

Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 4 Kasım 2022 tarihinde Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında 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. ("Alfa Solar" ve/veya "Şirket") unvanıyla güneş enerjisinden elektrik üretebilen fotovoltaik güneş panellerini Türkiye'de üretmek üzere kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirket, 2011 yılındaki kuruluş işlemlerinin ardından yaklaşık 2 yıl boyunca sürdürdüğü; üretilecek panel ve makine parkuru dizaynı, fabrika inşaatı ve makine parkurunun kurulumuyla beraber, 2014 yılında önce deneme üretimlerine ve ardından seri üretime başlamıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu, üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerinin satışı olup, faaliyet konuları arasında yer almasına rağmen mevcut durum itibarıyla doğrudan ya da dolaylı olarak elektrik üretimi ve güneş enerjisi santralleri kurulumu yapmamaktadır.

Şirket'in toplam çalışan sayısı 30.06.2022 itibarıyla, 242'si mavi yaka ve 22'si beyaz yaka olmak üzere toplam 264'tür.

2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

| | |
|--------------------------------------|---|
| Şirket | Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| Talep Toplama Tarihi | 9-10-11 Kasım 2022 |
| Halka Arz Yöntemi | Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı |
| Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı | Ortak Satışı: 3.200.000 TL nominal değerli paylar Sermaye Artırımı: 6.000.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış: yoktur |
| Talep Toplama Yöntemi | Borsa dışında Sabit Fiyat ile Talep Toplama |
| Halka Arz Fiyatı | 58,50 TL |
| Öngörülen Piyasa Değeri | 2.340.000.000 TL |
| Tahmini Arz Büyüklüğü | 538,2 milyon TL |
| Halka Arz Oranı | %20,00 |
| Fon Kullanım Yeri | %45'i yeni fabrika yatırımının sonuçlandırılması ve ek depo yatırımı için %45'i işletme sermayesi için %10'u Şirket fabrikalarının elektrik ihtiyacını karşılayacak ve tüketim kadar üretim yapacak GES kurulumu için |

3. Şirket Ortaklık Yapısı

| | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası | |
|--------------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
| | Pay (TL) | Pay (%) | Pay (TL) | Pay (%) |
| Alfa Kazan A Grubu | 8.000.000 | 20% | 8.000.000 | 17,39% |
| Alfa Kazan B Grubu | 32.000.000 | 80% | 28.800.000 | 62,61% |
| Halka Açık Kısım | - | - | 9.200.000 | 20,00% |
| TOPLAM | 40.000.000 | 100% | 46.000.000 | 100% |

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

4.1. Gelirler

Alfa Solar mevcut durumda üretimlerini, Kırıkkale Organize Sanayi Bölgesi'nde sahip olduğu 10 bin m² arazi üzerinde kurulu 5 bin m²'den fazla kapalı alanda gerçekleştirmektedir. Sahip olduğu iki farklı üretim hattına entegre etmiş olduğu robotik makine parkı ile bu yana hem artan talebe cevap vermek hem de gelişen teknolojiye uyum sağlamak amacıyla yatırımlarına ara vermeden devam etmiştir. 2013 yılında 30 MWp olan kapasite, yapılan yatırımlar ve verimlilik artışlarıyla 2016 yılında yıllık 93 MWp'e, 2020 yılında ise yıllık 186 MWp'e yükseltilmiştir. Son durum itibarıyla kapasite yıllık 290,7 MWp'tir.

Şirket hasılatı 2019, 2020 ve 2021'de sona eren dönemler itibarıyla sırasıyla; 138,3 milyon TL, 233,4 milyon TL ve 438,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021/06 ve 2022/06 dönemleri hasılatları sırasıyla 145,6 milyon TL ve 698,4 milyon TL'dir. Buna göre; 2021/06 - 2022/06 arasındaki 12 aylık dönemdeki hasılat 991,4 milyon TL'dir.

Şirket hasılatının büyük kısmı, Şirket tarafından üretilen ve yurt içinde satılan, çeşitli değerlerde güneş enerjisi üretim kapasitelerine sahip fotovoltaik güneş panellerinden oluşmaktadır. Üretimden satışların yanında; 2019, 2020, 2021 yılsonları ile 2021/06 ve 2022/06 dönemlerinde sırasıyla 16,4 milyon TL, 14,2 milyon TL, 38,5 milyon TL, 6,7 milyon TL ve 38,7 milyon TL ticari mal satışı gerçekleşmiştir. Ticari mallar, Alfa Solar'ın satışını gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panelleri ile kurulan santrallerde kullanılan çeşitli kablo ve bağlantı ekipmanlarından (ağırlıklı olarak invertör) oluşmaktadır.

İlgili dönemler itibarıyla tablolarda yer alan sınırlı tutardaki diğer satışlar kalemi ise, hizmet satışları, komisyon ve fiyat farkı gelirlerini ifade etmektedir.

Şirket hasılatı, 2020 yılında bir önceki yıla göre %68,8, 2021 yılında ise %87,9 artış göstermiştir. 2022/06 döneminde 2021/06 dönemine göre meydana gelen hasılat artışı %379,7'dir. Şirket'in satışları 2020 yılında 2019'a göre Wp bazında %37,4 artarken, artan talep ve iş hacmine cevap vermek amacıyla 2020 yılında yaptığı kapasite artışı sonrası satışlar, Wp bazında 2021 yılında bir önceki yıla göre %34,0 artmış, 2021/06 – 2022/06 döneminde ise Wp bazında gerçekleşen büyüme %92,1 olmuştur. Şirket hasılatındaki artışın ana nedenleri, söz konusu miktarsal büyüme ile birlikte, satışı gerçekleştirilen ürünlerin döviz ile fiyatlanması nedeniyle döviz kurlarında meydana gelen artışlardır.

| Güneş Panelleri (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 |
| Full-Cell | 87.981.075 | 108.013.575 | 131.252.187 | 59.422.000 | 109.889.932 |
| Half-Cut Cell | - | - | 19.167.743 | - | 69.655.897 |

| Satış Miktarı | 76.197.450 | 104.658.153 | 140.269.820 | 61.634.265 | 118.370.111 |
|---------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| Full-Cell | 76.197.450 | 104.658.153 | 122.395.487 | 61.634.265 | 43.338.886 |
| Half-Cut Cell | | | 17.874.333 | | 75.031.225 |

| TL | 2019 | 2020 | 2021 | 2021/06 | 2022/06 |
|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Yurt içi Gelirleri | 136.783.378 | 234.121.653 | 448.662.458 | 155.873.349 | 686.467.077 |
| Yurt dışı Gelirleri | 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 |
| İadeler (-) | -5.663.212 | -7.977.095 | -17.620.3296 | -13.222.280 | -5.066.195 |
| Net Satışlar | 138.266.723 | 233.434.591 | 438.553.686 | 145.605.548 | 698.405.617 |

4.2. Brüt Kar

Şirket'in brüt kârı 2019, 2020 ve 2021 yılları ile 2021/06 ve 2022/06'da sona eren dönemler itibarıyla 15,5 milyon TL, 44,9 milyon TL, 76,9 milyon TL, 15,6 milyon TL ve 124,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönemler itibarıyla Şirket'in brüt kâr marjının sırasıyla; %11,2, %19,2, %17,5, %10,7 ve %17,8 olarak gerçekleştiği değerlendirildiğinde brüt kârlılığın 2020 itibarıyla oldukça hızlı arttığı 2021/12 döneminde temel olarak döviz kurlarına bağlı olarak maliyetlerdeki artış nedenleriyle bir miktar gerilediği ancak 2022/06 itibarıyla ulaştığı %17,8 düzeyinde normalize olduğu değerlendirilmektedir. 2022/06'da sona eren son 12 aylık dönem dikkate alındığında Şirket'in brüt kâr marjı %18,7'dir.

4.3 VAFÖK ve Net Kar

Şirket'in net dönem karı 2019, 2020, 2021, 2021/06 ve 2022/06'da sona eren dönemler itibarıyla sırasıyla; 9,9 milyon TL, 38,8 milyon TL, 48,4 milyon TL, 5,7 milyon TL ve 138,9 milyon TL'dir. Net dönem karı, 2022/06'da sona eren 12 aylık dönem itibarıyla ise 181,6 milyon TL'dir. İlgili dönemler itibarıyla Şirket'in net kar marjının sırasıyla; %7,2, %16,6, %11,0, %3,9 ve %19,9'dur. Net dönem kar marjı, 2022/06'da sona eren 12 aylık dönem itibarıyla ise %18,3 düzeyindedir. Net kar marjları, brüt kâr ve faaliyet kâr marjları bölümlerinde de açıklandığı üzere Şirket'in girdi yapısı ve işletme sermayesi politikasına bağlı olarak ilgili dönemlerde yaşanan döviz kuru hareketlerinden etkilenmiş olmakla birlikte, 2021 yıl sonu ve 2022/06 dönemleri itibarıyla benzer seviyelerde seyretmektedir.

Şirketin faaliyet alanı sebebiyle gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD Doları (USD) cinsinden olup tüm projeksiyonlar bu türden hazırlanmıştır.

2022 ilk yarı itibarıyla 290,7 MWp/yıl olan üretim kapasitesi yeni fabrika yatırımı ile birlikte Ekim 2022'de 790,7 MWp/yıl'a ulaşmıştır. Nisan 2023'te ise 1.290,7 MWp/yıl olması öngörülmektedir. 2025 yılında 50 MWp/yıl ile başlaması planlanan ihracatın bir sonraki yıl dört katına çıkarak devam etmesi beklenmektedir. 2022 ilk yarısında 118 MWp seviyesinde olan satışların yılı 338 MWp ile kapatması beklenirken 2023-2024 yıllarında 800 MWp/yıl satış beklenmektedir.

Şirket 2021 ve 2022 Haziran dönemlerinde sırasıyla %17,5 ve %17,8 brüt kâr marjlarıyla çalışırken 2023 ve 2024 yılları için birim satış maliyetlerindeki değişimler öngörülerek kâr marjında bir miktar düşüş beklenmektedir.

Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka ücretlerinden oluşmakta olup her yıl kademeli olarak artmaktadır. Pazarlama giderleri ise satılan ürüne olan talebin yüksek olmasından kaynaklı olarak piyasaya göre daha düşüktür. Pazarlama giderlerinin satışlara oranı 2022 itibarıyla %0.1'dir, 2024 ve sonrası için %0,5'e yükselmesi beklenmektedir.

Şirket ortalama %17,5 FAVÖK bandında ilerlerken 2025 yılına kadar bu oranın daralacağı ve %14,4 seviyesinde devam edeceği öngörülmüştür.

| TL (mln) | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Hasılat | 24,3 | 33,2 | 49,1 | 46,9 |
| Satışların Maliyeti(-) | 21,6 | 26,8 | 40,5 | 38,6 |
| Brüt Kâr | 2,7 | 6,4 | 8,6 | 8,3 |
| Faaliyet Giderleri | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,4 |
| Faaliyet Kârı | 2,4 | 5,9 | 8,1 | 8,0 |
| Amortismanlar | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,1 |
| FAVÖK | 2,5 | 6,1 | 8,3 | 8,0 |

*Diğer gelir ve giderler eklenmemiştir.

4.4 Ticari İşletme Sermayesi

Ticari alacak devir süresi 2022 Haziran itibarıyla 14 günken 2025 yılına kadar kademeli artarak 40 gün olacağı öngörülmüştür. Stok devir süresi 2022 Haziran itibarıyla 178 günken 2025 yılına kadar kademeli azalarak 130 gün olacağı öngörülmüştür. Alınan sipariş avansları devir süresi 2022 Haziran itibarıyla 63 günken 2025 yılına kadar kademeli azalarak 10 gün olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.06.2022 mali tablolarına göre ticari alacakları, ticari borçları ve stokları aşağıdaki gibidir:

| TL | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|--|------------|------------|------------|-------------|
| Ticari Alacaklar (+) | 35 | 53 | 52 | 54 |
| Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+) | 8 | 58 | 177 | 421 |
| Ticari Borçlar (-) | 34 | 48 | 243 | 393 |
| Alınan Sipariş Avansları (-) | 12 | 57 | 67 | 242 |
| Net İşletme Sermayesi | -2 | 5 | -82 | -160 |

4.5 Borçluluk

Şirketin, 2022 yılının Haziran sonu kısa vadeli finansal borcu 113.816.989 TL ve uzun vadeli finansal borcu 1.704.639 TL olmak üzere toplam finansal borcu 115.521.628 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri ise 243.347.695 TL, alım satım amaçlı finansal varlıklar ise 128.624.367 TL, ilişkili taraflardan diğer alacaklar 18.651.108 TL'dir. Buna göre, Şirket'in net borç pozisyonu - 275.101.542 TL'dir.

| Finansal Borçluluk Durumu - TL | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Kısa Vadeli Banka Kredileri | 1.314.523 | 5.884.511 | 8.415.263 | 100.488.451 |
| Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım | 3.514.839 | 3.014.062 | 4.788.664 | 4.704.060 |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar | 0 | 985.474 | 1.845.442 | 1.621.904 |
| Diğer Finansal Yükümlülükler | 31.723 | 65.479 | 16.034 | 4.222.222 |
| Diğer Borçlar | 474.808 | 621.509 | 184.418 | 2.780.352 |
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar | 5.335.893 | 10.571.035 | 15.249.821 | 113.816.989 |
| Uzun Vadeli Banka Kredileri | 8.340.329 | 5.658.975 | 3.557.508 | 1.704.639 |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar | 0 | 1.188.025 | 292.013 | 0 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçluluk | 8.340.329 | 6.847.000 | 3.849.521 | 1.704.639 |
| Toplam Finansal Borçluluk | 13.676.222 | 17.418.035 | 19.099.342 | 115.521.628 |

| Finansal Varlıklar - TL | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|--|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Nakit ve Nakit benzerleri | 12.808.790 | 32.967.488 | 123.143.653 | 243.347.695 |
| Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar | - | 143.190 | - | 128.624.367 |
| Diğer Alacaklar – İlişkili Taraflardan | 8.988.585 | 22.121.536 | 33.945.522 | 18.651.108 |
| Toplam Finansal Varlıklar | 21.797.375 | 55.232.214 | 157.089.175 | 390.623.170 |

5. Riskler

- Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ürünlerin ana hammaddelerinin temininde yaşanabilecek aksaklık, maliyet artışları gibi durumlar Şirket'in faaliyetlerini ve finansal performansını olumsuz etkileyebilir. Şirket'in ana hammaddelerinden olan FV Hücrelerin alımında ithalata bağımlı olması, FV Hücrelerinin arzı ve fiyatının değişkenliği gelecekte Şirket'in üretimini ve karlılığını olumsuz etkileyebilir. Şirket'in faaliyetleri için yapılan hammadde alımlarında, tedarik zincirinde yaşanabilecek gelişmelere bağlı aksaklıklar ve ek maliyetler meydana gelebilir. Şirket, fotovoltaik (güneş enerjisini elektrik akımına dönüştüren) güneş paneli üretiminde kullandığı hammadde ve ara ürünleri çeşitli yurt içi ve yurt dışı tedarikçilerden satın almaktadır. Şirket, cam, çerçeve ve bağlantı kutusunu ağırlıklı olarak yerli firmalardan tedarik etmekle birlikte, cam ve bağlantı kutusunun zaman zaman yurtdışından tedarik edilmesi de söz konusu olabilmektedir. FV Hücre, EVA, arka tabaka, silikon ve iletken tel ise çeşitli ülkelerden ithalat ile tedarik edilmektedir. Üretilen güneş panellerinin maliyetinin ağırlıklı bölümü ithal ürünlerden oluşmaktadır. Bu sebeple navlun fiyatları, nakliye süreçlerinde yaşanan gecikmeler ve uzayan nakliye süreleri, küresel enflasyon, hammadde krizleri ve kur dalgalanmaları Şirket'in hammadde maliyeti açısından belirsizlik yaratmaktadır.
- Şirket'in FV Hücre tedarik süreçlerinde konsantrasyon riski söz konusu olabilir: Şirket'in FV Hücre alımı yaptığı Tongwei'nin, Şirket'in tedarikçileri içindeki payı (30.06.2022 itibarıyla yaklaşık %40-50'sini oluşturan) önemli bir seviyede olup, toplam alımlardaki Tongwei konsantrasyonu riski söz konusu olabilmektedir.
- Döviz kurundaki dalgalanmalar Şirket'in karlılığını olumsuz etkileyebilir: Döviz kurlarındaki yukarı yönlü değişiklikler Şirket tarafından kur farkları, maliyetlerini artırarak, Şirket'in karlılığını olumsuz yönde etkileyebilir. Şirket, ürettiği güneş panellerinin bileşenlerinin önemli bir kısmını ithalat ile temin etmektedir. Yurt içinden temin ettiği malzemelerin de fiyatları ağırlıklı olarak yabancı para endeksli olarak belirlenmektedir. Bu kapsamda Şirket'in üretim maliyeti, döviz kurlarındaki değişikliklerden etkilenmektedir.
- İthalata yönelik ek ya da artan gümrük vergileri, tarifeler, vergiler, kotalar ve diğer mükellefiyetler Şirket'in ithalat sürecini olumsuz yönde etkileyebilir. Şirket'in yaygın ithalatta bulunduğu ülkelerde sevkiyat sürelerini ve maliyetlerini artıracak lojistik sorunları yaşanması, bunun sevkiyat zamanlamalarına ve navlun maliyetlerine olumsuz etkileri Şirket'in stok maliyetini artırabilir, faaliyetlerini ve finansal durumunu olumsuz etkileyebilir. Şirket tarafından üretilen güneş panellerinin bileşenlerinin önemli bir bölümü ithalat ile temin edilmektedir. İthalata yönelik ek ya da artan gümrük vergileri, tarifeler, vergiler, kotalar ve diğer mükellefiyetler Şirket'in ithalat süreçlerini olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket'in üretim faaliyetlerini gerçekleştirmek için ihtiyaç duyduğu makine ve ekipmanlarda ve üretim hattında meydana gelebilecek öngörülemeyen arıza veya bozulmalar, yedek parça temininde yaşanabilecek aksaklıklar, fabrikaların bulunduğu bölgeyi etkileyebilecek hususlar, Şirket'in fabrikasındaki üretim faaliyetlerinde geçici iş durmalarına sebep olabilir ve bu gibi durumlar üretim faaliyetlerini etkileyerek Şirket'in hasılat ve karlılığını olumsuz etkileyebilir: Üretimde kullanılan hat ve makinelerde meydana gelebilecek bir arıza üretimin durmasına sebep olabilir, Şirket bakım ve onarımda başarılı olamayabilir, herhangi bir arıza önlenemeyebilir, üretim hattı ve makinalardaki bir arızanın giderilmesi, gerekli yedek parçanın temini, tamir ve teknik müdahale imkanının bulunması mümkün olmayabilir veya gecikebilir. Bu durum Şirket'in üretimini aksamasına, mal teslimatı yapamamasına veya zamanında yapamamasına sebep olabilir ve Şirket'in faaliyetlerini, cirosunu, karlılığını ve mali durumunu olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket müşterilerinin ödeme gücüne girmesi ve tahsilat problemleri yaşanması Şirket'in finansal durumunu

olumsuz etkileyebilir: Şirket satışını gerçekleştirdiği ürünlere ilişkin tutarların bir bölümünü avans olarak sipariş sonrası, kalan kısmını ise ağırlıklı olarak teslim öncesinde tahsil etmektedir. Şirket zaman zaman ödeme yöntemi olarak çek, bono gibi kambiyo senetlerini kabul etmekle birlikte, bu hallerde müşterilerinden banka teminat mektubu temin etmektedir. Ödeme vadesi teslim sonrası olan satışlar, önemli büyüklükteki müşteriler dışında kalan az sayıda birkaç müşteriye yapılabilmekte olup; bu halde çoğunlukla teminat mektubu ile teminatlandırma yapılmaktadır. Şirket'in sevkiyat sonrası teminatlandırılmamış vadeli alacakları, toplam satışlarının %1'inin altında önemsiz bir bölümünü oluşturmaktadır.

- Şirket'in ürettiği güneş panellerine ilişkin uzun süreli işçilik ve performans garantisi taahhütleri söz konusudur. Güneş panellerinin işçilik ve performansında Şirket'in hatasına bağlı yaşanabilecek arızalar, Şirket'in müşterilerine karşı garanti taahhütlerini gündeme getirerek; Şirket tarafından tazminat ödemeleri yapılmasına sebep olabilir: Şirket, ürettiği fotovoltaik güneş panellerinde malzeme ve imalat hatalarına (işçilik hatalarına) karşı 10 yıl süre ile alıcılara garanti sağlamaktadır. İşçilik garantisinin yanı sıra, 10 yıl süre ile %90 oranında performans ve 25 yıl süre ile %80 oranında performans garantisi de sağlamayı da taahhüt etmektedir. Şirket'in satışını gerçekleştirmiş olduğu ürünlerde, Şirket'in hatalarına bağlı olarak çıkabilecek arızalar sebebiyle Şirket, garanti yükümlülüklerini yerine getirmek adına yeniden üretim ya da iyileştirme çalışmaları yapmak durumunda kalabilir; ya da müşterilerinin zararlarını tazmin etmesi gerekebilir. Bu tür durumlar, Şirket açısından ek maliyetlere sebep olabilmektedir.
- Şirket'in Yeni Fabrika yatırımı planlandığı şekilde tamamlanamayabilir, Şirket Yeni Fabrika yatırımı sonrasında da yeni yatırım fırsatları bulamayabilir, bulunduğu fırsatları yatırıma çeviremeyebilir, Şirket'in planladığı yatırımları için gerekli finansmanı bulamayabilir, yatırımları doğru tespit edilmemiş olabilir ve beklenen yararı göstermeyebilir: Şirket'in üretimi arttırmak amacıyla yurtiçinde yaptığı Yeni Fabrika yatırımının tamamlanması gecikebilir, söz konusu Yeni Fabrika yatırımı veya sonrasında yapmayı planlayabileceği diğer yeni yatırımlar, Şirket'in büyüme hedeflerine ve stratejisine uygun seçilmemiş olabilir, üretim ve satışlarına katkıda bulunacak kârlı yatırımlar olmayabilir. Ayrıca, Şirket her ne kadar fizibilite çalışmaları ve çeşitli analizlerle Yeni Fabrika yatırımının maliyetini hesaplamış ve proje planlaması yapmışsa da, Yeni Fabrika yatırımının finansman ihtiyacını doğru tespit edemeyebilir, yatırım maliyeti bütçelenenden fazla olabilir, yatırımların finansmanı için kredi bulmak mümkün olmayabilir, mevzuata ilişkin sorunlarla karşılaşılabilir, gerekli izin ve ruhsatlar alınamayabilir, gerekli veya doğru personel bulunamayabilir, bu sebeplerle yeni yatırımlar planlanan vakitte, şekilde veya hiç tamamlanamayabilir.
- Şirket'in kullandığı kredileri sağlayan bankaların bir temerrüt hali sebebiyle kredileri vadesinden önce geri çağırımları durumunda, Şirket nakit akışı sorunu yaşayabilir. Şirket'in genel kredi sözleşmeleri tahtında bankalardan kullandığı çeşitli kredileri söz konusudur. Bahsi geçen genel kredi sözleşmeleri bankalar tarafından kullanılan standart metinler olup, bankalar lehine hükümler içermektedir. Bu hükümler, Şirket'in finansal durumunun olumsuz yönde değişmesi, Şirket'in önemli ölçüde borçlanması, borçlarını geç ödemesi, yanıltıcı beyanlarda bulunması, bankanın onayı olmaksızın ortaklık yapısının değişmesi gibi durumlarda krediyi muaccel hale getirme, geri ödeme talep etme, temerrüt faizi işletme veya sözleşmeyi feshetme gibi haklar tanımaktadır. Şirket ortaklık yapısının halka arz nedeniyle değişecek olması nedeniyle bankalardan gerekli izinleri almıştır.

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Alfa Solar paylarının halka arz fiyatını belirlerken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi değerlendirme yöntemleriyle ulaştığı sonuçların ağırlıklı ortalamasını dikkate almıştır. İNA yöntemine %60, Çarpan Analizi yöntemine ise %40 ağırlık verilmiştir.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, önümüzdeki 8,5 senelik dönem için (2Y2022-2030) Şirket'in nakit akışları tahmin edilmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Şirket nakit akışları ABD Doları cinsinden hazırlanmıştır.
- Artan üretim kapasitesine karşılık satış miktarı 2022 ve 2023 yılları itibarıyla artarak 800 MWp ulaşmıştır. (2021 118 MWp).
- Birim satış fiyatları 2022-2025 yıllarında kademeli bir azalış göstermekte, 2026 yılında ortalama 300.244 \$/MWp'a artmakta ve izleyen yıllarda sabit tutulmakta.
- Brüt kar marjı 2022 2. Yarısi için %11,8 kabul edilmekte, 2024 yılına kadar düşerek %10'e gerilemekte, 2025 yılında %12,7'ye artmakta, izleyen yıllarda %14,9 olarak sabit tutulmakta.
- Faaliyet giderlerinin cironun %0,7-1,0'si aralığında olacağı tahmin edilmekte.
- 30.06.2022 itibarıyla negatif olan işletme sermayesinin 2022 yılsonu itibarıyla pozitive döneceği varsayılmakta, 2022 yılında 31 gün işletme sermayesi çevrim süresinin 2030 yılına kadar 100 gün seviyesine çıkacağı varsayılmıştır.
- Şirket yeni yatırım yaptığı üretim tesisi ile birlikte kapasite artışının yanı sıra 2022 ikinci yarısında üretim hattı ve ek depo öngörülen yatırım harcaması 8.4 milyon USD, 2023 yılında ise 8 milyon USD'dir.
- Şirketin vergi kapsamında yatırım teşvik belgesi bulunmaktadır. Bu kapsamda kurumlar vergisinden 137 Milyon TL'lik indirim gelecek yıllar vergi tutarlarına yansıtılmıştır.
- Şirketin ağırlıklı olarak %7 oranı ile borçlanma imkanı göz önünde bulundurularak, kurumlar vergisinden (%20) sonra Borçlar Maliyeti %5,6 hesaplanmıştır.
- Risksiz getiri oranında, 11.05.2047 vadeli Türkiye Cumhuriyeti Eurobond son 6 ay ortalama getirisi dikkate alınmıştır. Söz konusu borçlanma aracının günlük getiri ortalaması %9,52'dir
- Piyasa risk primi ortalama olarak piyasa içerisinde %5-%6 alınmaktadır. AOSM hesabında bu değer %6 olarak değerlendirilmiştir.
- AOSM %12,08 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in bulunduğu sektörde faaliyetlerine etki eden etkenler göz önünde bulundurulduğunda 2030 ve sonrası nakit akışlarının asgari ABD enflasyonu (uzun vadede %1,6 - %2,0 aralığı) kadar artması beklenmektedir. Bu sebeple 2030 ve sonrası büyüme oranı %1,0 olarak dikkate alınmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Alfa Solar için 3.116 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı

| Serbest Nakit Akımları – Mn USD | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| FAVÖK | 9,5 | 28,5 | 24,3 | 28,5 | 34,6 | 34,6 | 34,6 | 34,6 | 34,6 |
| Vergi | 0,0 | 0,0 | 4,0 | 5,5 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 |
| <i>Vergi oranı</i> | | | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| Yatırımlar | 8,4 | 8,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| <i>Değişim</i> | | | | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Net işletme sermayesi ihtiyacı | 20,1 | 14,7 | 9,9 | 10,5 | 13,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Serbest nakit akımı | -19,0 | 5,7 | 9,4 | 11,5 | 13,5 | 26,9 | 26,9 | 26,9 | 26,8 |

| Şirket Değer Hesaplaması 30.06.2022 | Mn USD |
|-------------------------------------|--------------|
| 2022 2Y-2030 Dönemi Değeri | 58,5 |
| Devam Eden Değer | 92,6 |
| Firma Değeri | 151,1 |
| Net Borç | -16,5 |
| Şirket Değeri | 167,6 |
| 12.10.2022 TCMB Satış Kuru | 18,59 |
| Şirket Değeri – Milyon TL | 3.116 |

b. Piyasa Çarpanları Analizi

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in piyasa değeri F/K çarpanı ve FD/VAFÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçların ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir.

Şirketin Haziran'22 itibarıyla net borcu 275,1 milyon TL, son 12 aylık VAFÖK 179,1 milyon TL ve aynı dönem için net karı 181,6 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Dikkate alınan benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak, F/K çarpanları için 30'un üzerindeki değerler ve FD/VAFÖK çarpanları için 25'in üzeri değerler dikkate alınmamıştır.

Yurt içi benzer şirketler FD/VAFÖK çarpanı medyanı 15,8x, yurt içi yıldız pazarda işlem gören seçilmiş şirket FD/VAFÖK çarpanı medyanı 9x ve yurt içi benzer şirketler PD/Net Kar çarpanı 22,2x ve yurt içi yıldız pazarda işlem gören seçilmiş şirketler PD/Net Kar çarpanı 11x'tir. Çarpanlar için eşit ağırlık alınmıştır. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 2,793,5 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

| Yurt İçi Benzer Şirketler Değerleme Yöntemi | Ağırlık | Şirket Değeri (Mln TL) |
|--|---------|------------------------|
| F/K Kar Çarpanı Yöntemi | 50% | 4.026 |
| FD/VAFÖK Çarpanı Yöntemi | 50% | 3.100 |
| Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer | | 3.563 |

| Yurt İçi Yıldız Pazarda İşlem Gören Seçilmiş Şirketler Değerleme Yöntemi | Ağırlık | Özsermaye Değeri (Mln TL) |
|--|---------|---------------------------|
| F/K Kar Çarpanı Yöntemi | 50% | 2.044 |
| FD/VAFÖK Çarpanı Yöntemi | 50% | 2.004 |
| Yurt İçi Yıldız Pazarda İşlem Gören Seçilmiş Şirketler Çarpanları ile Bulunan Değer | | 2.024 |

| | | |
|--|-----|----------------|
| Yurt İçi Benzer Şirketler | 50% | 3.563 |
| Yurt İçi Yıldız Pazarda İşlem Gören Seçilmiş Şirketler | 50% | 2.024 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri | | 2.793,5 |

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Alfa Solar için yapılan değerlendirme çalışmasında, Çarpan Analizi'ne %40 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %60 ağırlık verilerek 2.925 milyon TL özsermaye değeri ve 73,13 TL pay bedeli hesaplanmıştır. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanması sonrası, Halka Arz Özsermaye Değeri 2.340 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 58,50 TL olarak belirlenmiştir.

| Değerleme Sonucu | Ağırlık | Sonuç |
|---|------------|--------------|
| İNA Analizi | 60% | |
| Özsermaye Değeri (milyon TL) | | 3.116 |
| Pay Başına Değer (TL) | | 77,89 |
| Çarpan Analizi | 0% | |
| Özsermaye Değeri (milyon TL) | | 2.639 |
| Pay Başına Değer (TL) | | 65,98 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (milyon TL) | | 2.925 |
| Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer (TL) | | 73,13 |
| Halka Arz İskontosu | | 20% |
| Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (milyon TL) | | 2.340 |
| Halka Arz Pay Başına Değer (TL) | | 58,50 |

Alfa Solar için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvurulan yöntemleri makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/görüşlerimizi/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

İNA Analizi: İNA analizine esas teşkil eden varsayımların paylaşımını yeterli düzeyde ve makul buluyoruz. Sektörde rekabete bağlı olarak, artan üretim kapasitesi sonrası projeksiyonlarda hedeflenen satış miktarlarının gerçekleşmesini ulaşılabilir bulmakla birlikte, değerlendirme çalışmasında oynadığı önemli rolü ve özellikle, 2025 yılı sonrası brüt kar marjında beklenen iyileşmenin gerçekleşmemesinin değerlemeyi anlamlı düzeyde etkileyebileceğini belirtmekte fayda görüyoruz. İşletme sermayesi projeksiyonlarında eksi olan işletme sermayesinin projeksiyon döneminde ihtiyatlı yaklaşımla artıya dönmesini ve devam eden değer analizinde büyüme oranının %1 alınmasını makul ve uygun buluyoruz.

Benzer Şirketler Analizi: Bu analizde dikkate alınan şirketleri ve izlenen yöntemi genel olarak makul ve şirket seçiminde sergilenen yaklaşımı anlaşılabilir buluyoruz. Bununla birlikte, Halka Arz Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri hesaplamasında ihtiyatlılık gereği Benzer Şirketler Analizi sonucuna %60 ağırlık, İNA Analizine %40 ağırlık verilebileceği görüşündeyiz.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Alfa Solar'ın halka arz fiyatının belirlenmesi için izlenen yöntemin ve ulaşılan iskonto sonrası pay başı 58,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

ÇEKİNCE:

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