

ALFA SOLAR ENERJİ 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, 2011 yılında güneş enerjisinden elektrik üretebilen fotovoltaik güneş panellerini Türkiye'de üretmek üzere kurulmuş ve iki yıl boyunca süren üretilecek panel ve makine parkuru dizaynı, fabrika inşaatı ve makine parkuru kurulumu işlerinin ardından faaliyete geçmiştir. 2014 yılında ise önce deneme üretimine başlayan Alfa Solar, devamında seri üretime geçiş yapmıştır. Şirket, sadece üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerinin satışı alanında faaliyet göstermektedir. Faaliyet konuları arasında yer almasına rağmen doğrudan veya dolaylı olarak elektrik üretimi ve güneş enerjisi santralleri kurulumu yapmamaktadır.

Yönetim faaliyetlerini Ankara / Çankaya'da bulunan Şirket merkezinden yürüten Alfa Solar, üretim faaliyetlerini Kırıkkale'de bulunan 5.400 m² kapalı olmak üzere toplam 10.000 m² alana sahip ana fabrikasından yürütmektedir. Seri üretime geçtiği 2014 yılında yıllık 30 MWp güneş paneli üretim kapasitesiyle üretime başlayan Şirket, yıldan yıla yaptığı kapasite artışlarının sonuncusunu 2020 yılı sonlarında tamamlamıştır. 16 Şubat 2022 düzenlenen kapasite raporuna göre Şirket'in maksimum verimde yıllık 290,7 MWp (640bin adet 144 hücreli 450 MWp paneller) üretim yapabildiği tespit edilmiştir.

Alfa Solar, özellikle son dönemde artan iş hacmine cevap vermek amacıyla; 2021 yılının son çeyreğinde Kırıkkale'de satın alınan 25.000 m² büyüklüğündeki arazi üzerine yaklaşık 22.000 m² kapalı alana sahip yeni fabrika inşaatına başlamıştır. Yeni fabrika yatırımıyla birlikte Şirket'in, Ekim 2022'de ilk fazda ek 500 MWp ve Mart 2023'de ikinci fazda ek 500 MWp olmak üzere toplam 1.000 MWp yıllık üretim kapasitesi artışı beklenmektedir. Buna göre, Alfa Solar'ın Nisan 2023'de toplam 1.290,7 MWp yıllık üretim kapasitesine ulaşması hedeflenmektedir.

Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

(Wp)	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Üretim Miktarı	87.981.075	108.013.575	150.419.930	59.422.000	109.889.932
Satış Miktarı	76.197.450	104.658.153	140.269.820	61.634.265	118.370.111
Yurt İçi Satış Mik.	73.598.728	104.162.538	138.537.126	60.501.936	115.537.763
Yurt Dışı Satış Mik.	2.598.722	495.615	1.732.694	1.132.329	2.832.348
Kapasite	93.195.000	186.390.000	186.390.000	186.390.000	290.700.000
Kap. Kul. Oranı	94,41%	57,95%	80,70%	31,88%	37,80%

(TL)	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Yurt İçi Satışlar	136.783.278	234.121.653	448.662.458	155.873.349	686.467.077
Yurt Dışı Satışlar	4.213.461	1.617.267	4.043.015	1.837.007	13.588.167
Diğer Gelirler	2.933.196	5.672.766	3.468.509	1.117.472	3.416.568
Brüt Satışlar	143.929.935	241.411.686	456.173.982	158.827.828	703.471.812
Satışlardan İadeler	-5.663.212	-7.977.095	-17.620.296	-13.222.280	-5.066.195
Net Satışlar	138.266.723	233.434.591	438.553.686	145.605.548	698.405.617

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Alfa Solar Enerji'nin pay halka arzı öncesinde 40.000.000 TL tutarında çıkarılmış sermayesi bulunmaktadır. Pay halka arzı kapsamında Şirket sermayesi nominal 6.000.000 TL artırılabilecek ve mevcut ortak Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yat. A.Ş.'ye ait 3.200.000 TL nominal değerli B grubu paylar da halka arza konu edilecektir. Buna göre, pay halka arzı kapsamında toplamda 9.200.000 TL nominal değerli payların satışı yapılacaktır. Ek satış bulunmayan pay halka arzı sonrasında Şirket'in çıkarılmış sermayesi 46.000.000 TL seviyesine ulaşacak ve halka açıklık oranı ise %20,00 olacaktır.

Şirket'in ortaklık yapısına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Ortağın Unvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yat. A.Ş.	A	8.000.000	20,00%	8.000.000	17,39%
Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yat. A.Ş.	B	32.000.000	80,00%	28.800.000	62,61%
Halka Açık Kısım	B			9.200.000	20,00%
Toplam Sermaye		40.000.000	100,00%	46.000.000	100,00%

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Alfa Solar Enerji pay halka arzı "Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı" şeklinde ve "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Payların Borsa'da işlem görmeye başladığı ilk işlem günü dâhil olmak üzere 20 (yirmi) işlem günü süreyle "Günlük Alım Emri Taahhüdü" uygulanması planlanmaktadır.

Söz konusu pay halka arzında pay başına halka arz fiyatı 58,50 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 538.200.000 TL seviyesinde olacaktır.

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Alfa Solar Enerji San. ve Tic. A.Ş.
BİST İşlem Kodu	ALFAS
Halka Arz Fiyatı	58,50 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış - (Mükerrer Talep Kontrolü)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	40.000.000
Halka Arz Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye (TL)	46.000.000
Halka Arz Edilen Paylar	Sermaye Artışı: 6.000.000 TL Nominal Değerli Paylar Ortak Satışı: 3.200.000 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	538.200.000
Tahsisat Grupları	Bireysel Yatırımcı: 5.520.000 TL nominal değerdeki %60 kısmı Yüksek Başvurulmuş Yatırımcı: 2.300.000 TL nominal değerdeki %25 kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: 1.380.000 TL nominal değerdeki %15 kısmı
Dağıtım	Bireysel Yatırımcı ve Yüksek Başvurulmuş Yatırımcı: Oransal Dağıtım Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: İhraççı Kurum Tarafından Karar Verilecek
Günlük Alım Emri Taahhüdü	Payların Borsa'da işlem görmeye başladığı ilk işlem günü dâhil olmak üzere 20 (yirmi) işlem günü süreyle uygulanması planlanmaktadır. Toplam kaynak; halka arz edilen payların tamamının satılması durumunda halka arz büyüklüğünün %30'u tutarındaki kaynak (161.460.000 TL tutarla) ile sınırlı olacaktır.
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	2.691.000.000
Talep Toplama Tarihleri	09 - 10 - 11 Kasım 2022 (Çarşamba - Perşembe - Cuma)

Değerlendirme

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin KAP'ta Yayınlamış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Deniz Yatırım tarafından Alfa Solar Enerji pay halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme çalışması yapılırken; Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda; Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak **Çarpan Analizi** ve Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi** kullanılmıştır. Maliyet yaklaşımı ise, Şirket'in bir yatırım ortaklığı, holding şirketi veya kuruluş döneminde olmaması ve faaliyetlerinin sürekli olması nedeniyle değerlemede kullanılmamıştır.

Alfa Solar Enerji'nin pay halka arzı öncesi piyasa değeri; Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %40 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %60 oranında ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Çarpan Analizi; şirket değerinin, etkin işlediği varsayılan pay piyasalarında işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılmasıyla belirlenmesini sağlayan bir yöntemdir. Çarpan Analizi değerlendirme çalışması kapsamında; sanayi şirketleri için en güvenilir ve en uygun yöntemlerden olduğu düşüncesiyle Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) çarpanının ve Fiyat / Kazanç (F / K) çarpanının kullanılması tercih edilmiştir.

Alfa Solar Enerji şirket değerinin hesaplanmasında 30/06/2022 tarihli bilanço verileri ve 01/07/2021 - 30/06/2022 dönemine ilişkin gelir tablosu verileri dikkate alınmıştır. Şirket'in 30/06/2022 tarihi itibarıyla 275,1mn TL tutarında net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

Net Finansal Borç (Nakit) (mn, TL)	30.06.2022
Kısa Vadeli Borçlanmalar	104,7
Uzun Vadeli Borçl. Kısa Vadeli Kısımları	6,3
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1,7
Diğer Borçlar	2,8
Nakit ve Nakit Benzerleri	243,3
Finansal Yatırımlar	128,6
İlişkili Taraflarla Diğer Alacaklar	18,7
Net Finansal Borç (Nakit)	-275,1

Çarpan Analizi yönteminde dikkate alınan, net finansal borç (nakit) pozisyonu, FAVÖK ve net kâr tutarlarına ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Finansal Veriler (mn, TL)	2019	2020	2020	2021/06	2022/06	2022/06
Brüt Kâr	15,5	44,9	76,9	15,6	124,3	185,6
Genel Yönetim ve Pazarlama Giderleri	2,1	3,4	5,0	1,6	5,9	9,3
Faaliyet Kârı	13,4	41,4	71,9	14,0	118,4	176,3
Amortismanlar	0,9	1,2	2,4	0,9	1,4	2,9
FAVÖK	14,2	42,6	74,3	14,9	119,8	179,1
Net Kâr	9,9	38,8	48,4	5,7	138,9	181,6

Özet Veriler (mn, TL) - 30/06/2022	
Net Finansal Borç (Nakit)	-275,1
FAVÖK	179,1
Net Kâr	181,6

Faaliyetleri itibariyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında Alfa Solar Enerji ile Smart Güneş Enerjisi şirketinin yüksek benzerlik gösterdiği görülmekte, fakat bu şirkete ait çarpanların değerlemede belirlenen uç değerleri aşması nedeniyle değerlemede dikkate alınmadığı belirtilmektedir.

Çarpan Analizi kapsamında; Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasından seçilen Elektrik Ürünleri Üreticileri ve BIST Yıldız Pazar'da işlem gören, piyasa değeri 5,0mlr TL'nin altındaki seçilmiş şirketler değerlemeye dâhil edilmiştir. 12 aylık döneme ait FAVÖK ve net kâr tutarları negatif olan şirketlerle, FD / FAVÖK çarpanı 25,0x'ten ve F / K çarpanı 30,0x'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Uç değer seviyeleri; benzer şirketlerin çarpan değerlerinin ortalama ve orta değerlerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir. Şirket çarpanları 12/10/2022 kapanış tarihi itibariyle hesaplanmış ve uç değerler dışarıda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır.

Yurt İçi Karşılaştırlabilir Şirketler; Elektrik Ürünleri Üreticileri Seçilmiş Şirketler

Belirlenen şirketler arasında Smart Güneş Enerjisi şirketi Alfa Solar Enerji ile benzerlik göstermesine rağmen, çarpanlarının değerlemede belirlenen uç değerleri aşması nedeniyle değerlemede dikkate alınmamıştır. Diğer şirketler ise ürettikleri ürünler ve bu ürünlerin enerji elektrik üretimi/iletimi alanlarında kullanılması nedeniyle Alfa Solar Enerji ile benzer şirket kapsamında değerlendirilmiştir.

Borsa İstanbul'da işlem gören Elektrik Ürünleri Üreticileri Seçilmiş Şirketlere ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir. Seçilmiş şirketlerin FD / FAVÖK çarpanları medyanı 15,8x olarak, F / K çarpanları medyanı 22,2x olarak belirlenmiştir.

Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	Piyasa Değeri (mn, TL)	Net Borç (mn, TL)	Firma Değeri (mn, TL)	FAVÖK (mn, TL)	Net Kâr (mn, TL)	FD / FAVÖK	F / K
Emek Elektrik	248	33	281	32	5	8,7	46,9
Gersan Elektrik	468	130	598	44	10	13,5	46,5
Girişim Elektrik	11.983	446	12.429	755	424	16,5	28,2
Manas Enerji Yönetimi	466	57	524	26	10	20,4	48,2
Say Yenilenebilir Enerji	1.599	-9	1.590	101	99	15,8	16,1
Smart Güneş Enerjisi	13.648	68	13.716	166	157	82,8	86,9
Ulusoy Elektrik	10.640	369	11.009	34	-29	327,2	A.D.
Medyan						15,8	22,2

Elektrik Ürünleri Üreticileri seçilmiş şirketler FD / FAVÖK çarpan medyanına göre ve F / K çarpan medyanına göre belirlenen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket değeri 3.563mn TL olarak hesaplanmıştır.

Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	Ağırlık	Şirket Değeri
FD / FAVÖK (Medyan) Göre	50%	3.100
F / K (Medyan) Göre	50%	4.026
Ağırlıklı Şirket Değeri		3.563

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler; Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Şirketler

Alfa Solar Enerji'nin; aktif büyüklüğü, öz kaynak büyüklüğü, güncel hasılat, FAVÖK ve net kâr tutarları bakımından bir sanayi şirketi olması dikkate alınarak BİST Yıldız Pazar'da işlem gören seçilmiş şirketlerin, piyasa çarpanlarını yansıtan emsal grup olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Alfa Solar Enerji ile uyumlu olması açısından piyasa değeri 5,0mlr TL'nin altındaki şirketler dikkate alınmıştır.

Yıldız Pazar'da işlem gören, finansal hizmetler, spor kulüpleri, holdingler, gayrimenkul, enerji ve perakende şirketleri dışında kalan ve piyasa değeri 5,0mlr TL'nin altında kalan 26 şirkete ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir. Seçilmiş şirketlerin FD / FAVÖK çarpanları medyanı 9,9x olarak, F / K çarpanları medyanı 11,0x olarak belirlenmiştir.

BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Şirketler	Piyasa Değeri (mn, TL)	Net Borç (mn, TL)	Firma Değeri (mn, TL)	FAVÖK (mn, TL)	Net Kâr (mn, TL)	FD / FAVÖK	F / K
Anatolia Tanı Ve Biyoteknoloji	3.830	-518	3.313	300	534	11,0	7,2
Bagfaş	4.050	580	4.630	1.024	366	4,5	11,1
Barem Ambalaj	3.045	274	3.319	290	220	11,4	13,8
Boğaziçi Beton Sanayi	3.006	5	3.011	230	91	13,1	32,9
Çemtaş	3.914	198	4.112	865	817	4,8	4,8
Dardanel	2.532	721	3.253	185	35	17,6	71,4
Ege Gübre	2.780	104	2.884	371	168	7,8	16,5
Ege Profil	3.553	44	3.598	655	435	5,5	8,2
Ege Seramik	2.241	0	2.241	461	448	4,9	5,0
Elite Naturel Organik Gıda	1.693	12	1.705	174	81	9,8	21,0
Erbosan	3.126	263	3.389	415	354	8,2	8,8
Erciyas Çelik Boru	3.908	1.339	5.247	242	57	21,7	68,2
Europap Tezol Kağıt	3.285	157	3.442	250	428	13,8	7,7
Good-Year	3.723	387	4.111	847	395	4,9	9,4
Kalekim Kimyevi Maddeler	4.011	-197	3.814	286	343	13,3	11,7
Karel Elektronik	3.518	1.780	5.298	416	51	12,7	69,1
Kervan Gıda	2.930	1.139	4.070	414	195	9,8	15,0
Konya Kağıt	4.732	-313	4.419	534	731	8,3	6,5
Koroplast Temizlik	1.315	152	1.467	135	17	10,8	78,3
Mediterra Tıbbi Malzeme	3.349	-297	3.051	200	304	15,2	11,0
Mondi Turkey	4.112	722	4.834	674	492	7,2	8,4
Parsan	4.172	1.854	6.026	413	304	14,6	13,7
Rubenis Tekstil	1.779	136	1.915	194	151	9,9	11,8
Sun Tekstil	4.746	-78	4.668	565	424	8,3	11,2
Tat Gıda	3.639	266	3.905	248	247	15,7	14,7
Türk İlaç Serum	1.756	283	2.038	35	13	58,4	135,3
Medyan						9,9	11,0

BİST Yıldız Pazar seçilmiş şirketler FD / FAVÖK çarpan medyanına göre ve F / K çarpan medyanına göre belirlenen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket değeri 2.024mn TL olarak hesaplanmıştır.

BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Şirketler	Ağırlık	Şirket Değeri
FD / FAVÖK (Medyan) Göre	50%	2.044
F / K (Medyan) Göre	50%	2.004
Ağırlıklı Şirket Değeri		2.024

Alfa Solar Enerji'nin faaliyetleri ve etkileşim içinde bulunduğu sektörler itibarıyla Yıldız Pazar kapsamında seçilen şirketlere nazaran Elektrik Ürünleri Üreticileri kapsamında seçilen şirketlere daha yüksek benzerlik göstermesine karşın, muhafazakâr yaklaşım çerçevesinde; Elektrik Ürünleri Üreticileri seçilmiş şirketlerine %40 oranında, BİST Yıldız Pazar seçilmiş şirketlerine %60 oranında ağırlık verilmiştir. Çarpan Analizi değerlendirmesi sonucunda şirket değeri 2.639mn TL olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Şirket Değeri	Ağırlık	Şirket Değeri
Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	40%	3.563
BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Şirketler	60%	2.024
		2.639

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi; şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesiyle şirket değerinin belirlenmesini sağlayan bir değerlendirme yöntemidir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve iş modeli çerçevesinde gelir ve gider kalemlerinin ağırlıklı olarak USD birimi üzerinden gerçekleştirilmesi nedeniyle İNA'de baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler, USD birimi cinsinden oluşturulmuştur.

Risksiz getiri oranı olarak; 11/05/2047 vadeli US900123CM05 T.C. Eurobond son altı aylık günlük getiri ortalaması olan %9,52 dikkate alınmış olup, piyasa risk primi genel uygulanan yaklaşım korunarak %6,0 olarak hesaplamaya dâhil edilmiştir. Beta değeri 1,0 olarak kabul edilmiştir. Sonuç olarak, sermaye maliyeti %15,52 olarak hesaplanmıştır.

Borçlanma faizi %7,0 ve kurumlar vergisi %20 olarak öngörülmüş ve vergi sonrası borçlanma maliyeti %5,6 olarak hesaplanmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca nakit akımlarının iskonto edileceği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) oranı verilen ana bileşenler neticesinde aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmıştır ve projeksiyon dönemi için sabit kalacağı varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	
Beta	1,00
Risksiz Getiri Oranı	9,52%
Risk Primi	6,00%
Öz Sermaye Maliyeti	15,52%
Borçlanma Maliyeti	5,60%
Vergi Oranı	20,00%
Borçlar / (Borçlar + Özkaynaklar)	35,00%
Özkaynaklar / (Borçlar + Özkaynaklar)	65,00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	12,08%

Şirket'in serbest nakit akımlarına ilişkin projeksiyon aşağıda gösterilmektedir.

İNA Projeksiyonu (mn, USD)	2022YT	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Hasılat	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
Büyüme		106,1%	-8,5%	-4,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti	73,4	239,0	219,9	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5
Brüt Kâr	9,8	29,2	25,5	29,6	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
Brüt Kâr Marjı	11,8%	10,9%	10,4%	12,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Faaliyet Giderleri	0,6	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
Faaliyet Kârı	9,2	27,7	23,3	27,5	33,5	33,4	33,4	33,4	33,4
Faaliyet Kârı Marjı	11,1%	10,3%	9,5%	11,7%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Amortisman	0,3	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2
FAVÖK	9,5	28,5	24,3	28,5	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
FAVÖK Marjı	11,4%	10,6%	9,9%	12,2%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Vergi	0,0	0,0	4,0	5,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Vergi Oranı			20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Yatırım Harcamaları	8,40	8,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,10	1,10
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	20,1	14,7	9,9	10,5	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-19,0	5,7	9,4	11,5	13,5	26,9	26,9	26,9	26,8
2022 2Y - 2030 Değer	58,5								
Devam Eden Değer	92,6								
Firma Değeri	151,1								
Net Borç (Nakit)	-16,5								
Piyasa Değeri (mn, USD)	167,6								
Piyasa Değeri (mn, TL) *	3.116								

* 12/10/2022 TCMB USD/TRY Satış: 18,59

Net Finansal Borç (Nakit) - 30/06/2022	mn, TL	mn, USD *
Finansal Borçlar	112,7	6,8
Diğer Borçlar	2,8	0,2
Nakit ve Nakit Benzerleri	243,3	14,6
Finansal Yatırımlar	128,6	7,7
İlişkili Taraflarla Diğer Alacaklar	18,7	1,1
Net Finansal Borç (Nakit)	-275,1	-16,5

* 30/06/2022 TCMB USD/TRY Satış: 16,6914

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.

2022 yılı ikinci yarısı ile 2030 dönemi yıllık serbest nakit akımları ve 2030 sonrası devam eden değerlerin %12,08 AOSM ve %1,0 terminal (sonsuz) büyüme oranı varsayımıyla ortaya çıkan sonuçtan şirket değeri 3.116mn TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Sonucu

Pay halka arzı öncesinde Alfa Solar Enerji şirket değeri; Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan değere %40 oranında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan değere %60 oranında ağırlık verilerek 2.925mn TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri (mn, TL)	Birim Pay Değeri (TL)
Çarpan Analizi	40%	2.639	65,98
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	60%	3.116	77,89
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		2.925	73,13
Halka Arz İskontosu			20,0%
Halka Arz Şirket Değeri		2.340	58,50

Hesaplanan ağırlıklandırılmış şirket değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz şirket değeri 2.340mn TL ve pay başına halka arz fiyatı 58,50 TL olarak hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda; Şirket'e ait önemli bilgilere ve faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin sektörel bilgilere ayrıntılı şekilde yer verilmiştir.
 - Çarpan analizinde, benzer şirketlerin çarpan değerlerinin ortalama ve orta değerlerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak FD / FAVÖK hesaplamasında 25,0x üzeri ve F / K hesaplamasında 30,0x üzeri değerlerin uç değer olarak kabul edilmesi nedeniyle hesaplama dâhil edilmemiş olmasını ve hesaplamalarda medyan değerinin kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
 - Şirketin faaliyet süresi boyunca elde edebileceği nakit akımlarından yola çıkarak değerleme imkânı veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yönteminin kullanılmasını şirket değerinin gerçekçi olarak belirlenmesine olanak sağlaması nedeniyle uygun bulmaktayız. Şirket'in ana gelir ve gider kalemlerinin ağırlıklı olarak USD cinsinden olması nedeniyle İNA analizi projeksiyonlarının USD cinsinden hazırlanmasını mâkul buluyoruz.
 - Halka arz öncesi şirket değerinin belirlenmesinde muhafazakâr bir yaklaşımla İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan değere %60 oranında ağırlık verilmesini yerinde buluyoruz.
- Sonuç:** Alfa Solar Enerji değerleme çalışmasında; Çarpan Analizine %40 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine %60 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan halka arz öncesi şirket değerini mâkul buluyoruz. Hesaplanan değer üzerinden %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra ulaşılan pay başına **58,50 TL** halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansallar

BİLANÇO (TL)	2019	2020	2021	2022/06
Dönen Varlıklar	71.725.941	168.667.252	402.667.710	894.659.069
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.808.790	32.967.488	123.143.653	243.347.695
Finansal Yatırımlar	0	143.190	0	128.624.367
Ticari Alacaklar	35.395.040	52.659.055	51.678.682	54.156.967
Diğer Alacaklar	14.457.760	25.050.285	39.289.411	25.149.812
Stoklar	7.207.748	32.927.340	133.115.687	212.790.734
Peşin Ödenmiş Giderler	803.486	24.693.158	43.448.365	208.337.966
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	39.431	0	44
Diğer Dönen Varlıklar	1.053.117	187.305	11.991.912	22.251.484
Duran Varlıklar	7.097.179	12.876.433	37.939.568	77.227.609
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	2.524.355	0	0
Maddi Duran Varlıklar	5.439.900	9.189.781	37.870.365	67.492.793
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	1.657.279	1.162.297	69.203	9.734.816
TOPLAM VARLIKLAR	78.823.120	181.543.685	440.607.278	971.886.678
Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.211.211	116.403.231	327.295.022	751.591.277
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.346.246	5.949.990	8.431.297	104.710.673
Uzun Vadeli Borçl. Kısa Vadeli Kısımları	3.514.839	3.999.536	6.634.106	6.325.964
Ticari Borçlar	33.557.882	47.638.259	243.323.458	392.775.274
Çalış. Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.	352.163	665.100	1.014.818	2.151.481
Diğer Borçlar	474.808	621.509	184.418	2.780.352
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	11.833.573	57.374.433	67.318.978	242.201.626
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	68.612	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	131.700	154.404	319.335	645.907
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.538.706	7.226.094	4.486.484	2.602.276
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.340.329	6.847.000	3.849.521	1.704.639
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	198.377	379.094	636.963	897.637
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	59.749.917	123.629.325	331.781.506	754.193.553
Özkaynaklar	19.073.203	57.914.360	108.825.772	217.693.125
Ödenmiş Sermaye	3.250.000	3.250.000	40.000.000	40.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel/Gid.	2.515	20.092	10.192	-44.125
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	605.168	650.000	5.779.676
Geçmiş Yıl Karları /Zararları	5.930.970	15.215.520	19.763.018	33.035.904
Net Kar/Zarar	9.889.718	38.823.580	48.402.562	138.921.670
TOPLAM KAYNAKLAR	78.823.120	181.543.685	440.607.278	971.886.678

GELİR TABLOSU (TL)	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Hasılat	138.266.723	233.434.591	438.553.686	145.605.548	698.405.617
Satışların Maliyeti	-122.763.100	-188.582.493	-361.688.173	-130.020.282	-574.122.060
Brüt Kar	15.503.623	44.852.098	76.865.513	15.585.266	124.283.557
Genel Yönetim Giderleri	-1.680.030	-2.984.235	-3.711.465	-1.220.528	-5.321.504
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-454.254	-455.094	-1.287.112	-375.481	-579.718
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.797.583	12.247.270	51.442.183	13.876.407	60.549.866
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-6.764.959	-12.460.984	-106.582.167	-21.390.103	-87.460.564

Esas Faaliyet Karı	12.401.963	41.199.055	16.726.952	6.475.561	91.471.637
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	44.318	114.982	60.230	8.778.581
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	-63.523	-63.523	-2.819.574
Özkaynaja Yön. Değerlenen Yat. Karından / (Zararından) Paylar	0	5.605	-2.524.355	-2.524.355	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	12.401.963	41.248.978	14.254.056	3.947.913	97.430.644
Finansman Gelirleri	3.809.753	10.756.071	48.202.239	6.536.460	45.915.097
Finansman Giderleri	-5.668.406	-10.617.652	-11.081.183	-3.525.256	-11.825.821
Vergi Öncesi Kar	10.543.310	41.387.397	51.375.112	6.959.117	131.519.920
Vergi Gelir/Gideri	-653.592	-2.563.817	-2.972.550	-1.246.332	7.401.750
Net Kar	9.889.718	38.823.580	48.402.562	5.712.785	138.921.670

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.