



DİNAMİK ISI MAKİNA YALITIM MALZEMELERİ SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

AĞUSTOS 2020



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ	6
IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM	9
V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	10
VI. DEĞERLEME	11
VII. SONUÇ	20
VIII. GÖRÜŞ	21

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Gedik Yatırım") lider aracı kurum olduğu Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri San. Tic. A.Ş. (kısaca "Dinamik Isı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 16.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 24.700.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 8.700.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 2.175.000 TL nominal - Satışa Hazır Bekletilen Paylar*
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyatla Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 3,52 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 30.624.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %35,22
Halka Arz Tarihi	■ 27-28 Ağustos 2020
Halka Arz Lideri	■ Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakiyeyi Yüklenim
Aracılık Yöntemi	■ Şirket, payların Borsa İstanbul A.Ş.'de (kısaca "Borsa" veya "BİAŞ") işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca bedelli sermaye artışı yapmayacağını ve dolaşımdaki pay sayısını artırmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Şirket'in mevcut iki ortağı sahip oldukları Dinamik Isı paylarını, Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca satmayacaklarını, dolaşımdaki pay sayısını artırmayacaklarını, Borsa dışında yapılacak satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını taahhüt etmişlerdir. Ortaklar ayrıca satışa hazır bekletilen paylar tamamen satılmadığı sürece izahnamenin KAP'ta ilan edildiği tarihten itibaren 1 yıl süre ile Şirket'te sahip oldukları payları satmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	■ Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. payların borsada işlem görmeye başlamasını takiben 30 gün boyunca fiyat istikrarı işlemlerinde bulunmayı planlamaktadır. ■ Fiyat istikrarı işlemlerinde halka arzdan elde edilecek brüt fon tutarının %20'si olan 6.124.800 TL'lik fon kaynak olarak kullanılacaktır.

* Satışa hazır payların tamamının satılması durumunda Şirket'in sermayesi 26.875.000 TL'ye, halka açıklık oranı da %40,47'ye yükselecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri San. Tic. A.Ş. (kısaca "Dinamik Isı"/Şirket) 1991 yılında İzmir'de kurulmuş olup, başta polietilen ve polistiren bazlı olmak üzere inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj, HVAC, spor, sağlık, otomotiv ve eğlence gibi çeşitli sektörlere üretimini yaptığı ürünlerin yurt içi ve yurt dışında satışını gerçekleştirmektedir.
- Şirket'in müşterilerine sunduğu ürün portföyü şu şekilde sıralanabilir:
 - Ekstrüde Polistiren (XPS) Köpük
 - Polietilen (PE) Köpük
 - Yüksek Yoğunluklu Polietilen (HOPE) Köpük
 - Çapraz Bağlı Polietilen (XLPE) Köpük
 - Laminasyonlu Kauçuk Köpük
 - Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler
 - Ticari Ürünler
- Şirket'in kuruluşundan günümüze kadar yaşadığı önemli gelişmeler aşağıda yer almaktadır.

DİNAMİK ISI TARİHSEL GELİŞME	
1991	Şirket, 12 Ağustos 1991 tarihinde Makine Mühendisi Metin Akdaş tarafından kurulmuştur.
1993	Yalıtım alanına yönelen Şirket 1993-2003 yılları arasında yalıtımda kullanılan çeşitli aksesuarların üretimini yapmıştır.
2003	İnşaat Mühendisi Göksel Gürpınar ortak olarak Şirket'e katılmıştır.
2004	İzmir Tire'de 2500 m ² 'lik alana sahip Polietilen (PE) ısı yalıtım köpüğü tesisleri devreye alınmış ve Climaflex ve Dynaflex PE markaları ile üretime başlanmıştır. Aynı yıl kauçuk köpüğü, ısıtma-soğutma-iklimlendirme (HVAC) bantları ve taşıyıcı ısı yalıtım ürünleri ithalatına başlanmıştır.
2005	ISO 9001-2000 kalite belgesi alan şirket, ihracata da başlamıştır.
2006	İkinci PE hattını kuran Şirket, DynaProfil markası ile ambalaj sektörüne yönelik üretime başlamıştır.
2008	Kendi markası olan Dynaflex Rubler ile kauçuk köpüğü üretimiyle tesisat yalıtımı pazarına girmiş, aynı zamanda da akustik köpük ürünleri üretim ve satışına başlamıştır.
2009	2007 yılındaki lojistik deposunun ardından 2009 yılında inşa ettiği ve 3.000 m ² 'lik 3. binasına HVAC bantları üretimi konusunda laminasyon, dilimleme, yarma vb. süreçlerini taşımıştır.
2010	Zemin ve iç duvar yalıtımında kullanılan yeni üretim hattını faaliyete geçiren Şirket ısı yalıtımında kullanılan XPS köpük üretimi için 5.000 m ² kapalı alana sahip 4. fabrika binasının inşaatına başlamış ve bu tesis 2011 yılında devreye alınmıştır.

2014	Yıllık 1.000 ton alçak yoğunluk polietilen işleme kapasitesine sahip 3. PE hattını kuran Şirket, aynı yıl tüm tesislerinde yangın güvenliğini en üst seviyeye taşıyacak tesisat yatırımı yapmıştır.
2015	Yeni yatırım ve revizyonlarla PE üretim kapasitesi yıllık 5.000 tona, XPS köpük levha üretim kapasitesi de %20 artışla 130.000 m ³ 'e ulaşmıştır.
2016	Şirket ithal ettiği ve mobilya imalatında yoğun olarak kullanılan yüksek yoğunluklu döşeme fitilinin üretimine başlamış ve aynı zamanda ihracata da yönelmiştir.
2017	İkinci XPS hattı yatırımı tamamlayan Şirket'in XPS üretim kapasitesi yıllık 250.000 m ³ 'e ulaşmıştır.
	Aynı yıl soğuk zincir taşımacılığında kullanılmak üzere frigofirik kasaların yalıtımı, dekoratif tuğla ile kaplanan binaların yalıtımı, kiremit çatıların yalıtımı ve plastik kapıların iç yalıtımı için özel tasarım yeni XPS ürünlerini piyasaya sürmüştür.
2018	2017 yılında başladığı ve otomotiv, deri ve elektronik başta olmak üzere çok sektörde kullanılan çapraz bağlı polietilen (XLPE) köpük levha üretimine yönelik 7.000 m ² kapalı alanlı yatırımı tamamlamıştır.
	Şirket sanayi üretimine ağırlık vermek yönündeki kararına istinaden merkezini üretim tesislerinin olduğu Tire Organize Sanayi Bölgesi'ne taşımıştır.
2019	XLPE köpük üretim ve satışına başlamıştır.
2020	Şirket 2020 yılında XLPE köpük bölümüne yapacağı yatırım ile dağcılık, askeri mat, pilates, yüzme ve jimnastik gibi spor aktivitelerinde kullanılmak üzere ürünler üretmeye başlayacaktır. Ayrıca Covid-19 salgın döneminde ihtiyaç duyulan tek kullanımlık önlüklerin yapımında kullanılan kumaşların üretimi için laminasyon makinesi almıştır.

- Dinamik Isı'nın mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
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	-	-	8.700.000	35,2%
Toplam	16.000.000	100,0%	24.700.000	100,0%

- Mevcut durumda her iki ortağın sahip olduğu A grubu payların toplam sermaye içindeki oranı %15 (2.400.000 TL) olmasına karşın buna denk gelen oy oranı %72,58 seviyesindedir. Halka arz sonrasında A grubu payların oy hakkının %61,75 seviyesinde oluşacağı öngörülmektedir. A grubu paylara tanınan imtiyazlar, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı, genel kurul toplantılarında 15 oy hakkı ile tasfiye kararı alınmasında ve tasfiye memurlarının seçiminde imtiyaz şeklinde belirlenmiştir.
- Şirket bünyesinde Mart 2020 itibarıyla 29 ofis personeli, 82 fabrika personeli olmak üzere toplam 111 personel çalışmaktadır.

III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Şirket, Tire Organize Sanayi Bölgesinde kendine ait 21.016 m²'si kapalı, 13.984 m²'si açık alanda kurulu modern üretim tesislerinde faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Şirket inşaat ve tesisat yalıtımı, ambalaj ve ısıtma-soğutma-iklimlendirme (HVAC) sektörü başta olmak üzere birçok sektöre malzeme üretimi gerçekleştirmektedir.

Yalıtım Ürünleri	HVAC Ürünleri	Ambalaj Ürünleri	Endüstriyel Köpük Ürünleri	Mobilya Şekillendirme Ürünleri
XPS-Isı Yalıtım Ürünleri	Havalandırma Elemanları	Ambalaj Profilleri	Köpük Bantlar	Yüksek Yoğunluklu Döşeme Profilleri
NPE-Polietilen Ürünler	Fanlar	Köşe Koruyucular	EVA-EPDM-Kauçuk Ürünler	Alçak Yoğunluklu Döşeme Profilleri
Kauçuk	Flexible Hava Kanalları	Şilteler	Özel Kesim Ürünler	Yüksek Yoğunluklu Döşeme Fitilleri
Çapraz Bağlı Polietilen Levha	Anemostat ve Panjur	Levhalar		
Vana Ceketi	Connector	Özel Tasarım Ürünler		
Camyünü	Debi Ayar Damperi	Eğlence ve Spor Ürünleri		
Taşyünü	Yardımcı Ürünler			
Sramik Yünü				
Akustik ve Ses Yalıtım Ürünleri				
Yardımcı Ürünler				

III.I FAALİYET GRUPLARI

- Şirket'in faaliyetlerine konu olan ürünler üretim ve ticari ürünler olarak sınıflandırılabilir.

A. 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 frigofirik 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 hücre polietilen köpük

Yüksek Yoğunluklu Polietilen (HDPE) Köpük: Mobilya kenar şekillendirme ürünleri için üretilen kapalı hücre polietilen köpük

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

B. Ticari Ürünler: Kauçuk köpüğü, endüstriyel ürünler, yanmaz akustik köpük, mineral yünü (camyünü ve taşıyünü), endüstriyel kaplama yapıştırıcısı, fan sistemleri, esnek hava kanalları ve aksesuarları, klima-havalandırma kanalı flans ve aksesuarları, ambalaj ve ısıtma, soğutma, iklimlendirme bantları ve aksesuarları ve diğer ürünler

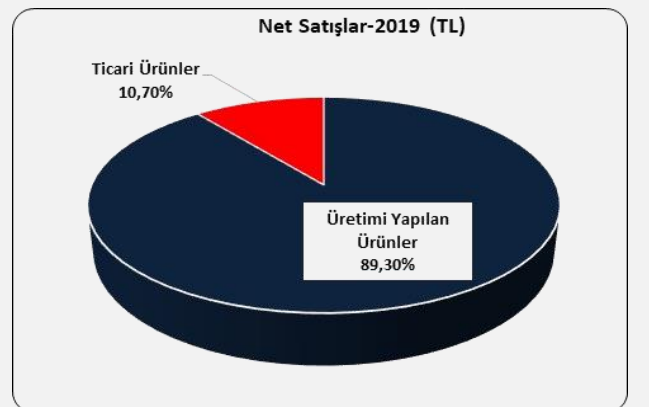
- Şirket'in İzmir'deki 21.133 m² kapalı alana sahip fabrikası PE, XPS ve XLPE olmak üzere 3 ana bölümden oluşmaktadır.
- Şirket'in mevcut durumda tescilli 18 markası bulunmaktadır.

III.II SATIŞLARIN DAĞILIMI

- Şirket'in 2019 yılında yaklaşık 61,4 milyon TL seviyesinde olan satış gelirlerinin %8'i ihracattan elde edilmiştir. 2020 yılının ilk çeyrek döneminde ise ihracat oranı %6,3 düzeyinde gerçekleşmiştir.
- Aşağıdaki tabloda Şirket'in net satışlarının ürün bazında dağılımı yer almaktadır.

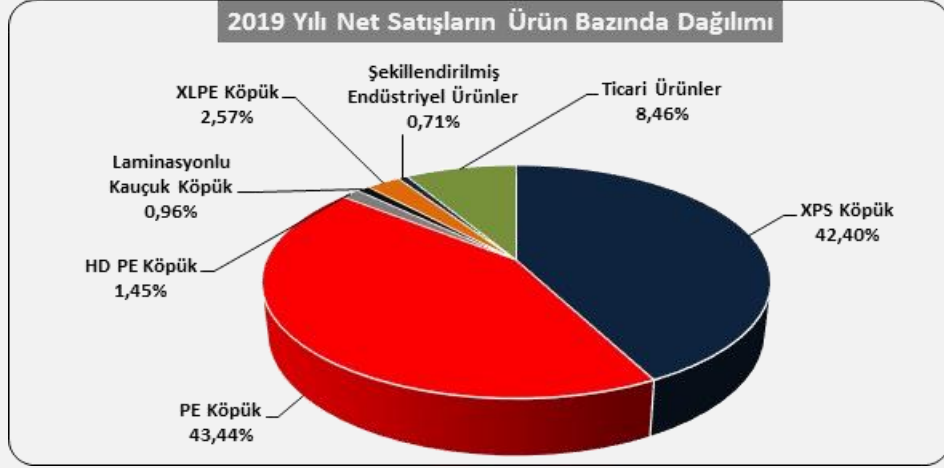
Net Satışların Ürün Bazında Dağılımı				
TL	2017	2018	2019	2020/03
XPS Köpük	20.775.303	25.902.027	26.019.793	3.986.315
PE Köpük	17.639.854	21.404.032	26.653.504	5.494.834
HD PE Köpük	406.958	920.865	892.139	386.662
Laminasyonlu Kauçuk Köpük	1.888.243	657.600	587.948	92.272
XLPE Köpük	-	-	1.578.599	1.454.503
Şekillendirilmiş Endüstriyel Ürünler	100.774	92.613	434.989	195.748
Ticari Ürünler	7.839.648	5.578.309	5.194.152	1.391.252
Toplam Net Satışlar	48.650.780	54.555.446	61.361.124	13.001.586

- 2017-2019 yılları arasındaki 3 yıllık dönemde ürün grupları incelendiğinde, üretimi yapılan ürünlerin payının toplam ciro içinde ticari ürünlere göre artış eğiliminde olduğu görülmektedir. 2017 yılında üretimi yapılan ürünlerin ciro payı yaklaşık %84 iken, bu oranın 2019 yılı sonunda %91,54'e yükseldiği görülmektedir. Bunda Şirket'in sanayiye ağırlık verme stratejisi ve XLPE köpük üretimine başlamasının da etkili olduğu söylenebilir.



- Diğer taraftan ticari ürünlerden elde edilen satış gelirleri 2017 yılında %16,10 düzeyindeyken 2019 yılı sonunda %8,46 seviyesine gerilemiştir.

- 2020 yılının ilk çeyrek dönemine bakıldığında üretimi yapılan ürünlerin satış gelirlerinin net satışlar içinde %89,30, ticari ürün satış gelirlerinin ise %10,70 oranında paya sahip olduğu görülmektedir.
- Aşağıdaki grafikte ise ürün bazında dağılım yer almaktadır. Buna göre PE köpük %43,44 ile ciro içinde en yüksek payı alırken, onu %42,40 ile XPS köpük takip etmektedir.



- Şirket'in en büyük tedarikçisi konumunda olan Petkim Holding A.Ş.'nin Dinamik Isı'nın toplam tedarikinin içindeki payı 2019 yılında %23,70 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- Şirket'in Mart 2020 sonu itibarıyla geçmiş dönemlerden kalan devir bakiyeleri de göz önüne alındığında en yüksek satış yaptığı 10 firma toplam satışlarının %84,5'ini oluşturmaktadır. Devreden bakiyeler göz ardı edilerek hesaplama yapılırsa bu oran %41,3 seviyesinde hesaplanmakta olup, 2019 ve 2018 yıllarında da sırasıyla %55,7 ve 49,6 düzeyinde gerçekleşmiştir.
- Şirket'in yurtiçindeki satışlarının coğrafi dağılımına bakıldığında Mart 2020 itibarıyla Ege Bölgesi'nin %32,7 ile ilk sırada yer aldığı, onu %28,86 ile Marmara Bölgesi'nin takip ettiği görülmektedir. 2019 yılında ise ilk sırada Marmara Bölgesi yer almıştır.
- Satış gelirleri içinde ihracat oranı son 3 yıl içinde artış eğilimi göstermektedir. 2019 yılı itibarıyla en fazla ihracat yapılan ülkeler arasında İsrail, Cezayir ve Suriye almaktadır. Şirket Ege Serbest Bölgesi ve İstanbul Deri Serbest Bölgesi'ne de satış yapmakta olup, ihracat yapılan diğer ülkeler arasında Arnavutluk, Gürcistan, Azerbaycan, Ürdün, Macaristan, Irak, Bulgaristan vb. yer almaktadır.

IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Dinamik İstisna Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Varlıklar (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.03.2020 Konsolide	30.06.2020 Konsolide
Dönen Varlıklar	24.099.949	29.795.701	36.735.574	35.549.101	40.912.411
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.643.484	11.521.291	15.041.745	15.431.810	18.750.223
Finansal Yatırımlar	396.893	190.637	802.740	820.647	190.129
Ticari Alacaklar	14.780.196	10.256.782	13.513.305	11.388.275	13.088.538
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	14.780.196	10.256.782	13.513.305	11.388.275	13.088.538
Diğer Alacaklar	56.664	70.276	38.754	38.754	38.754
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	56.664	70.276	38.754	38.754	38.754
Stoklar	5.344.202	6.442.708	6.049.677	7.143.436	8.217.933
Peşin Ödenmiş Giderler	694.403	1.058.756	1.289.353	720.867	606.086
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	694.403	1.058.756	1.289.353	720.867	606.086
Diğer Dönen Varlıklar	184.107	255.251	-	5.312	20.748
Duran Varlıklar	19.292.975	23.341.555	24.099.481	23.664.514	23.194.964
Maddi Duran Varlıklar	19.290.938	23.320.713	22.427.509	22.099.435	21.740.727
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.656.248	1.550.634	1.441.073
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.037	20.842	15.724	14.445	13.164
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.037	20.842	15.724	14.445	13.164
Aktif Toplamı	43.392.924	53.137.256	60.835.055	59.213.615	64.107.375

Kaynaklar (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.03.2020 Konsolide	30.06.2020 Konsolide
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.655.250	14.466.363	15.100.591	12.120.484	11.954.828
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.164.299	3.971.565	2.896.696	1.035.676	592.307
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.164.299	3.971.565	2.896.696	1.035.676	592.307
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.269.666	2.556.827	1.983.800	2.284.571	4.015.150
İlişkili Taraflardan U.V.Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	912.365	448.449	448.407
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.269.666	2.556.827	1.071.435	1.836.122	3.566.743
Ticari Borçlar	4.892.784	5.450.934	6.579.933	5.456.634	4.799.121
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	368.250	117.574	67.064	73.111	124.177
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	4.524.534	5.333.360	6.512.869	5.383.523	4.674.944
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	45.833	142.635	244.672	492.784	333.289
Diğer Borçlar	1.422.154	1.615.755	1.792.581	180.435	200.297
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	686.321	889.435	553.553	-	7.700
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	735.833	726.320	1.239.028	180.435	192.597
Ertelenmiş Gelirler	1.805.481	615.794	1.391.055	2.041.145	1.461.404
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	1.805.481	615.794	1.391.055	2.041.145	1.461.404
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	340.691	418.463
Kısa Vadeli Karşılıklar	55.033	112.853	211.854	240.932	134.797
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Kar	19.656	31.511	44.104	92.693	36.742
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	35.377	81.342	167.750	148.239	98.055
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	47.616	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.809.095	6.861.295	6.462.921	6.499.327	10.335.216
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.559.842	5.598.880	5.018.813	4.832.286	8.556.831
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	901.795	1.292.585	1.218.092
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	5.598.880	4.117.018	3.539.701	7.338.739
Uzun Vadeli Karşılıklar	484.395	617.171	861.590	971.853	1.166.169
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	484.395	617.171	861.590	971.853	1.166.169
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	765.668	645.244	582.518	695.188	612.216
Özkaynaklar	26.927.769	31.809.598	39.271.543	40.593.804	41.817.331
Ödenmiş Sermaye	16.000.000	16.000.000	16.000.000	16.000.000	16.000.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	5.576.535	4.235.969	4.192.055	4.192.055	4.192.055
Yeniden Değer. ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	5.576.535	4.235.969	4.192.055	4.192.055	4.192.055
Maddi Duran Var. Yeniden Değer. Artış/Azalışları	5.660.261	4.285.418	4.285.418	4.285.418	4.285.418
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	440.342	711.718	1.066.017	1.066.017	1.578.341
Geçmiş Yıllar Kârı/(Zararı)	1.043.628	6.419.731	10.507.612	18.013.471	17.501.147
Net Dönem Kârı/(Zararı)	3.867.264	4.442.180	7.505.859	1.322.261	2.545.788
Toplam Kaynaklar	43.392.924	53.137.256	60.835.055	59.213.615	64.107.375

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.03.2020 Konsolide	01.01.2019 - 30.06.2019 Konsolide	01.01.2020 - 30.06.2020 Konsolide
Hasılat	48.650.780	54.555.446	61.361.124	13.001.586	28.622.125	24.227.470
Satışların Maliyeti (-)	(39.464.469)	(44.948.292)	(48.030.213)	(10.462.408)	(23.032.467)	(19.383.406)
Brüt Kâr/(Zarar)	9.186.311	9.607.154	13.330.911	2.539.178	5.589.658	4.844.064
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.663.885)	(1.155.720)	(1.670.294)	(462.428)	(883.771)	(997.465)
Pazarlama Giderleri (-)	(2.073.556)	(3.696.569)	(3.499.635)	(813.608)	(1.644.727)	(1.353.412)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	(1.283)	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.070.763	4.210.834	3.567.282	748.191	2.105.472	1.012.571
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(1.082.799)	(2.094.432)	(2.002.865)	(951.024)	(1.051.480)	(1.351.044)
Esas Faaliyet Kâr/(Zarar)	5.436.834	6.869.984	9.725.399	1.060.309	4.115.152	2.154.714
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	36.763	492.761	195.575	11.117	40.571	329.653
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-	-	-	-
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü	-	31.201	(90.537)	(6.284)	(5.625)	(6.284)
Finan. Gel. Gid. Önce. Faaliyet K/Z	5.473.597	7.393.946	9.830.437	1.065.142	4.150.098	2.478.083
Finansman Gelirleri	221.481	3.219.031	2.180.080	1.413.077	1.223.221	2.002.436
Finansman Giderleri (-)	(876.752)	(4.816.062)	(2.302.180)	(684.363)	(1.377.736)	(1.110.750)
Sürdür. Faaliyet. Vergi Öncesi K/Z	4.818.326	5.796.915	9.708.337	1.793.856	3.995.583	3.369.769
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	(951.062)	(1.354.735)	(2.202.476)	(471.595)	(882.728)	(823.981)
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	(1.085.507)	(1.306.621)	(2.254.224)	(358.925)	(953.799)	(794.283)
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	134.445	(48.114)	51.748	(112.670)	71.071	(29.698)
Dönem Kârı/(Zararı)	3.867.264	4.442.180	7.505.861	1.322.261	3.112.855	2.545.788

V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

I. Yalıtım Sektörü

- 2017 yılında 52,3 milyar USD büyüklüğe ulaşan Dünya yalıtım sektörünün 2018-2025 yılları arasında %8,6 yıllık bileşik büyüme oranı ile 2025 yılında 101,3 milyar USD seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.
- Devletlerin enerji tüketimini sürdürülebilir ve olabildiğince az miktarda tutmak için binalarda yalıtım sistemlerini zorunlu kılan uygulamaları sektörde son yıllardaki en yaygın trend olduğu görülmektedir. Yalıtım sistemleri ile döşenmiş bir bina %20 seviyesinde enerji tasarrufu sağlamaktadır. Konut ve endüstriyel yalıtım tarafında gözlenen talep artışı pazarı ileriye taşıyan unsurların başında gelmektedir.
- Küresel ısınmanın devam etmesi, gelişmekte olan ülkelerde alt yapı yatırımlarının devam etmesi ve ülkelerin enerji verimliliğine ilişkin hükümet politikalarının önümüzdeki yıllarda yalıtım talebinde artışa sebep olacağı öngörülmektedir.
- Ayrıca, küresel yalıtım pazarında iklim değişikliklerinin beraberinde getirdiği yalıtım gereksinimi ve imalat sektöründe ortaya çıkan otomasyon süreçleri pazarın büyümesindeki önemli itici güçler olacaktır.
- Dinamik Isı'nın en yoğun üretim ve satışını gerçekleştirdiği PE ve XPS köpük ürünleri, plastik köpük segmentindedir. Global Market Insights verilerine göre plastik köpükler 2018 yılında dünya yalıtım pazarında %53,7 oranında bir paya sahip olmuştur.
- Türkiye'de 2007 yılında yürürlüğe giren Enerji Verimliliği Kanunu ile yeni bir dönem başlamış, 2012 yılında yayınlanan Enerji Verimliliği Strateji Belgesi ve Eylem Planı ile de 2023 yılı enerji verimliliği hedefleri oluşturulmuştur. 2017-2023 yılları arasında uygulanacak Ulusal Enerji

Verimliliği Eylem Planı kapsamında çeşitli sektörlerde tanımlanan 55 eylem ile Türkiye'nin birincil enerji tüketiminin %14 oranında azaltılması hedeflenmektedir.

- Gelecekte ülkemizde oluşacak ve artış kaydetmesi beklenen tahmini enerji talebinin bir kısmının binalarda uygulanabilecek enerji tasarruf yöntemleri ile aşağı çekilmesi mümkün olabilecektir. Binalarda Enerji Performansı Yönetmeliği'ne göre yeni yapılan binaların en az C sınıfı Enerji Kimlik Belgesi'ne sahip olması gerekmektedir. Enerji kimlik belgesi sınıflandırması A'dan G'ye kadar yapılırken, en yüksek seviye olan A, en yüksek verimi gösterirken; G ise en düşük verim seviyesini göstermektedir.
- Son yıllarda inşaat sektöründe maliyetler devamlı olarak artarken, satış fiyatlarındaki eşdeğer hareketler ve yüksek talep söz konusu artışları dengelemekteydi. Ancak 2018 yılı sonrası dönemde talep tarafında yaşanan kırılma, satış fiyatlarının artışını da sınırlamıştır. Talebin düşmesi ciro artışlarının maliyet artışlarının altında kalmasına neden olmuş, bu da sektörün finansal performansını olumlu etkilemiştir.
- Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği (İMSAD)'nin Şubat 2020 raporunda 2019 yılında inşaat malzemeleri sanayi üretiminin talep tarafındaki keskin daralmanın etkisiyle 2018 yılına göre %13 oranında gerilediği ifade edilmektedir. İhracattaki miktar artışı da üretim kaybını telafi edememiştir. İç talepteki keskin daralma nedeniyle 2019 yılında inşaat malzemeleri sanayisi ihracata ağırlık vermiş ancak yoğun rekabet içinde ihracatta birim fiyatlarını düşürmüştür. İnşaat malzemeleri ihracatı 2019 yılında ilk kez 50 milyon tonu aşarak 51,68 milyon ton olarak gerçekleşirken, ortalama birim fiyatı 2018 yılına göre yaklaşık %21 gerilemiştir.

II. Esnek Köpük Sektörü

- Esnek köpük global pazarı 2018 yılında 35 milyar USD büyüklüğe ulaşmıştır. Söz konusu pazarın 2025 yılına kadar %7,5 yıllık bileşik büyüme ile 65 milyar USD düzeyine ulaşması beklenmektedir. Ulaştırma ve otomotiv sektöründeki büyüme, ambalaj endüstrisindeki hızlı genişleme, inşaat sektöründeki inovasyonlar ve daha efektif kullanılmaya başlanan termal yalıtım, mobilya talebindeki artış ve ev eşyası endüstrisinin güçlü görünümü bu büyümeyi destekleyici unsurlar olarak sayılmaktadır. Bu dönemde Hindistan, Çin, Brezilya ve Meksika gibi gelişmekte olan ekonomilerin de ürün geliştirme sürecine yüksek müşteri tabanı sayesinde destek olması beklenmektedir.
- Ancak hammadde fiyatlarındaki volatilité ve üretim esnasında salınımı gerçekleştiren çevreye zararlı maddeler sektör için baskılayıcı unsurlardır.

III. XLPE Sektörü

- 2018 yılında 1,29 milyar USD olan global XLPE piyasasının %6,66 oranındaki yıllık bileşik büyüme oranı ile 2025 yılında 1,98 milyar USD seviyesine ulaşması beklenmektedir.

VI. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Gedik Yatırım") tarafından 27 Temmuz 2020 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan

“Dinamik Isı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu”nda (kısaca “Rapor”) gelir yaklaşımından İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi, pazar (piyasa) yaklaşımlarından Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor’da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket’in 2017-2018-2019 yılsonu ile 2019 ve 2020 yılları ilk 3 aylık özel bağımsız denetimden geçmiş finansal sonuçları ile Şirket yönetiminin 2020-2024 yılları proforma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım’ın bulgu ve tahminleri kullanılmıştır.

VI.1. DEĞERLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanan, Şirket’in uzun vadeli potansiyelini yansıtan ve spesifik riskleri de barındırarak detaylı bir değerlendirme imkanı sunan İndirgenmiş Nakit Akımları-İNA ile borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleri ile karşılaştırma imkanı sunan Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır.

VI.2. PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ

Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu’nda “Çarpan Analizi” yöntemi ile yapılan rayiç değer çarpan analizinin etkin işleyen piyasalarda ilerleyen dönemlerde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olarak risk düzeyini yansıttığı ifade edilmektedir.

Rapor’da yurtiçinde BİST-100 şirketleri arasında Dinamik Isı ile benzer şirketin tespit edilemediği belirtilmiş ve bu kapsamda yapılan yurtiçi çarpan analizinde finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri hariç Ana Pazar ve BİST-100’de işlem gören şirketlerin dikkate alındığı belirtilmiştir. Çarpan analizinde hem yurtiçi hem yurtdışı benzer şirketlerin 31.03.2020 verilerinin son 12 ay olarak dikkate alındığı ifade edilmiştir.

Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu’nda Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanlarına söz konusu analizde yer verildiği ifade edilmiştir.

Dinamik Isı için yapılan değerlendirme analizinde FD/FAVÖK yönteminin uluslararası kabul görmüş bir yöntem olması, ulusal ve 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 edilmesi nedeniyle kullanıldığı belirtilmiştir. Diğer bir yöntem olan FD/Satışlar çarpan analizinin şirketin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemede eksik kalırken, F/K çarpanının ise bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi, firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almaması nedeniyle kullanılmamasının uygun bulunduğu ifade edilmiştir.

Gedik Yatırım sonuç olarak çarpan analizinde BİST-100, Ana Pazar ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun bulunduğunu ifade etmiştir.

A. Yurt dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri

Gedik Yatırım Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'nda yurt dışı benzer şirketleri seçerken yalıtım, esnek köpük ve XLPE sektörlerinde faaliyet gösteren şirketleri incelemiş, muhafazakâr bir bakış açısı ile aykırı değer içeren 5 şirket hariç tutarak 10 şirketi analizine dâhil ettiğini ifade etmiştir.

Analizde kullanılan şirketlerin piyasa değeri, firma değeri, FAVÖK, FD/FAVÖK değerleri verileri aşağıda yer almaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler (milyon USD)	Hisse Kodu	Faaliyet Konusu	Piyasa Değeri 05.06.2020	Firma Değeri LTM1Ç20	FAVÖK LTM1Ç20	FD/FAVÖK LTM1Ç20
Arkema SA	A KE FP EQUITY	Şirket, akrilikler hidrojen peroksit, teknik polimerler, özel kimyasallar ve fonksiyonel katkı maddeleri de dahil olmak üzere birçok farklı endüstriyel kimyasalın ve performans ürünlerinin üretimini gerçekleştirmektedir.	7.616	10.489	1.410	7,4x
Clariant AG	CLN-SW EQUITY	Global özel kimyasallar firması Clariant, bakım kimyasalları, kataliz ve enerji, doğal kaynaklar, plastik ve kaplamalar alanlarında çeşitli özel kimyasalların üretimini sürdürmektedir.	6.738	7.803	465	17,0x
Covestro AG	1COW GR EQUITY	Polimerler ve yüksek performans plastiklerin üretimini yapan Covestro, inşaat sağlık otomotiv ve elektronik gibi sektörlere kaplama, yapışkan, yalıtım malzemeleri ve dolgu gibi pek çok ürün sunmaktadır.	7.804	9.169	1.574	5,8x
Dow Inc	DOW US EQUITY	Dow, sıvı enjeksiyon kalıplar, mimari imalat deri, tekstil, otomobil ve gıda endüstrilerine kimyasal üretimi ve dağıtımını yapmaktadır.	33.424	49.770	2.081	16,7x
Eastman Chemical Co	EMN US EQUITY	Şirket, kaplamalar yapışkanlar özel polimerler, boya ve performans kimyasalları gibi ürünler üzerine kimyasal elyaf ve plastik üretimi gerçekleştirilmektedir.	10.530	16.328	1.840	8,9x
Evonik Industries AG	EVK GR EQUITY	Evonik, tüketim ürünleri, hayvan besinleri ve ilaç sektörlerine özel kimyasallar üretmektedir.	13.312	16.313	2.245	7,3x
Fletcher Building Ltd	FBU NZ EQUITY	Şirket, inşaat malzemelerinin dağıtımını ve üretimini sürdürmektedir.	2.193	3.786	424	8,9x
Huntsman Corporation	HUN US EQUITY	Şirket, özel kimyasalların dağıtımını ve üretimini sürdürmektedir.	4.422	5.488	756	7,3x
Kingspan Group-PLG	KSPIB EQUITY	Kingspan grubu, yüksek performans yalıtım ürünleri ve yapı teknolojileri alanında hizmet vermektedir.	11.828	12.610	685	18,4x
Owens Corning	OC US EQUITY	Owens Corning, ticari ve konut yapı malzemeleri alanında hizmetlerini sürdürmektedir.	6.507	0.447	362	26,1x
Recticel SA	REC BB EQUITY	Şirket, ana olarak otomotiv, inşaat, ve mobilya sektörlerine hizmet veren köpük ve sentetik bileşikler üreticisidir.	504	697	94	7,4x
Saint Gobain	SGO FP EQUITY	Saint Gobain, cam ürünleri, yüksek performans metaryaller ve inşaat malzemelerinin üretimini gerçekleştirmektedir.	20.633	32.330	4.538	7,1x
Sika AG	SIKA SW EQUITY	Şirket, inşaat malzemelerinin üretimini sürdürmektedir.	25.513	28.087	1.397	20,8x
Solvay SA	SOLB BB EQUITY	Şirket başta inşaat, otomotiv, uzay, alternatif enerji, gıda petrol ve gaz olmak üzere çeşitli sektörler için kimyasal ve plastik üretimi gerçekleştirmektedir.	9.409	14.890	1.429	10,4x
UFP Technologies Inc	UFPT US EQUITY	Şirket, yüksek performans yastık paketleme, özel köpük ve özel plastik ürünlerin üretimini yapmaktadır.	357	347	34	10,2x
Medyan						8,9x
Medyan (Aykırı Değerler Hariç)						7,4x

Çarpanlar Analizi Sonucu**Sonuç****Yurt dışı Benzer Şirket Son 12 Ay (1Ç2020) Medyanı**

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	5,34
Özsermaye Değeri (TL)	85.371.868
Pay Başına Değer (TL)	5,34

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (05.06.2020)

B. Yurtiçi Ana Pazar Çarpan Değeri

Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'nda yurt içi çarpan değerleri analiz edilirken finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler dışındaki Ana Pazar şirketlerinin tamamının dâhil edildiği ifade edilmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu**Sonuç****Yurt içi Son 12 Ay (1Ç2020) Ana Pazar Şirketleri**

FD/FAVÖK Çarpanı (*)	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	8,45
Özsermaye Değeri (TL)	135.137.260
Pay Başına Değer (TL)	8,45

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (05.06.2020)

C. Yurt İçi BİST-100 Çarpan Değeri

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Dinamik Isı Fiyat Tespit Raporu'nda yurt içi çarpan değerleri analiz edilirken finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler dışındaki BİST-100 şirketlerinin tamamının dâhil edildiği ve söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanının alınarak Yurtiçi BİST-100 FD/FAVÖK çarpanının hesaplandığı belirtilmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	Sonuç
Yurt İçi Son 12 Ay (1Ç2020) BİST-100 Şirketleri	
FD/FAVÖK Çarpanı (*)	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	4,87
Özsermaye Değeri (TL)	77.936.556
Pay Başına Değer (TL)	4,87

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (05.06.2020)

D. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yurtdışı benzer şirketlerin, yurt içi BİST-100 şirketlerinin ve yurt içi Ana Pazar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşığıdaki tablodaki gibi ağırlıklandırılarak hesaplandığı ve buna göre özsermaye değerinin 94.095.560 TL ve pay başına değerin 5,88 TL olduğu ifade edilmiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç (TL)
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 BİST-100 Şirketleri Son 12 Ay (1Ç2020)		
Özsermaye Değeri	50%	77.936.556
Pay Başına Değer		4,87
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		94.095.560
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		5,88

VI.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA) YÖNTEMİ

A. Varsayımlar

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olduğu ve bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonunun da eklenmesi ile oluşan değer şirketin özsermaye değeri olarak kabul edildiği ifade edilmiştir.

Gedik Yatırım, İNA yönteminde Dinamik Isırının 6 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri ile Şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projekte edildiğini belirtmiştir. Rapor'da değerlendirme modelinde kullanılan enflasyon tahminlerinin Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayandırıldığına yer verilmiştir.

GEDİK EKONOMİK ARAŞTIRMALAR	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TR-TÜFE - yılsonu	7.5%	8.0%	7.7%	7.5%	7.3%	7.0%
TR TÜFE - ortalama	9.2%	8.3%	7.8%	7.4%	7.4%	7.1%

B. Gelir Tablosu Projeksiyonu

i. Satışların Projeksiyonu

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan analizlerde Şirket yönetiminin projeksiyonlarını tüme varım yaklaşımıyla Şirket'in her bir ürün grubundaki yurtiçi ve yurtdışı büyüme öngörülerinin, iç kaynaklar kullanılarak yapılan kapasite artışlarının ve iyileştirmelerin dikkate alınarak yapıldığı belirtilmiştir.

Gedik Yatırım tarafından yapılan Fiyat Tespit Raporu analizinde Şirket'in satış hasılatında 2018 ve 2019 yıllarında inşaat başta olmak üzere ekonomik dalgalanma nedeniyle 2017 yılına göre beklenen büyümenin gerçekleştirilemediği ifade edilmiştir. Özel bağımsız denetimden geçmemiş ancak aynı bağımsız denetim firmasının hazırladığı 2016 yılı denetim raporundaki 2016 yılı hasılatı olan 33.190.554 TL'ye göre 2016-2019 yılları arası bileşik yıllık büyüme oranının (BYBO) %23 olarak gerçekleştiği ifade edilmiştir. Raporda, projeksiyon döneminde 2020 yılında COVID-19 pandemisi kaynaklı satışlarda daralmanın yaşanacağına öngörüldüğü, 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 olacağına tahmin edildiği ifade edilmiştir.

ii. Satılan Malın Maliyeti Projeksiyonu

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan analizlerde bazı ürünlerde 2017-2019 yılları ile 2020 1. çeyrek ara döneminde tek sefere mahsus yaşanan veya XLPE gibi yeni giriş yapılan ürünlerde ise güncel marjların dikkate alındığı belirtilmiştir. Şirket'in 2020-2025 yıllarına ilişkin satışların maliyeti normalize brüt marjların projeksiyon dönemi boyunca korunacağı varsayımıyla hesaplamaların yapıldığı ifade edilmiştir.

iii. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Gedik Yatırım tarafından yapılan Fiyat Tespit Raporu analizinde Şirket yönetiminin faaliyet giderleri içerisinde yer alan genel yönetim giderlerinin ağırlıklı olarak sabit giderlerden oluştuğu, satış ve pazarlama giderlerinin büyük kısmının hasılat artışına kıyasla daha düşük kalacağı varsayımına karşın genel yönetim giderlerinin $\frac{1}{4}$ 'ünün değişken, satış ve pazarlama giderlerinin ise $\frac{3}{4}$ 'ünün değişken olacağını varsayarak daha muhafazakâr bir bakış açısı sergilediklerini ifade etmiştir. Sabit Giderlerin Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar'ın enflasyon tahminlerine göre artırıldığı belirtilmiştir. Raporda, geçmiş yıl faaliyet giderlerinin satışlara oranının %7,7-8,9 seviyesinde gerçekleştiğine yer verilmiştir. Projeksiyon döneminde 2020 yılında COVID-19 pandemisi kaynaklı satışlarda daralmanın etkisiyle faaliyet giderlerinin satışlara oranının %9,4 seviyesine ulaşması, 2021-2025 yıllarında ise bu oranın artan satışların etkisiyle %6,8'e inmesi Şirket yönetiminin öngörülerini doğrultusunda doğru bulunduğu ifade edilmiştir.

Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

(TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Faaliyet Giderleri	4.849.353	5.925.101	7.253.772	8.644.201	10.127.296	11.588.525
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	9,4%	8,6%	8,0%	7,5%	7,1%	6,8%
Genel Yönetim Giderleri	1.698.760	1.939.449	2.210.186	2.483.827	2.766.095	3.043.465
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	3,3%	2,8%	2,4%	2,1%	1,9%	1,8%
Satış Pazarlama Giderleri	3.150.593	3.985.652	5.043.586	6.160.374	7.361.201	8.545.060
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	6,1%	5,8%	5,5%	5,3%	5,2%	5,0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	0	0
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Gelir Tablosu Projeksiyon Sonuçları

(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
<i>Nominal Büyüme (%)</i>	-15,8%	32,7%	32,8%	27,0%	23,6%	19,1%
<i>Reel Büyüme (%)</i>	-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
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	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
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	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
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	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
<i>Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	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
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	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
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	13,0%	13,8%	14,0%	14,3%	14,5%	14,6%

C. Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan ticari işletme sermaye İhtiyacına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Ticari İşletme Sermayesi Tablosu - TL	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ticari Alacaklar	14.780.196	10.256.782	13.513.305	12.030.020	15.960.588	21.201.341	26.930.718	33.274.791	39.633.565
Stoklar	5.344.202	6.442.708	6.049.677	5.737.216	7.518.751	9.966.532	12.638.809	15.597.255	18.564.620
Ticari Borçlar	4.892.784	5.450.934	6.579.933	5.163.495	6.766.876	8.969.878	11.374.928	14.037.529	16.708.158
Ticari İşletme Sermayesi - NET	15.231.614	11.248.556	12.983.049	12.603.742	16.712.463	22.197.994	28.194.599	34.834.516	41.490.027
<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>		<i>(3.983.058)</i>	<i>1.734.493</i>	<i>(379.307)</i>	<i>4.108.722</i>	<i>5.485.530</i>	<i>5.996.605</i>	<i>6.639.917</i>	<i>6.655.511</i>
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	111	69	80	85	85	85	85	85	85
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	49	52	46	50	50	50	50	50	50
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	45	44	50	45	45	45	45	45	45
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	115	77	76	90	90	90	90	90	90

Fiyat Tespit Raporu'nda 6 yıllık projeksiyon hazırlanırken Şirket'in son üç yıllık ve 2020 yılının ilk çeyreğine ilişkin ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin incelendiği, Şirket yönetiminin görüşleri dahilinde geçmiş dönem ortalamalarıyla uyumlu nakit dönüşüm süresinin tahmin edildiği ifade edilmiştir. Buna göre Rapor'da ortalama tahsilat süresi 85 gün, ortalama borç ödeme süresi 45 gün ve ortalama stokta kalma süresi 50 gün olarak varsayılmıştır.

D. Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Rapor'da Şirket'in ulaşmayı hedeflediği satış hasılatları için 2020-2025 yılları arasında kapasite artırımları ve iyileştirme yatırımlarının yapılacağı ifade edilmiştir. Mevcut makine ekipmanının devamlılığı için her yıl bakım onarım yatırımının yapılması gerektiğine yer verilerek halka arz gelirinin bir kısmının bu kapsamda kullanılacağı belirtilmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in mevcut durumda halka arz geliri olmaksızın yaratabileceği hasılat ve yapabileceği yatırımlara aşağıdaki şekilde yer verilmiştir.

Yatırım Harcamaları - TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
PE/PP Köpük Ekstruderi	300.000	200.000				
PE Makine Teçhizat ve Ekipmanları	200.000	455.000		460.000	500.000	
HD PE Bölümü Makine ve Otomasyon			400.000			
XLPE Köpük ve Ekstruder Hattı				3.000.000		
Kapasite Artırımı	500.000	655.000	400.000	3.460.000	500.000	
Bakım-Onarım (İdame)	145.000	180.000	225.000	270.000	330.000	400.000
Diğer						
Toplam	645.000	835.000	625.000	3.730.000	830.000	400.000

Fiyat Tespit Raporu'na göre Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının 10 yıllık amortisman giderleri aşağıdaki gibidir.

Yıllık Amortisman Tablosu - TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yeni Yatırımların Amortismanı	32.250	106.250	179.250	397.000	625.000	686.500
Mevcut Amortisman	1.745.436	1.642.390	1.549.957	1.409.852	1.237.429	1.066.664
Toplam Yıllık Amortisman	1.777.686	1.748.640	1.729.207	1.806.852	1.862.429	1.753.164

E. Net Finansal Borç veya Net Nakit

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na göre 31.03.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in 8,1 milyon TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

Borçluluk - TL	2017	2018	2019	1Ç2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.040.377	11.711.928	15.844.485	16.252.457
Toplam Finansal Borçlar	6.993.807	12.127.272	9.899.309	8.152.533
Net Borç veya (Net Nakit)	3.953.430	415.344	(5.945.176)	(8.099.924)
Net Borç veya (Net Nakit) / FAVÖK	0.6x	0.1x	(0.6)x	(0.8)x

F. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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

Rapor'da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlenirken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin bir yıllık performans ölçüsü olan %13,50'lik faiz oranı kullanılmıştır. Hisse senedi risk primi olarak da %5,20 alınmıştır. Kurumlar vergisi oranı 2020 yılı için %22 ve sonrasında ise %20 olarak baz alınmıştır. Borçlanma maliyeti olarak şirketin 2020 yılı ilk üç aylık borçlarının ortalaması olan %12,4 oranına 1,6 puan eklenerek %14 oranı alınmıştır. Şirket'in borç oranının 2020 yılının ilk çeyreği ile uyumlu olarak %13,77 seviyesinde kalacağı varsayılmıştır.

G. İndirgenmiş Nakit Akımları

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na göre projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değerine ve pay başına değere ulaşabileceği ifade edilmiştir. Şirket'in uç değer büyüme oranı enflasyon oranındaki düşüş beklentisiyle 2025 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da serbest nakit akışları ve uç değer %17,67 AOSM ile indirgenmiş ve finansal net borç düşülerek Şirket'in özsermaye değeri 69.676.812 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre pay başına değer 4,35 TL olarak belirlenmiştir.

İNA Tablosu	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satış Hasılatı	51.658.322	68.536.644	91.041.051	115.643.671	142.885.866	170.191.189
Büyüme	-15,8%	32,7%	32,8%	27,0%	23,6%	19,1%
Satışların Maliyeti	(41.881.679)	(54.886.885)	(72.755.681)	(92.263.302)	(113.859.959)	(135.521.727)
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
Faaliyet Karı	4.927.290	7.724.658	11.031.598	14.736.168	18.898.610	23.080.938
Satış Hasılatındaki Payı	9,5%	11,3%	12,1%	12,7%	13,2%	13,6%
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	18.464.750
+ Amortisman	1.777.686	1.748.640	1.729.207	1.806.852	1.862.429	1.753.164
- Yatırım Harcamaları	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	2.984.644	4.443.955	3.869.181	9.511.400	13.162.403
Uç Değer						
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	61.576.887					
- Finansal Borçlar	8.152.533					
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	16.252.457					
Özsermaye Değeri	69.676.812					
Pay Başına Özsermaye Değeri	4,35					

VII. SONUÇ

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Dinamik İsi'nin belirlenen değerleme yöntemlerine göre hesaplanan özsermaye değerlerine eşit oranda ağırlık verilerek 81.886.186 TL halka arz öncesi özsermaye değerine ulaşılmış, %31,22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Dinamik İsi'nin halka arz fiyatı 3,52 TL olarak tespit edilmiştir.

DEĞERLEME SONUCU	AĞIRLIK	SONUÇ
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 Değeri	100%	5,12

HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER (TL)

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	81.886.186
Halka Arz İskontosu	31,22%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri*	56.320.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	16.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	3,52
Sermaye Artırım Oranı	52,38%
Sermaye Artırımı Nominal Pay Tutarı	8.700.000
Ortak Satışı Nominal Pay Tutarı	0
Halka Arz Edilecek Nominal Pay Tutarı	8.700.000
Halka Arz Büyüklüğü	30.624.000
Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri	86.944.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	24.700.000
Halka Açıklık Oranı	35,22%

VIII. GÖRÜŞ

Gedik Yatırım tarafından Dinamik Isı için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir. Bu açıdan incelediğimizde Rapor'da projeksiyonlara ilişkin varsayımların nispeten kısıtlı olduğunu ve daha detaylı verilmesinin yararlı olacağını düşünüyoruz.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde baz alınan pazar ve sektörlere ilişkin şirket verilerinde uç değerlerin analize dâhil edilmemesini ve çarpanların ortalamasının medyan olarak kullanılmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Diğer taraftan sadece FD/FAVÖK çarpanının baz alınmasının analizi sınırlandırdığını düşünüyoruz.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.