında ise brüt marjın 2019'da yıllık bazda yaklaşık 4 puan gelişim kaydederek %21,7 seviyesine çıktığı görülüyor. 1Ç20'de de brüt marj yıllık bazda 4,7 puan artışla %19,5 seviyesine ulaşmış durumda. Özellikle brüt marjdaki bu gelişimin VAFÖK marjına da yansımaları söz konusu. 2019'da yıllık bazda 5,6 puan yükselişle %16,5 olan VAFÖK marjı 1Ç20'de de yıllık bazda 4,6 puan artarak %13,6 oldu. Böylece VAFÖK 2019 yılında 10 milyon TL ile yıllık bazda yaklaşık %68 artış kaydetti.

Dinamik Isı halka arz sonucunda elde edeceği net gelirleri işletme sermayesi güçlendirilmesi, kapasite artışı, AR-GE ve laboratuvar yatırımı ve satış-dağıtım ihracat faaliyetlerinin artırılması amacıyla kullanmayı hedeflediğini açıklamıştır.

Gelirlerin Kırılımı



2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Dinamik Isı Makine Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Talep Toplama Tarihi	27-28 Ağustos 2020
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 8.700.000 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	Borsada Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	3,52 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	86.944.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	30.624.000 TL
Halka Arz Oranı	%35,2
Fon Kullanım Yeri	Halka arz sonucunda elde edeceği net gelir işletme sermayesi güçlendirilmesi, kapasite artışı, AR-GE ve laboratuvar yatırımı ve satış-dağıtım ihracat faaliyetlerinin artırılması amacıyla kullanılacaktır.

3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
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 Açık Kısım			8.700.000	%35,2
TOPLAM	16.000.000	%100,0	24.700.000	%100,0

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım, Dinamik Isı'nın paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları ("İNA") analizlerini kullanmıştır.

4.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde yurt dışı benzer şirketler, yurt içi ana pazar ve BIST-100 çarpanları olmak üzere FD/VAFÖK çarpanı üzerinden üç farklı analiz yapılmış ve bunlara toplam değerlendirme içinde sırasıyla %12,5, %12,5 ve %25 pay verilmiştir.

Yurt dışı şirketlerin çarpan analizinde Dinamik Isı'nın faaliyet gösterdiği yalıtım, esnek köpük ve XLPE sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler seçilmiştir. Fiyat tespit raporunda 15 benzer şirkete yer verilmiş bunlardan çarpanları çok yüksek olan beş tanesi ayrıştırlarak analiz dışında tutulmuştur. Kalan 10 şirketin son 12 aylık (1Ç20) gerçekleşmiş FD/VAFÖK çarpanlarının medyanı olan 7,4 çarpanı analize temel teşkil etmektedir. Bu çarpanın Dinamik Isı'nın 1Ç20 itibarıyla son 12 aylık gerçekleşmiş VAFÖK rakamına uygulanması sonucunda özsermaye değeri 85,4 milyon TL (hisse başına 5,34 TL) olarak saptanmıştır.

Yurt içi tarafta ise ana pazar çarpan analizinde finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler dışındaki ana pazar şirketlerinin verileri kullanılmıştır. Bu şirketlerin 1Ç20 itibarıyla son 12 aylık gerçekleşmiş rakamlar üzerinden FD/VAFÖK çarpanının medyanı 12,2 olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan üzerinden bulunan özsermaye değeri ise 135,1 milyon TL olup hisse başına 8,45 TL'ye denk gelmektedir.

Yine yurt içi tarafta kullanılan bir diğer yöntem ise BIST-100 çarpan analizidir. Bu analizde BIST-100 içerisindeki finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin dışında yer alanların 1Ç20 itibarıyla son 12 ay gerçekleşmiş rakamlar üzerinden FD/VAFÖK çarpanının medyanı 6,7 olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan üzerinden özsermaye değeri 77,9 TL olup hisse başına 4,87 TL'ye denk gelmektedir.

4.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, altı yıllık (2020-25) projeksiyonlara dayandırılarak yapılmıştır. İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranı olarak Gedik Yatırım %13,5 oranını makul kabul etmiştir. Hisse senedi risk primi %5,2 beta katsayısı ise 1.0 olarak alınmıştır. Terminal büyüme hızı %5,0 olarak hesaplamalara katılmıştır. Son olarak vergi oranı %20 olarak alınmıştır. Bu varsayımlar sonucunda özsermaye maliyeti %18,7 hesaplanmıştır. Borçlanma maliyeti ise %14,0 kabul edilmiştir ve vergi sonrası borçlanma maliyeti %11,2'ye denk gelmektedir. Özsermayenin oranı %86,2 olarak öngörülürken borçlanma oranı ise %13,8 alınmıştır. Böylece ağırlıklı sermaye maliyeti %17,7 olarak hesaplanmaktadır. Bu iskonto varsayımıyla hesaplanan serbest nakit akışlarının toplam değeri 69,7 milyon TL'ye veya hisse başına 4,35 TL'ye denk gelmektedir.

Piyasa çarpanları (yurt dışı benzerler %12,5, yurt içi ana pazar %12,5 yurt içi BIST-100 %25) ve indirgenmiş nakit akımları (%50) analizlerinin ağırlıklandırılması sonucunda özsermaye değeri 81.886.186 TL (hisse başına 5,12 TL) olarak bulunmuş, %31,2 halka arz iskontosu uygulanarak nihai özsermaye değeri olan 56.320.000 TL'ye ulaşılmıştır. Bu özsermaye değerine tekabül eden birim pay fiyatı ise 3,52 TL'dir.

5. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Dinamik Isı için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme aşamasında, "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz. Öte yandan hem "İNA" hem de "Çarpan Analizi" yöntemleri için aşağıda belirttiğimiz bazı çekincelere sahibiz.

Çarpan Analizi: Çarpan Analizinde yurt dışı benzerlerin önemli bir kısmının Dinamik Isı'dan çok daha yüksek piyasa değerlerine sahip olması analizin karşılaştırılabilir olmasını belli bir ölçüde engellemektedir. Yurt içi çarpan analizinde ise hem ana pazar hem BIST-100 şirketlerinin medyan değerlerinin kullanılması çarpan analizinin özündeki benzer faaliyet konusuna sahip şirketlerin karşılaştırılması ilkesiyle tam olarak örtüşmemektedir. Dolayısıyla yurt dışında büyüklük olarak yakın şirketlerin kullanıldığı ve yurt içi çarpanların hiç dahil edilmediği ve en nihayetinde Çarpan Analizi kısmına toplam değerlendirme içinde %50'den daha az pay verilerek daha makul bir değerlemeye ulaşılabildi.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi: 2020 yılı için satışlarda Kovid-19 kaynaklı ihtiyatlı bir daralma (yaklaşık %16) daralma öngörülmesini makul buluyoruz ancak 2021 yılında %33 büyümeye satışların 2019 seviyesinin de üzerine çıkması beklentisini virüse dair belirsizlikler nedeniyle potansiyel bir risk unsuru olarak değerlendiriyoruz. Bunun dışındaki genel İNA varsayımlarının mevcut koşullarla genel çerçeveye itibariyle uyumlu olduğu kanısındayız.

Belirttiğimiz çekincelere rağmen %31,2 halka arz iskontosuyla ulaşılan 3,52 TL'lik birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.