

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

#### Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	ALFAS
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Bireysel : %60 Yüksek Başvurulu : %25 Yurt İçi Kurumsal : %15
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	9-10-11 Kasım 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	40.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.000.000 TL
Ortak Satışı	3.200.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	46.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Talep Toplama Fiyatı	58,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	538.200.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	538.200.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.340.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.691.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2022Ç2	12,88
FD/FAVÖK1 2022Ç2	11,53
PD/DD 2022Ç2	10,75

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2022Ç2	14,82
FD/FAVÖK1 2022Ç2	11,53
PD/DD 2022Ç2	4,73

## Özet Bilgi

- Alfa Solar, 35 yıllık sanayi tecrübesi bulunan Karabaş Ailesi üyeleri tarafından 21.10.2011 tarihinde “Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.” unvanıyla güneş enerjisinden elektrik üretebilen fotovoltaiik güneş panellerini Türkiye’de üretmek üzere kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirketin ana faaliyet konusu; üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaiik güneş panellerinin satışlarıdır.
- Şirket 2013 yılında fabrika inşaatının ve makine parkurunun proje ve dizaynının tamamlanması ile 30 MWp/yıl kapasite ile güneş paneli üretim fabrikasının inşaatı sürecine başlamıştır. Kırıkkale ilinde bulunan güneş paneli üretimine uygun 10.000 metrekare arsa üzerine kurulu 5.400 metrekare kapalı alana sahip Ana Fabrika’nın inşaatı başlamıştır. Şirket, 2014 yılının 3. çeyreğinde Ana Fabrika inşaatını ve makine kurumlarını bitirmiş ve deneme üretimlerine başlamıştır. 2014 yılının son çeyreğine gelindiğinde ise, Ana Fabrika’da seri üretim başlamış ve sektörün genel kabul gören ucuz maliyetli teknolojisi olan polikristal güneş panelleri üretilmeye başlanmıştır.
- Kuruluş ve üretime geçiş tarihleri itibarıyla, Türkiye’de uzun bir geçmişe sahip olmayan güneş panelleri sektörünün en tecrübeli şirketlerinden biri konumundadır.
- Şirket 2017 yılında kapasitesini yeni makine parkuru ile 93,2 MWp/yıl’a çıkarmıştır. 2017 yılında piyasada ağırlıklı olarak üretimi ve alım satımı yapılan polikristal ve monokristal hücrelerle iki farklı hücre teknolojisiyle müşterilerine panel tedariki sağlamıştır. Ayrıca, hücre tiplerinden farklı olarak değişik boyutlarda hücre kullanılarak daha fazla güç elde edilebilen paneller üretmiştir. Bu süreçte üretim geliştirme konusunda atılımlar yapılarak, az fireyle yüksek verimli üretim sağlayan makine iyileştirmeleri yapmıştır.
- Şirket, faaliyet odağını “sadece üretim” olarak belirlemiş, artan talebe cevap verebilmek amacıyla kapasite artışları gerçekleştirmiş ve 2017 yılından bu yana da 3 vardiya 7 gün 24 saat esasıyla çalışmaktadır.
- Şirket, 2017 yılından itibaren hücre tedarikinde dünyanın en büyük hücre üretim firmalarından Tongwei ile anlaşmış ve o günden günümüze kadar Tongwei ile Şirket arasında süregelen başarılı bir ticari ilişki oluşmuştur.
- Şirket, 2020 yılında artan talep sonucunda ikinci defa kapasite artışına gitmiş ve 186,4 MWp/yıl kapasite ulaşmıştır. Kapasite artışıyla birlikte, yeni teknolojilere uyum sağlanmış ve hali hazırda üretilen ürünlere ek olarak monokristal PERC hücreler ve half-cut hücre teknolojisi kullanılan güneş panelleri üretmeye başlamıştır. Üretimde otomasyonu artırarak daha düşük maliyetlerle daha verimli güneş panelleri üretimine yönelik çalışmalar yapmıştır.
- Şirket, 2011 yılındaki kuruluş işlemlerinin ardından 2013 yılında Kırıkkale OSB bölgesinde 10.000 metrekare arsa üzerine kurulu 5.400 metrekare kapalı alana sahip Ana Fabrika’nın inşaatı ve makine parkurunun proje ve dizaynının tamamlanması ile 2014 yılında önce deneme üretimlerine ve ardından seri üretime başlamıştır. 2021 yılında Ana Fabrika alanının yeterli gelmemesi sebebiyle Kırıkkale OSB bölgesinde 22.000 metrekarelik yeni bir fabrika inşaatına başlanmıştır. Yeni Fabrika’nın inşaatının ve projenin her iki fazının da tamamlanması ile yıllık 290,70 MWp olan üretim kapasitesinin toplamda yaklaşık 1.290,70 MWp’e ulaşması planlanmaktadır. Söz konusu yatırımın 1. Faz’ı Ekim 2022 itibarıyla tamamlanarak devreye alınmış ve yıllık üretim kapasitesi 790,7 MWp’ye yükselmiştir. Nisan 2023’te tamamlanması planlanan 2.Faz’ın devreye girmesi ile Şirket’in üretim kapasitesinin 1.290,7 MWp’ye ulaşması ayrıca yatırım kapsamında inşa edilen depo ile birlikte verimliliklerin daha da artması hedeflenmektedir.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %45’inin yeni fabrika yatırımının sonuçlandırılması ve ek depo yapımında

- %45'inin işletme sermayesinin güçlendirilmesinde
  - %10'unun şirket fabrikalarının elektrik ihtiyacını karşılayacak ve tüketim kadar üretim yapacak GES kurulmasında
- kullanmayı planlamaktadır.

### Ortaklık Yapısı

Alfa Solar Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Alfa Kazan	A	8.000.000	20,00%	8.000.000	17,39%
	B	32.000.000	80,00%	28.800.000	62,61%
Halka Açık Kısım	B			9.200.000	20,00%
<b>Toplam</b>		<b>40.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>46.000.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Mali Tablolar

Alfa Solar Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2019	2020	2021	2022/06
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>71.725.941</b>	<b>168.667.252</b>	<b>402.667.710</b>	<b>894.659.069</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.808.790	32.967.488	123.143.653	243.347.695
Finansal Yatırımlar		143.190		128.624.367
Ticari Alacaklar	35.395.040	52.659.055	51.678.682	54.156.967
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>6.010.044</i>	<i>5.983.533</i>	<i>6.777.520</i>	<i>7.888.825</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>29.384.996</i>	<i>46.675.522</i>	<i>44.901.162</i>	<i>46.268.142</i>
Diğer Alacaklar	14.457.760	25.050.285	39.289.411	25.149.812
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>8.988.585</i>	<i>22.121.536</i>	<i>33.945.522</i>	<i>18.651.108</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>5.469.175</i>	<i>2.928.749</i>	<i>5.343.889</i>	<i>6.498.704</i>
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
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Öd. Giderler</i>	<i>803.486</i>	<i>24.693.158</i>	<i>43.448.365</i>	<i>208.337.966</i>
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		39.431		44
Diğer Dönen Varlıklar	1.053.117	187.305	11.991.912	22.251.484
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>7.097.179</b>	<b>12.876.433</b>	<b>37.939.568</b>	<b>77.227.609</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		2.524.355		
Maddi Duran Varlıklar	5.439.900	9.189.781	37.870.365	67.492.793
<i>Arsa ve Araziler</i>	<i>255.050</i>	<i>255.050</i>	<i>2.373.694</i>	<i>2.373.694</i>
<i>Binalar</i>	<i>1.885.934</i>	<i>1.842.991</i>	<i>5.531.298</i>	<i>5.472.326</i>
<i>Tesis, Makine ve Cihazlar</i>	<i>3.105.607</i>	<i>6.262.933</i>	<i>19.981.029</i>	<i>19.030.200</i>
<i>Taşıtlar</i>		<i>663.515</i>	<i>201.169</i>	<i>174.662</i>
<i>Demirbaşlar</i>	<i>193.309</i>	<i>165.292</i>	<i>783.175</i>	<i>903.046</i>
<i>Yapılmakta Olan Yatırımlar</i>			<i>9.000.000</i>	<i>39.538.865</i>
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.657.279	1.162.297	69.203	9.734.816
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>78.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021	2022/06
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>51.211.211</b>	<b>116.403.231</b>	<b>327.295.022</b>	<b>751.591.277</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.346.246	5.949.990	8.431.297	104.710.673
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	<i>1.346.246</i>	<i>5.949.990</i>	<i>8.431.297</i>	<i>104.710.673</i>
<i>Banka Kredileri</i>	<i>1.314.523</i>	<i>5.884.511</i>	<i>8.415.263</i>	<i>100.488.451</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	<i>31.723</i>	<i>65.479</i>	<i>16.034</i>	<i>4.222.222</i>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.514.839	3.999.536	6.634.106	6.325.964
<i>Banka Kredileri</i>	<i>3.514.839</i>	<i>3.014.062</i>	<i>4.788.664</i>	<i>4.704.060</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>		<i>985.474</i>	<i>1.845.442</i>	<i>1.621.904</i>
Ticari Borçlar	33.557.882	47.638.259	243.323.458	392.775.274
<i>İlişkili Olmayan Taraflara</i>	<i>33.557.882</i>	<i>47.638.259</i>	<i>243.323.458</i>	<i>392.775.274</i>
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	352.163	665.100	1.014.818	2.151.481
Diğer Borçlar	474.808	621.509	184.418	2.780.352
<i>İlişkili Taraflara</i>		<i>518.750</i>		
<i>İlişkili Olmayan Taraflara</i>	<i>474.808</i>	<i>102.759</i>	<i>184.418</i>	<i>2.780.352</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yük.	11.833.573	57.374.433	67.318.978	242.201.626
<i>Mal Ve Hizmet Sat. Doğan Sözleşme Yük.</i>	<i>11.833.573</i>	<i>57.374.433</i>	<i>67.318.978</i>	<i>242.201.626</i>
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			68.612	
Kısa Vadeli Karşılıklar	131.700	154.404	319.335	645.907
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin</i>	<i>56.736</i>	<i>91.749</i>	<i>159.976</i>	<i>190.276</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>74.964</i>	<i>62.655</i>	<i>159.359</i>	<i>455.631</i>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.538.706</b>	<b>7.226.094</b>	<b>4.486.484</b>	<b>2.602.276</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.340.329	6.847.000	3.849.521	1.704.639
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	<i>8.340.329</i>	<i>6.847.000</i>	<i>3.849.521</i>	<i>1.704.639</i>
<i>Banka Kredileri</i>	<i>8.340.329</i>	<i>5.658.975</i>	<i>3.557.508</i>	<i>1.704.639</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler</i>		<i>1.188.025</i>	<i>292.013</i>	
Çalışanlara Sağ. Fay. İlişkin Karşılıklar	198.377	379.094	636.963	897.637
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>59.749.917</b>	<b>123.629.325</b>	<b>331.781.506</b>	<b>754.193.553</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>19.073.203</b>	<b>57.914.360</b>	<b>108.825.772</b>	<b>217.693.125</b>
Ödenmiş Sermaye	3.250.000	3.250.000	40.000.000	40.000.000
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılma. Bir. Diğ. Kap.Gel./ (Gid.)	2.515	20.092	10.192	-44.125
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		605.168	650.000	5.779.676
Geçmiş Yıl Karları /Zararları	5.930.970	15.215.520	19.763.018	33.035.904
Net Dönem Karı	9.889.718	38.823.580	48.402.562	138.921.670
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>78.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>

Alfa Solar Gelir Tablosu						
TL	2019	2020	2021	2021/06	2022/06	Son4Ç
Hasılat	138.266.723	233.434.591	438.553.686	145.605.548	698.405.617	991.353.755
Yıllık Değişim		68,8%	87,9%		379,7%	
Satışların Maliyeti	-122.763.100	-188.582.493	-361.688.173	-130.020.282	-574.122.060	-805.789.951
Yıllık Değişim		53,6%	91,8%		341,6%	
<b>Brüt Kar</b>	<b>15.503.623</b>	<b>44.852.098</b>	<b>76.865.513</b>	<b>15.585.266</b>	<b>124.283.557</b>	<b>185.563.804</b>
Yıllık Değişim		189,3%	71,4%		697,4%	
Brüt Kar Marjı	11,2%	19,2%	17,5%	10,7%	17,8%	
Genel Yönetim Giderleri	-1.680.030	-2.984.235	-3.711.465	-1.220.528	-5.321.504	-7.812.441
Pazarlama Giderleri	-454.254	-455.094	-1.287.112	-375.481	-579.718	-1.491.349
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>13.369.339</b>	<b>41.412.769</b>	<b>71.866.936</b>	<b>13.989.257</b>	<b>118.382.335</b>	<b>176.260.014</b>
Yıllık Değişim		209,8%	73,5%		746,2%	
Faaliyet Kar Marjı	9,7%	17,7%	16,4%	9,6%	17,0%	17,8%
Amortisman	864.137	1.214.482	2.437.148	918.106	1.364.826	2.883.868
<b>FAVÖK1</b>	<b>14.233.476</b>	<b>42.627.251</b>	<b>74.304.084</b>	<b>14.907.363</b>	<b>119.747.161</b>	<b>179.143.882</b>
Yıllık Değişim		199,5%	74,3%		703,3%	
FAVÖK1 Marjı	10,3%	18,3%	16,9%	10,2%	17,1%	18,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.797.583	12.247.270	51.442.183	13.876.407	60.549.866	98.115.642
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-6.764.959	-12.460.984	-106.582.167	-21.390.103	-87.460.564	-172.652.628
<b>Esas Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>12.401.963</b>	<b>41.199.055</b>	<b>16.726.952</b>	<b>6.475.561</b>	<b>91.471.637</b>	<b>101.723.028</b>
Yıllık Değişim		232,2%	-59,4%		1312,6%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>13.266.100</b>	<b>42.413.537</b>	<b>19.164.100</b>	<b>7.393.667</b>	<b>92.836.463</b>	<b>104.606.896</b>
Yıllık Değişim		219,7%	-54,8%		1155,6%	
FAVÖK2 Marjı	9,6%	18,2%	4,4%	5,1%	13,3%	10,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		44.318	114.982	60.230	8.778.581	8.833.333
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler			-63.523	-63.523	-2.819.574	-2.819.574
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zar		5.605	-2.524.355	-2.524.355		
<b>Finans. Gelir/(Gideri) Ön. Faal. Karı/Zararı</b>	<b>12.401.963</b>	<b>41.248.978</b>	<b>14.254.056</b>	<b>3.947.913</b>	<b>97.430.644</b>	<b>107.736.787</b>
Finansman Gelirleri	3.809.753	10.756.071	48.202.239	6.536.460	45.915.097	87.580.876
Finansman Giderleri	-5.668.406	-10.617.652	-11.081.183	-3.525.256	-11.825.821	-19.381.748
<b>Sürd. Faal. Vergi Öne. Kar/(Zarar)</b>	<b>10.543.310</b>	<b>41.387.397</b>	<b>51.375.112</b>	<b>6.959.117</b>	<b>131.519.920</b>	<b>175.935.915</b>
Sürd. Faal. Vergi Gelir/(Gideri)	-653.592	-2.563.817	-2.972.550	-1.246.332	7.401.750	5.675.532
Dönem Vergi Gideri	-592.713	-2.073.229	-1.876.981	-289.269	-2.250.284	-3.837.996
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	-60.879	-490.588	-1.095.569	-957.063	9.652.034	9.513.528
<b>Dönem Karı/(Zararı)</b>	<b>9.889.718</b>	<b>38.823.580</b>	<b>48.402.562</b>	<b>5.712.785</b>	<b>138.921.670</b>	<b>181.611.447</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Değerleme

- Deniz Yatırım, Alfa Solar'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %60 ve Çarpan Analizi %40 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Alfa Solar özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Deniz Yatırım tarafından Alfa Solar'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST'te işlem gören "Elektrik Ürünleri Üreticileri" seçilmiş şirketler ve BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören ve piyasa değeri 5,0 milyar TL'den az olan şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplaması 12.10.2022 kapanış tarihinde söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla yapılmış olup, son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, F/K çarpanı 30,0'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- Deniz Yatırım, Şirket'in 30.06.2022 tarihli bilançosundaki net borç ile son 12 aylık FAVÖK ve net kar rakamlarını çarpan analizinde kullanmıştır.

#### Yurt İçi Benzer Şirketler: Elektrik Ürünleri Üreticileri Çarpan Analizi

- Yurt içinde BİST'te işlem gören benzer alanda faaliyet gösteren 7 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, F/K çarpanı 30,0'dan büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir. Söz konusu 7 şirket arasında yer alan ancak hesaplanan çarpan değerlerinin kullanılan uç değerleri aşması nedeniyle değerlendirme dışı kalan Smart Güneş (SMRTG) faaliyetleri itibarıyla Alfa Solar ile yüksek benzerlik göstermektedir. Smart Güneş dışındaki diğer şirketler de ürettikleri ürünler ve bu ürünlerin enerji-elektrik üretimi/iletimi alanlarında kullanılması itibarıyla Alfa Solar ile benzer şirket kapsamındadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler		
Elektrik Ürünleri Üreticileri	FD/FAVÖK	F/K
Emek Elektrik	8,7	46,9
Gersan Elektrik	13,5	46,5
Girişim Elektrik	16,5	28,2
Manas Enerji	20,4	48,2
Say Yemlenebilir	15,8	16,1
Smart Güneş	82,8	86,9
Ulusoy Elektrik	327,2	A.D
<b>Medyan</b>	<b>15,8</b>	<b>22,2</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama*</b>	<b>34,7</b>	<b>57,7</b>

\*Ağırlıklı Ortalama hesaplanırken belirlenen setteki tüm şirketlerin toplam piyasa değeri, toplam firma değeri, toplam FAVÖK ve toplam Net Kar ile hesaplama yapılmış olup bilgi amaçlı yer verilmiştir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpan analizinde şirket için FD/FAVÖK çarpanından 3.100 milyon TL, F/K çarpanından 4.026 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Elektrik Ürünleri Üreticileri Çarpan Değeri (Mn TL)	
Medyan FD/FAVÖK (x)	15,8
FAVÖK	179,1
Net Borç(Nakit)	-275,1
<b>FD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>3.100</b>
Medyan F/K (x)	22,2
Net Kar	181,6
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>4.026</b>

**Yurt İçi Benzer Şirketler: Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri Çarpan Analizi**

- Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri, gayrimenkul, enerji ve perakende sektörü şirketleri dışında kalan ve piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki 26 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, F/K çarpanı 30,0'dan büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplama dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler		
BİST Yıldız Pazar	FD/FAVÖK	F/K
Anatolia Tanı	11,0	7,2
Bagfaş	4,5	11,1
Barem Ambalaj	11,4	13,8
Boğaziçi Beton	13,1	32,9
Çemtas	4,8	4,8
Dardanel	17,6	71,4
Ege Gübre	7,8	16,5
Ege Profil	5,5	8,2
Ege Seramik	4,9	5,0
Elite Naturel	9,8	21,0
Erbosan	8,2	8,8
Erciyas Çelik Boru	21,7	68,2
Europap Tezol Kağıt	13,8	7,7
Good-Year	4,9	9,4
Kalekim Kimyevi	13,3	11,7
Karel Elektronik	12,7	69,1
Kervan Gıda	9,8	15,0
Konya Kağıt	8,3	6,5
Koroplast Temizlik	10,8	78,3
Meditera Tıbbi	15,2	11,0
Mondi Turkey	7,2	8,4
Parsan	14,6	13,7
Rubenis Tekstil	9,9	11,8
Sun Tekstil	8,3	11,2
Tat Gıda	15,7	14,7
Türk İlaç Ve Serum	58,4	135,3
<b>Medyan</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama*</b>	<b>9,0</b>	<b>11,0</b>

\*Ağırlıklı Ortalama hesaplanırken belirlenen setteki tüm şirketlerin toplam piyasa değeri, toplam firma değeri, toplam FAVÖK ve toplam Net Kar ile hesaplama yapılmış olup bilgi amaçlı yer verilmiştir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



- Sonuç olarak BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören seçilmiş sanayi şirketleri çarpan analizinde şirket için FD/FAVÖK çarpanından 2.044 milyon TL, F/K çarpanından 2.004 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST Yıldız Pazar (Mn TL)	
Medyan FD/FAVÖK (x)	9,9
FAVÖK	179,1
Net Borç(Nakit)	-275,1
<b>FD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>2.044</b>
Medyan F/K (x)	11,0
Net Kar	181,6
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>2.004</b>

### Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde, FD/FAVÖK çarpan değeri hesaplamasında elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanından elde edilen değer %40 ve BİST Yıldız Pazar %60 ağırlıklandırılarak şirket için 2.466 milyon TL, F/K çarpan değeri hesaplamasında elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanından elde edilen değer %40 ve BİST Yıldız Pazar %60 ağırlıklandırılarak şirket için 2.813 milyon TL değer hesaplanmış olup FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak 2.639 TL çarpan değeri hesaplanmıştır. Elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanlarından elde edilen piyasa değerlerinin, BİST Yıldız Pazar şirketleri çarpan değerinden hesaplanan piyasa değerlerinden daha yüksek olduğu göz önünde bulundurulduğunda elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanlarından elde edilen piyasa değerlerine daha düşük ağırlık verilmesini muhafazakâr tarafta kalmak açısından makul buluyoruz.

Çarpan Analizi Sonucu	Ağırlık	FD/FAVÖK	Ağırlık	F/K
Elektrik Ürünleri Üreticileri	40%	3.100	40%	4.026
BİST Yıldız Pazar	60%	2.044	60%	2.004
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>		<b>2.466</b>		<b>2.813</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama Çarpan Değeri</b>				<b>2.639</b>

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022 2. yarıyıl-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Alfa Solar, temel itibarıyla üretimini gerçekleştirdiği güneş panellerinin satışını gerçekleştirmektedir. Şirket, bunun yanında ağırlıklı olarak invertörlerden oluşan ticari malların alım satımını da gerçekleştirmektedir. Güneş panellerine göre oldukça düşük karlılığa sahip olan söz konusu satışların toplam hasılatdaki payı yıllar itibarıyla azalış göstermiştir. Şirket'in diğer bir gelir kalemi ise; hizmet satışları, komisyon, fiyat farkı gelirlerinden oluşan ve toplam hasılat içinde ihmal edilebilir düzeyde bulunan diğer gelirlerdir. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlarda muhafazakâr yaklaşımla 2022 yılının 2. yarısına ilişkin beklentiler dışında 2023- 2030 döneminde



ticari mal satışlarına ve diğer gelirlere yer verilmemiş, yalnızca güneş paneli satışları projekte edilmiştir.

- 2022 2. yarısı-2030 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken Şirket'in yurt içi ve yurt dışı güneş panel satışları, satış fiyatları ve üretim maliyetleri tahminlemesi yapılmıştır.
- Alfa Solar, 2022 yılında Türkiye'nin önde gelen köklü iki sanayi kuruluşu ile özel üretim anlaşmaları imzalamıştır. Söz konusu anlaşmalar kapsamında Şirket, gelecek 2 yıl boyunca Nisan 2023'te ulaşacağı yeni kapasitenin yaklaşık %65'ini söz konusu şirketler için yapacağı üretime ayırmıştır.
- Şirket, gelecek dönemlerde piyasa şartlarının normalleşmesi ile birlikte yüksek kalite ve yeterliliğe sahip ürünlerinin ihracat pazarlarına satışını öngörmektedir. 2025 yılında 50 MWp/yıl ile başlaması planlanan ihracatın 2026 ve sonrasında 200 MWp/yıl olarak devam etmesi öngörülmektedir.
- Şirket'in 2022 yılının 2. yarısında artan kapasitenin de etkisiyle 219 MWp panel satışı gerçekleştirilerek 2022 yılının toplam 338 MWp satış ile tamamlanması hedeflenmektedir. 2023-2024 yıllarında tamamı yurt içine yıllık 800 MWp/yıl satış öngörülmüşken, 2026 ve sonrasında 800 MWp yıllık satış miktarının %75 yurt içi, %25 yurt dışı olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir. 2023'ten itibaren sahip olacağı 1.290,7 MWp/yıl üretim kapasitesine karşın muhafazakâr yaklaşım gereği projeksiyonlarda yıllık satış miktarını 800 MWp/yıl ile sınırlı tutmuştur.
- Güneş paneli satış fiyatlarının belirlenmesinde arz- talep dengesinin yanı sıra girdi maliyetlerinde meydana gelen değişiklikler de önemli etkiye sahiptir. Güneş paneli bileşenleri, hammadde ve üretim teknikleri itibarıyla emtia ve enerji fiyatlarına doğrudan bağlıdır. Şirket 2023, 2024 ve 2025 yıllarında yurt içi panel birim satış fiyatları ve maliyetlerinde arz- talep dengesi ile hammadde-girdi maliyetleri kaynaklı olarak azalış beklemektedir. 2025 ve sonrasında devreye girmesi planlanan yurt dışı panel satışlarında birim satış fiyatlarının (muhafazakâr yaklaşımla) yurt içinde piyasaya yapılan (özel üretim anlaşmaları harici) satışlarda oluşan fiyat seviyelerinden %1,0- %3,0 oranında düşük olması beklenmektedir.
- **Faaliyet Giderleri:** Alfa Solar'ın faaliyet giderleri genel yönetim ve pazarlama giderlerinden oluşmaktadır. Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka personele ödenen ücret ve benzeri giderlerden meydana gelmektedir ve Türk Lirası bazlıdır. Buna karşın 2022 yılının ilk yarısında 0,36 milyon USD seviyesinde olan genel yönetim giderleri aynı yılın ikinci yarısı için %50,0 artışla 0,54 milyon USD olarak öngörülmüş, 2023 ve 2024 yıllarında USD bazında sırasıyla %5,0 ve %3,0, 2025 ve sonrasında ise her yıl %2,5 oranında artırılmıştır.
- Nisan 2023 itibarıyla 290,7 MWp/yıl'dan 1.290,7 MWp/yıl'a yükselecek olan kapasite, arz-talep seviyelerinde meydana gelebilecek değişiklikler ile 2025 ve sonrası için planlanan yurt dışı satışlar dikkate alınarak 2022 itibarıyla satışlara oranı %0,1 seviyesinde olan pazarlama giderlerinin satışlara oranı, 2024 ve sonrasında %0,5 seviyesine yükseltilmiştir.
- **Kurumlar Vergisi:** Şirket'in Kırıkkale OSB'de devam eden yatırımları kapsamında yatırım teşvik belgesi bulunmaktadır. Söz konusu belge kapsamında Şirket, 30.06.2022 itibarıyla kurumlar vergisinden indirebileceği tutarın yaklaşık 137 milyon TL seviyesinde olduğunu öngörmektedir. Söz konusu kurumlar vergisi indirimi, 2022- 2023 ve 2024 yılı vergi tutarlarına yansıtılmıştır.

- **İşletme Sermayesi:** Alfa Solar, ticari alacaklar, stoklar, verilen sipariş avansları, ticari borçlar ve alınan sipariş avansları kalemlerinden oluşan bir işletme sermayesi modeli uygulamaktadır. 2021'de 43 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 14 güne gerileyen Ticari Alacak tahsil süresi 2022 yılı için 12 gün olarak öngörülmüş, gelecek dönemlerde kademeli olarak artırılarak 2025 yılı sonrası için 40 gün olarak öngörülmüştür. 2021 'de 178 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 133 güne gerileyen Stok tutma ve Verilen Sipariş Avansları süresi 2022 yılı için 109 gün olarak öngörülmüş takip eden 2 yıl 114 gün olarak dikkate alınırken 2025 ve somasında 130 gün olarak öngörülmüştür. 2021'de 56 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 63 gün olarak gerçekleşen Alman Sipariş Avansları süresi 2022 yılı için 41 gün olarak dikkate alınmış izleyen yıllarda kademeli olarak azaltılarak 2026 ve somasında 10 gün olarak dikkate alınmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, ilk fabrikasında sahip olduğu 290,7 MWp/yıl üretim kapasitesine ek olarak 2. Faz'ı devam eden yeni fabrika yatırımı ile Nisan 2023 itibarıyla 1.290,7 MWp/yıl güneş paneli üretim kapasitesine ulaşmayı hedeflemektedir. Söz konusu yatırımın 1. Faz'ı Ekim 2022 itibarıyla tamamlanmış ve üretim kapasitesi yıllık 790,7 MWp'ye ulaşmıştır. Devam eden 2. Faz kapsamında fabrika inşaatı büyük ölçüde tamamlanmış, depo ve üretim hattı yatırımları devam etmektedir. Buna göre; tamamlanan 1. Faz ve devam eden 2. Faz kapsamında 2022 yılının 2. yarısı için öngörülen toplam yatırım harcaması 8,4 milyon USD, 2023 yılı için ise 8,0 milyon USD'dir. Şirket, Nisan 2023 itibarıyla tamamlanacak ve en yeni teknolojiye sahip olacak üretim hattına ek olarak 2024 ve sonrasında, her yıl %1,0 oranında artacak yıllık 1,0 milyon USD (2024 öngörüsüdür.) tutarında yatırım harcaması öngörmektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** 11.05.2047 vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond Son 6 ay ortalama getirisi olan %9,52 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti:** %15,52 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in, rapor tarihi itibarıyla finans kuruluşlarından alınan kredi teklifleri ve piyasa rayıçları değerlendirilerek, %7,00 oranı ile finansal borçlanma imkânına sahip olduğu öngörülerek vergi öncesi borçlanma maliyeti %7,00 alınmış ve vergi sonrası borçlanma maliyeti %5,60 olarak hesaplanmış olup kullanılan risksiz getiri oranından düşük olmaması gerektiği kanaatindeyiz. Aynı şekilde şirketin yatırımlar nedeniyle sahip olduğu teşvikler neticesinde daha az vergi ödeneceği ve dolayısıyla efektif vergi oranının düşeceği varsayılmıştır. Bu durum da vergi sonrası borç maliyetinin teşvik miktarı tükenene kadar daha yüksek olması gerektiği kanaatindeyiz.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve öz kaynak toplamına oranı olarak %35 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM, %12,08 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %1 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 16,5 milyon dolar net borç düşülerek 167,6 milyon dolar piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirket için 12.10.2022 tarihli TCMB satış USD/TRY kuru olan 18,59 kullanılarak 3.116 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

## Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Milyon TL)	Ağırlık	Değer
İNA Yöntemi	60,00%	3.116
Çarpan Analizi	40,00%	2.639
FD/FAVÖK	50,00%	2.466
F/K	50,00%	2.813
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.925</b>
Ödenmiş Sermaye		40
<b>Pay Başı Değer, TL</b>		<b>73,13</b>
Halka Arz İskontosu		20,0%
<b>Halka Arz Fiyatı, TL</b>		<b>58,50</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %60 ve Çarpan Analizi %40 ağırlıklandırılmış olup %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 58,50 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,0'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Alfa Solar'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Alfa Solar özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Deniz Yatırım tarafından Alfa Solar'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST'te işlem gören "Elektrik Ürünleri Üreticileri" seçilmiş şirketler ve BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören ve piyasa değeri 5,0 milyar TL'den az olan şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte yurt dışı benzer şirket çarpanlarının da incelenmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- FD/FAVÖK çarpanı hesabında 25,0'ten ve F/K çarpanı hesabında 30,0'dan büyük olan değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- Çarpan analizinde, FD/FAVÖK çarpan değeri hesaplamasında elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanından elde edilen değer %40 ve BİST Yıldız Pazar %60 ağırlıklandırılarak şirket için 2.466 milyon TL, F/K çarpan değeri hesaplamasında elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanından elde edilen değer %40 ve BİST Yıldız Pazar %60 ağırlıklandırılarak şirket için 2.813 milyon TL değer hesaplanmış olup FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak 2.639 milyon TL çarpan değeri hesaplanmıştır. Elektrik ürünleri üreticileri şirketleri çarpanlarından elde edilen piyasa değerlerinin, BİST Yıldız Pazar şirketleri çarpan değerinden hesaplanan piyasa değerlerinden daha yüksek olduğu göz önünde bulundurulduğunda elektrik ürünleri üreticileri

şirketleri çarpanlarından elde edilen piyasa değerlerine daha düşük ağırlık verilmesini muhafazakâr tarafta kalmak açısından makul buluyoruz.

- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022 2. Yarıyıl-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı olarak 11.05.2047 vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond son 6 ay ortalama getirisi olan %9,52 kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %60 ve Çarpan Analizi'ne %40 verilmiş olup İNA'dan hesaplanan değer daha yüksek olduğu göz önünde bulundurulduğunda muhafazakâr tarafta kalmak açısından eşit ağırlıklandırmanın daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Alfa Solar'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 58,50 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.