

SMART GÜNEŞ ENERJİSİ TEKNOLOJİLERİ ARAŞ. GEL. ÜRE. SAN. VE TİC. A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

Şirket, güneş enerjisi, yenilenebilir enerji ve elektrik enerjisi alanlarında faaliyet göstermek amacıyla 2014 yılında Avrupa GES Yenilenebilir Enerji Üretim San. Tic. Ltd. Şti. unvanıyla İstanbul'da kurulmuştur. 2016 yılında ise şirket unvanı Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araş. Gel. Üre. San. ve Tic. A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket'in ana faaliyet konusu güneş paneli üretimi ve satışlarıdır. Şirket ayrıca güneş enerjisi santralleri için proje geliştirme, mühendislik, arazi seçimi, santral bileşenleri temini ve anahtar teslim güneş enerjisi santrali temini hizmeti vermektedir. Şirket, fiyat tespit raporunun hazırlandığı tarih itibarıyla güneşten elektrik enerjisi üretimi için panel üretimi yapmakta olup doğrudan elektrik enerjisi veya yenilenebilir enerji üretimi yapmamaktadır. Şirket, henüz hücre üretimi yapmamakta olup, halka arz kapsamında planlanan yatırımlar kapsamında bu alanda da faaliyete geçilmesi hedeflenmektedir.

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri'nin, 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla 114 beyaz yaka çalışanına ilaveten üretim alanında 419 mavi yaka olmak üzere toplam 533 personeli bulunmaktadır. Merkezi İstanbul'da bulunan şirketin, Kocaeli/Gebze'de 23.500 m² alan üzerine kurulu ve yıllık 1.200 MW üretim kapasitesine sahip üretim tesisi bulunmaktadır. 2021 Şubat itibarıyla vardiyalı çalışma dikkate alınmaksızın hazırlanan Kapasite Raporu'na göre Şirket'in %90 oranında verimle saatte 380 güneş paneli üretim kapasitesine sahip olduğu belirlenmiştir. Ayrıca Almanya ve Ukrayna'da ofisleri bulunan şirket hâlihazırda 11 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Toplam brüt satış gelirleri içerisinde ihracatın ağırlığı 2021/09 verilerine göre %2 (2020: %22) seviyesinde bulunmaktadır. Müşteri portföyü arasında devlet kurumları, özel sektör kuruluşları ve son kullanıcılar gelmektedir.

Şirket 2018 yılında toplam 38 MW büyüklüğünde 33 proje, 2019 yılında biri yurt dışında olmak üzere toplam 41,2 MW büyüklüğünde 25 proje ve 2020 yılında biri yurt dışında olmak üzere toplam 57,7 MW büyüklüğünde 43 proje tamamlamıştır. Şirket 2021/09 dönemi itibarıyla ise toplam 55 MW büyüklüğünde 13 proje gerçekleştirirken, devam eden 44 MW büyüklüğünde projesi bulunmaktadır.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		TL	%	TL	%	TL	%
Smart Holding A.Ş.	A	35.000.000	27,45%	35.000.000	22,88%	35.000.000	22,88%
	B	92.500.000	72,55%	86.160.000	56,31%	79.792.000	52,15%
Halka Açık Kısım	B			31.840.000	20,81%	38.208.000	24,97%
Toplam Sermaye		127.500.000	100,00%	153.000.000	100,00%	153.000.000	100,00%

Pay halka arzı öncesinde Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri'nin çıkarılmış sermayesi 127.500.000 TL seviyesinde bulunmaktadır. Pay halka arzı kapsamında Şirket sermayesi nominal 25.500.000 TL artırılabilecek ve mevcut pay sahiplerinden Smart Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 6.340.000 TL nominal değerli paylar satışa sunulacaktır. Böylelikle, pay halka arzı kapsamında toplamda 31.840.000 TL

nominal değerli payların satışı yapılacaktır. Pay halka arzı sonrasında Şirket'in çıkarılmış sermayesi 153.000.000 TL seviyesine ulaşacak ve halka açıklık oranı ise %20,81 olacaktır (ek satış hariç).

Halka arzda ek satış hakkının kullanılması durumunda, Smart Holding A.Ş.'ye ait 6.368.000 TL nominal değerli paylarda halka arz edilebilecektir. Ek satışa konu payların tamamının satılması durumunda, halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 38.208.000 TL olacak ve Şirket'in halka açıklık oranı %24,97'ye ulaşacaktır.

Değerlendirme

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin (TSKB) KAP'ta Yayınlamış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri pay halka arzı için TSKB tarafından hazırlanan halka arz fiyat tespit raporunda değerlendirme çalışması yapılırken, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda; Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi** ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak **Çarpan Analizi** kullanılmıştır. Çarpan Analizi kapsamında ise; yurt dışı benzer şirketler, BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar şirketleri incelenmiştir.

Şirketin halka arz öncesi öz sermaye değeri; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %30 oranında, yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %20 oranında, BİST Elektrik Endeksi çarpan analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %25 oranında ve BİST Yıldız Pazar çarpan analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %25 oranında ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi; gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesiyle belirlenmesini sağlayan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak hesaplanır.

Gelecekte yaratılması muhtemel nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesinde iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılır.

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri ana gelir ve gider kalemlerinin ağırlıklı olarak USD cinsinden olması nedeniyle projeksiyonlar da USD cinsinden yapılmış ve projeksiyon dönemi 2022 - 2031 olarak belirlenmiştir. 2031 yılından sonrasına ilişkin terminal (sonsuz) büyüme oranı %1,0 olarak belirlenmiştir.

Şirket'in bağlı ortaklıklarından Smart IHK ve Smart Sumec gelirleri projeksiyona dâhil edilmemiştir. Smart Sumec operasyonlarının Şirket içinde devam edeceği değerlendirilmiştir. Smart IHK defter değeri Şirket ortaklığı nispetinde İNA yöntemiyle bulunan öz sermaye değerine eklenmiştir.

Nakit akımlarının iskonto edileceği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) oranı %15,51 olarak belirlenmiş olup, hesaplamanın ana bileşenleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM Ana Bileşenleri	
Öz Sermaye / (Borç + Öz Sermaye)	54%
Borç / (Borç + Öz Sermaye)	46%
Vergi Oranı	20%
Kaldıraçsız Beta	1,11
Kaldıraçlı Beta	1,87
Risksiz Getiri Oranı	7,53%

Piyasa Risk Primi	7%
Şirkete Özgü Risk Primi	2%
Öz Sermaye Maliyeti	22,6%
Borçlanma Maliyeti	9%
AOSM	15,51%

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca güneş paneli satışlarının, MW bazında panel satışlarının gelişimleri ile maliyetlerinin seyri şu şekilde belirlenmiştir.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Güneş Paneli Satışları (bin, USD)	131.617	193.667	274.067	296.687	362.445	588.427	758.407	864.609	967.905	1.069.793
Yurt İçi Satışlar	109.127	139.491	182.758	182.624	186.315	243.744	277.175	290.982	297.989	288.848
Yurt Dışı Satışlar	22.490	54.177	91.308	114.064	176.130	344.683	481.232	573.627	669.916	780.945
Güneş Paneli Satışları (MW)	371	541	780	860	1.063	1.750	2.308	2.700	3.103	3.515
Yurt İçi Satışlar	308	406	546	559	584	788	923	999	1.055	1.055
Yurt Dışı Satışlar	63	135	234	301	478	963	1.385	1.701	2.048	2.461
Güneş Paneli Maliyetleri (bin, USD)	-114.585	-165.832	-232.879	-250.216	-301.356	-482.215	-616.846	-700.128	-780.376	-857.676
Yurt İçi Satışlar	-94.945	-124.199	-162.726	-162.285	-165.257	-216.261	-245.815	-258.018	-264.210	-256.139
Yurt Dışı Satışlar	-19.641	-41.633	-70.154	-87.931	-136.099	-265.954	-371.031	-442.111	-516.166	-601.537

Projeksiyon dönemi boyunca mühendislik ve projelendirme satışlarının gelişimleri ile maliyetlerinin seyri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Mühendislik ve Projelendirme Satışları (bin, USD)	31.992	34.580	37.314	40.478	43.874	47.458	51.326	55.694	60.157	65.166
Yurt İçi Satışlar	17.633	19.068	20.586	22.387	24.342	26.341	28.536	31.027	33.539	36.415
Yurt Dışı Satışlar	14.359	15.511	16.728	18.091	19.532	21.116	22.790	24.667	26.619	28.751
Mühendislik ve Projelendirme Maliyetleri (bin, USD)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt İçi Satışlar	-12.166	-14.537	-15.697	-17.087	-18.597	-20.133	-21.823	-23.750	-25.681	-27.905
Yurt Dışı Satışlar	-10.937	-11.817	-12.745	-13.788	-14.889	-16.102	-17.381	-18.821	-20.313	-21.945

Finansal dönemler itibarıyla Şirket hasılatının kırılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Satışların Kırılımı (bin, USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Modül Satışları	131.617	193.667	274.067	296.689	362.445	588.427	758.407	864.609	967.905	1.069.793
Toplam Satışlara Oranı	80%	85%	88%	88%	89%	93%	94%	94%	94%	94%
Mühendislik ve Projelendirme Satışları	31.992	34.580	37.314	40.478	43.874	47.458	51.326	55.694	60.159	65.166
Toplam Satışlara Oranı	20%	15%	12%	12%	11%	7%	6%	6%	6%	6%
Toplam	163.609	228.247	311.381	337.167	406.318	635.885	809.733	920.303	1.028.063	1.134.959

Şirket, yapacağı yatırımlar neticesinde satışlarını projeksiyon dönemi boyunca %24 YBBO büyüyeceğini öngörmektedir. 2022 yılında %16 seviyesinde bulunan brüt kar marjının özellikle daha kârlı olan yurt dışı satışlarının artışıyla 2031 yılında %20 seviyesine yükseleceği varsayılmıştır. Buna paralel olarak 2022 yılında %13 seviyesinde bulunan FAVÖK marjının %17 seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır.

bin, USD	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
----------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Net Satışlar	163.609	228.247	311.381	337.167	406.318	635.885	809.733	920.303	1.028.063	1.134.959
Büyüme		40%	36%	8%	21%	56%	27%	14%	12%	10%
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Büyüme		40%	36%	8%	19%	55%	27%	13%	11%	10%
Brüt Kar	25.922	36.061	50.060	56.076	71.477	117.434	153.683	177.603	201.693	227.433
Brüt Kar Marjı	16%	16%	16%	17%	18%	18%	19%	19%	20%	20%
Faaliyet Giderleri (Amortisman Hariç)	-4.908	-6.847	-9.341	-10.115	-12.190	-19.077	-24.292	-27.609	-30.842	-34.049
Faaliyet Giderleri/Satışlar	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
FAVÖK	21.013	29.214	40.719	45.961	59.287	98.358	129.391	149.994	170.851	193.385
FAVÖK Marjı	13%	13%	13%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	17%
İşletme Sermayesi Değişimi	-25.804	-20.161	-25.495	-7.519	-20.934	-69.884	-51.693	-31.537	-30.076	-41.661
Vergi (FVÖK Üzerinden)	-4.146	-4.321	-6.209	-6.577	-8.649	-16.961	-22.715	-26.553	-30.441	-34.699
Yatırımlar	-39.393	-10.162	-31.997	-18.148	-23.144	-22.648	-14.090	-14.170	-6.210	-6.250
Serbest Nakit Akışı	-48.330	-5.430	-22.983	13.717	6.560	-11.134	40.893	77.734	104.123	110.774

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemi; Şirket'in öngörülerinden oluşması ve birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Buna bağlı olarak, projeksiyonun ve parametrelerin değişmesi halinde farklı öz sermaye değerine ulaşma durumu bulunmaktadır.

Belirlenen varsayımlar altında, serbest nakit akımı projeksiyonları %1,0 terminal (sonsuz) büyüme oranı ve %15,51 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 30 Eylül 2021 tarihli bilançodaki net borç tutarı olan 13,5mn USD düşülerek, Smart IHK bağlı ortaklığının defter değeri olan 340bin USD'nin Şirket ortaklık nispetinde eklenmesi sonucunda öz sermaye değeri 249,2mn USD olarak hesaplanmaktadır.

İNA Değerleme Özeti (bin, USD)	
İNA Firma Değeri	262.358
Toplam Net Borç	13.476
İNA Öz Sermaye Değeri	248.882
Smart IHK Defter Değeri *	340
Öz Sermaye Değeri	249.222

* Şirketin 30/09/2021 ortaklık oranı nispetinde.

Çarpan Analizi

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri değerlendirme çalışması için Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) çarpanının kullanılmasına karar verilmiştir. Çarpan Analizi, şirket değerini, faaliyet gösterdiği sektördeki yurt içi ve yurt dışı karşılaştırılabilir benzer halka açık şirketlerin ve ilgili endekslerin değerlendirme çarpanlarıyla karşılaştırarak belirleyen bir yöntemdir. Bu kapsamda; Şirket ile yurt içi karşılaştırılabilir halka açık şirket bulunmaması nedeniyle yurt dışı karşılaştırılabilir benzer şirketler, BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar şirketleri üzerinden analiz çalışması yapılmıştır.

Analiz çalışmasında, Şirket FAVÖK tutarından önümüzdeki dönem faaliyetlerine devam etmeyecek olan Smart IHK'nın FAVÖK tutarı düşülmüştür. Smart Sumec FAVÖK tutarı ise Şirketin ortaklığı nispetinde (%50) dikkate alınmıştır. Bunun yanında, Smart IHK defter değeri Şirket ortaklığı nispetinde halka açık karşılaştırılabilir benzer şirket çarpanlarıyla belirlenen öz sermaye değerine eklenmiştir.

Çarpan analizi yönteminde Şirket'in 2021 yılı düzeltilmiş FAVÖK tutarı kullanılmıştır. Bu kapsamda; 31 Aralık 2021 tarihli bağımsız denetim raporu dikkate alınarak, esas faaliyet karı kalemine, amortisman ve itfa giderleri çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kıdem tazminatı ve izin ödemeleri gibi

karşılıklarla diğer maddi olmayan gelir / gider eklenmiştir. Bu doğrultuda; 2021 yılı düzeltilmiş FAVÖK rakamı 14,78mn USD olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler

2021 yılı FD / FAVÖK çarpanları 01 Mart 2022 tarihi itibarıyla Bloomberg veri terminalinden elde edilmiştir. Analiz kapsamında yurt dışı benzer karşılaştırılabilir şirketlere ilişkin temel piyasa bilgileri ve değerlendirme rasyoları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn, USD)	Firma Değeri (mn, USD)	FD / FAVÖK 2021
Canadian Solar Inc	2.015	4.217	10,95
First Solar Inc	8.005	6.549	8,97
JA Solar Technology Co Ltd	23.411	24.911	32,16
JinkoSolar Holding Co Ltd	2.368	6.993	18,47
LONGi Green Energy Technology Co Ltd	68.639	68.728	29,20
Shenzhen SC New Energy Technology Corp	4.713	4.173	28,84
Shoals Technologies Group Inc	2.638	2.864	44,41
Sunnova Energy International Inc	2.285	5.760	107,24
Trina Solar Co Ltd	24.762	27.477	46,91
Xinjiang Daqo New Energy Co Ltd	18.205	17.187	13,17
Firma Değeri Bazlı Ağırlıklı Ortalama			13,18

2021 FD / FAVÖK çarpanı 20x üzerinde bulunan şirketler uç değer olarak kabul edilerek analize tabi tutulmamıştır. Yurt dışı benzer karşılaştırılabilir şirketlerin 2021 FD / FAVÖK firma değeri ağırlıklı ortalaması 13,18x olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (bin, USD)	FD / FAVÖK 2021
Çarpan Analizi Firma Değeri	194.779
Toplam Net Borç	13.476
Çarpan Analizi Öz Sermaye Değeri	181.303
Smart IHK Defter Değeri *	340
Öz Sermaye Değeri	181.643

* Şirketin 30/09/2021 ortaklık oranı nispetinde.

Yurt dışı karşılaştırılabilir benzer şirket çarpanlarına göre öz sermaye değeri 181,6mn USD olarak hesaplanmaktadır.

Sektör Şirketleri

Şirket'in söz konusu halka arz sonrasında BİST Elektrik Endeksi'nde ve BİST Yıldız Pazar'da işlem göreceği öngörüldüğü için analiz çalışmasında bu sektörler dikkate alınmıştır.

BİST Elektrik Endeksi 2021 FD / FAVÖK firma değeri ağırlıklı ortalaması 8,84x olarak hesaplanmıştır. 2021 FD / FAVÖK çarpanı 20x üzerinde bulunan şirketler uç değer olarak kabul edilerek analize tabi tutulmamıştır. BİST Elektrik Endeksi şirket çarpanlarına göre öz sermaye değeri 117,5mn USD olarak hesaplanmaktadır.

BİST Elektrik Endeksi (bin, USD)	FD / FAVÖK 2021
Çarpan Analizi Firma Değeri	130.644
Toplam Net Borç	13.476
Çarpan Analizi Öz Sermaye Değeri	117.168
Smart IHK Defter Değeri *	340
Öz Sermaye Değeri	117.508

* Şirketin 30/09/2021 ortaklık oranı nispetinde.

BİST Yıldız Pazar 2021 FD / FAVÖK firma değeri ağırlıklı ortalaması 5,34x olarak hesaplanmıştır. 2021 FD / FAVÖK çarpanı 20x üzerinde bulunan şirketler uç değer olarak kabul edilerek analize tabi tutulmamıştır. BİST Elektrik Endeksi şirket çarpanlarına göre öz sermaye değeri 65,8mn USD olarak hesaplanmaktadır.

BİST Yıldız Pazar (bin, USD)	FD / FAVÖK 2021
Çarpan Analizi Firma Değeri	78.926
Toplam Net Borç	13.476
Çarpan Analizi Öz Sermaye Değeri	65.450
Smart IHK Defter Değeri *	340
Öz Sermaye Değeri	65.790

* Şirketin 30/09/2021 ortaklık oranı nispetinde.

Değerleme Sonucu

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri'nin halka arz öncesi öz sermaye değeri; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %30 oranında, yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %20 oranında, BİST Elektrik Endeksi çarpan analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %25 oranında ve BİST Yıldız Pazar çarpan analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %25 oranında ağırlık verilerek 156,9mn USD olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (bin, USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları	181.643	20%	36.329
BİST Elektrik Endeksi Çarpanları	117.508	25%	29.377
BİST Yıldız Pazar Çarpanları	65.790	25%	16.448
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	249.222	30%	74.767
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			156.920

Değerleme yöntemleriyle hesaplanan halka arz öncesi öz sermaye değeri dikkate alındığında; 17,50 TL olarak belirlenen birim pay değeri üzerinden %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına halka arz fiyatı 14,00 TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (bin, USD)	156.920
USD / TL Kuru (04 Mart 2022) *	14,189
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (bin, TL)	2.226.588
Ödenmiş Sermaye	127.500.000
Birim Pay Değeri	17,5
Halka Arz İskontosu	20,0%
İskontolu Pay Halka Arz Fiyatı	14,0

* Rapor tarihinden bir iş günü önce açıklanan TCMB USD alış satış kuru ortalamasıdır.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirket faaliyetleri hakkında bilgilere detaylı ve açıklayıcı bir şekilde yer verilmiştir.
- Şirketin gelecek dönemlerde gösterebileceği performanstan ve elde edebileceği operasyonel serbest nakit akımlarından yola çıkarak değerlendirme imkânı vermesi ve bu nedenle genel kabul görmüş bir

değerleme olması nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yönteminin kullanılmasını şirket değerinin makul olarak belirlenmesine olanak sağladığı görüşündeyiz. Şirket'in ana gelir ve gider kalemlerinin ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden olması nedeniyle İNA analizi projeksiyonlarının ABD doları olarak hazırlanmasını makul buluyoruz.

- Şirket, 31 Aralık 2022 itibarıyla, en az 163.609.378 USD'ye tekabül edecek Türk Lirası tutarında net satış geliri ve 21.013.381 USD'ye tekabül edecek FAVÖK tutarının gerçekleşeceği, belirtilen tutarlarda rakamların gerçekleşmemesi halinde ise yatırımcılara İzahname madde 26.6'da (izahname ekleri Ek-8) açıklandığı şartlara göre ilave B grubu şirket payı verilmesi konusunda taahhütte bulunmaktadır.
- Şirketin faaliyet alanlarında Borsa İstanbul'da işlem gören benzer bir şirket bulunmadığı için yurt dışında işlem gören faaliyet alanına uygun karşılaştırılabilir şirketlerin kullanılmasını, bunun yanı sıra Şirket'in halk arz sonrasında BİST Elektrik ve Yıldız Pazarda işlem göreceği öngörüsüyle BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar Şirketlerinin de Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde 2021 FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan firmaların uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye dahil edilmemiş olmasını olumlu buluyoruz.

Sonuç: Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri için; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemine %30 oranında, yurt dışı benzer şirket çarpanlarına %20 oranında, BİST Elektrik Endeksi çarpanlarına %25 oranında ve BİST Yıldız Pazar çarpanlarına %25 oranında ağırlık verilerek hesaplanan halka arz öncesi öz sermaye değerini makul buluyoruz. Hesaplanan öz sermaye değeri üzerinden sırasıyla %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra ulaşılan pay başına 14,00 TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansallar

VARLIKLAR (TL)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/09/2021
Dönen Varlıklar	237.314.622	334.871.701	500.880.569	570.977.117
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.698.616	8.323.197	25.869.747	11.634.229
Ticari Alacaklar	141.438.539	236.666.280	200.745.984	338.587.675
Diğer Alacaklar	17.229.954	15.029.333	18.198.149	11.137.020
Stoklar	42.642.100	53.295.307	82.967.102	89.684.693
Peşin Ödenmiş Giderler	29.271.318	19.013.842	152.082.514	105.457.172
Diğer Dönen Varlıklar	4.034.095	2.543.742	21.017.073	14.476.328
Duran Varlıklar	49.971.505	61.681.717	77.177.364	100.629.875
Diğer Alacaklar	317.254	356.612	440.630	530.598
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	11.640.245	7.247.517	6.819.883
Maddi Duran Varlıklar	43.305.076	40.105.625	56.275.474	84.422.491
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	281.694	174.361	854.541	1.198.025
Ertelenmiş Vergi Varlığı	6.067.481	9.404.874	12.359.202	7.658.878
TOPLAM VARLIKLAR	287.286.127	396.553.418	578.057.933	671.606.992
KAYNAKLAR (TL)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/09/2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	140.886.134	290.704.008	439.247.657	500.860.948
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.088.387	276.820	57.497.688	83.888.881
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.273.926	46.059.232	2.876.377	7.952.119

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	0	5.765.938	6.901.081	5.174.132
Ticari Borçlar	37.979.599	50.869.987	137.520.919	199.695.374
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.431.944	1.327.773	3.872.929	5.818.650
Diğer Borçlar	308.582	683.668	7.476.005	3.828.310
Ertelenmiş Gelirler	85.391.820	182.658.508	212.050.078	173.126.394
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	630.974	1.080.100	2.320.596	5.003.881
Kısa Vadeli Karşılıklar	496.461	636.530	2.913.410	2.726.948
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	284.441	1.345.452	5.818.574	13.646.259
Uzun Vadeli Yükümlülükler	140.173.340	89.103.294	64.783.958	31.955.196
Uzun Vadeli Borçlanmalar	419.744	266.127	12.874.983	26.974.678
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	0	7.110.435	2.286.045	2.399.304
Ticari Borçlar	139.475.098	81.288.247	48.862.331	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	278.498	438.485	760.599	2.581.214
ÖZKAYNAKLAR	6.226.653	16.746.116	74.026.318	138.790.848
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	6.226.653	16.558.130	71.204.251	134.106.339
Ödenmiş Sermaye	5.000.000	5.000.000	30.998.000	90.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	-42.368	-79.388	-388.124	-711.193
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler		-36.763	-14.242	15.418.729
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	336.637	1.802.897	5.978.453
Geçmiş Yıl Karları / Zararları (-)	4.181.652	932.384	-16.126.616	-2.122.664
Net Dönem Karı / Zararı (-)	-2.912.631	10.405.260	54.932.336	25.543.014
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		187.986	2.822.067	4.684.509
TOPLAM KAYNAKLAR	287.286.127	396.553.418	578.057.933	671.606.992

GELİR TABLOSU (TL)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/09/2020	30/09/2021
Hasılat	318.903.102	401.776.810	579.697.636	347.102.194	516.305.343
Satışların Maliyeti (-)	-310.827.762	-312.418.668	-459.117.786	-281.430.616	-446.869.102
BRÜT KAR	8.075.340	89.358.142	120.579.850	65.671.578	69.436.241
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.062.303	-11.601.086	-15.797.096	-8.793.694	-19.397.341
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-6.855.356	-30.965.717	-9.977.731	-7.626.590	-7.770.209
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	123.733.548	81.167.715	284.783.673	214.224.925	319.918.233
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-123.561.973	-114.025.461	-318.814.255	-230.748.748	-305.781.382
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	-5.670.744	13.933.593	60.774.441	32.727.471	56.405.542
Finansman Gelirleri	27.015	6.850.690	15.768.130	6.632.058	9.845.779
Finansman Giderleri (-)	-746.945	-10.916.715	-17.663.746	-14.742.793	-29.077.046
Vergi Öncesi Kar	-6.390.674	9.867.568	58.878.825	24.616.736	37.174.275
Vergi Gelir/Gideri (-)	-1.219.516	-2.298.808	-4.004.172	-3.390.797	-5.003.881
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	4.697.559	3.024.486	2.867.248	4.561.226	-4.764.938
Dönem Karı	-2.912.631	10.593.246	57.741.901	25.787.165	27.405.456

Çekince:

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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.