

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği' nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Smart Güneş" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri					
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	127,500,000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	31,840,000	
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	153,000,000	Halka Açılacak Oran (%)	20.8%	
	Sermaye Arttırımı (TL)	25,500,000	Halka Açılacak Oran (ek satış dahil) (%)	25.0%	
	Mevcut Pay Satışı (TL)	6,340,000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	14.00	
	Ek Pay Satışı (TL)	6,368,000	Satış Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama	

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

Şirket, güneş enerjisi sektöründe bir üretim ve değer mühendisliği merkezi olma hedefi ile 2014 yılında kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirket güneşten elektrik enerjisi üretimi için panel üretimi yapmakta olup doğrudan elektrik enerjisi ve/veya yenilenebilir enerji üretmemektedir.

Şirket bünyesinde 30 Eylül 2021 itibarıyla toplam 533 çalışan ve 4 adet yönetim kurulu üyesi olmak üzere toplamda 537 kişi bulunmaktadır. Şirket'in, 114 kişilik beyaz yaka çalışanına ilaveten üretim tarafında 419 mavi yaka çalışanı bulunmaktadır. Şirket'in 31 Aralık 2021 dönemi itibarıyla ise çalışan sayısı 540'tır. Şirket'in 9 yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır.

Şirket, İstanbul'un Beykoz ilçesinde yer alan yerleşkesinde merkezi yönetim faaliyetlerini, Kocaeli'nin Gebze ilçesinde yer alan 23.410 m2'lik alan üzerine kurulu fabrikasında üretim faaliyetlerini yürütmektedir. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği tarafından 09.02.2021 tarihinde hazırlanan ve geçerlilik tarihi 16.02.2023'te son bulan Kapasite Raporu'na göre Şirket, %90 verim ile saatte 380 güneş paneli üretim kabiliyetine sahiptir. Kapasite Raporu vardiyalı çalışma dikkate alınmaksızın hazırlanmış olmakla birlikte fabrika 8'er saatlik 3'er mesaiden 24 saat boyunca çalışmaktadır.

Yurt dışı satış stratejisi kapsamında etki alanını geliştirmek için Şirket, Ukrayna'da 22.01.2019 tarihinde Smart Solar Ukr LLC ve Almanya'da 22.02.2019 tarihinde Smart Solar Technology GmbH ve 27.02.2019 tarihinde Icarus Solar GmbH ticaret unvanlı bağlı ortaklıklarını kurmuştur. Şirket, 2021 yılı Eylül ayı itibarıyla 11 ülkeye ürün veya hizmet ihracatı gerçekleştirmiştir. Şirket'in müşteri portföyü içerisinde özel sektör kuruluşları ile son kullanıcılar yer almaktadır ve ağırlıklı olarak herhangi bir bayilik, aracılık yahut distribütörlük ağı kurulmaksızın direkt satış kanalı tercih edilmektedir. Bu müşteri portföyüne güneş paneli satışı ile mühendislik ve projelendirme hizmetleri sunulmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	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		127,500,000	100.00%	153,000,000	100.00%	127,500,000	100.00%

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması ve rekabet gücünün artırılması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının ve işletme sermayesinin fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka arz gelirin %30-35'ine karşılık gelen bölümü ile Hücre Yatırımı, %3-5'ine karşılık gelen bölümü ile Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları, %30-35'ine karşılık gelen bölümü ile İşletme Sermayesi, %20-25'ine karşılık gelen bölümü ile Yeni Yatırımlar, %2-%3'üne karşılık gelen bölümü ile Dikey Entegrasyon, %3-%5'ine karşılık gelen bölümü ile Şirket faaliyetleri ile ilişkili teknolojiler konusunda ürün geliştiren girişim firmalarına yatırım alanlarında kullanılması planlanmaktadır.

Şirket, halka arz sonucunda 25,500,000 TL nominal değerli payların satışından 357,000,000 TL brüt gelir elde edecektir. Tahmini halka arz masraflarının çıkarılması ile hesaplanacak net halka arz gelirin 335,128,843 TL olması beklenmektedir.

3.Özet Finansallar

Gelir Tablosu	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/Zarar	8,075,340	89,358,142	120,579,850	65,671,578	69,436,241
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-5,670,744	13,933,593	60,774,441	32,727,471	56,405,542
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	6,390,674	9,867,568	58,878,825	24,616,736	37,174,275
Dönem Karı/Zararı	-2,912,631	10,593,246	57,741,901	25,787,165	27,405,456
Ana Ortaklık Payı	-2,954,999	10,398,742	54,314,864	23,082,336	40,472,797

Net Borç

000 USD	
Toplam Finansal Borç	14,691
Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	1,215
Net Finansal Borç	13,476

4. Değerleme

Şirketin halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları
2. Piyasa Çarpanları: FD/FAVÖK

AOSM

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	
Özsermaye/(Borç+Özsermaye)	54%
Borç/(Borç+Özsermaye)	46%
Vergi Oranı	20%
Kaldıraçsız Beta	1.11
Kaldıraçlı Beta	1.87
Risksiz Getiri Oranı	7.53%
Piyasa Risk Primi	7.00%
Şirkete Özgü Risk Primi	2.00%
Özsermaye Maliyeti	22.6%
Borçlanma Maliyeti	9.00%
AOSM	15.51%

İndirgenmiş Nakit Analizi

000 USD	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Hasılat	163,609	228,247	311,381	337,167	406,318	635,885	809,733	920,303	1,028,063	1,134,959
FAVÖK	21,013	29,214	40,719	45,961	59,287	98,358	129,391	149,994	170,851	193,385
İşletme Sermayesi Değişimi	- 25,804	- 20,161	- 25,495	- 7,519	- 20,934	- 69,884	- 51,693	- 31,537	- 30,076	- 41,661
Vergi	- 4,146	- 4,321	- 6,209	- 6,577	- 8,649	- 16,691	- 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
Şirket 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 Analizi Sonuç

İNA Sonuç	000 USD
İNA Firma Değeri	262,358
Toplam Net Finansal Borç	13,476
İNA Özsermaye Değeri	248,882
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	249,222

Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında FD/FAVÖK oranına yer verilmiştir.

Yurtdışı Benzer Şirketler (bin USD)

FD/FAVÖK 2021	
Çarpan Analizi Firma Değeri	194,779
Toplam Net Borç	13,476
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri	181,303
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	181,643

BIST Elektrik Endeksi (bin USD)

FD/FAVÖK 2021	
Çarpan Analizi Firma Değeri	130,644
Toplam Net Borç	13,476
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri	117,168
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	117,508

BIST Yıldız Pazar (bin USD)

FD/FAVÖK 2021	
Çarpan Analizi Firma Değeri	78,296
Toplam Net Borç	13,476
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri	65,450
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	65,790

Değerleme Sonucu

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 14.00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (bin USD)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2021	181,643	20%	36,329
BİST Elektrik Endeksi FD/FAVÖK 2021	117,508	25%	29,377
BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK 2021	65,790	25%	16,447
İNA	249,222	30%	74,767
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			156,920
USD/TL Kuru (04.03.2022)			14.189
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri TL bin			2,226,588
Ödenmiş Sermaye			127,500,000
Birim Pay Değeri TL			17.5
Halka Arz İskonto Oranı			20.0%
Halka Arz Fiyatı TL			14.0

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Smart Güneş hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde yurtdışındaki ve yurtiçindeki benzer şirketlerin FD/FAVÖK oranının kullanılmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Şirketin değerlemesinde kullanılan İNA yönteminde USD bazlı risksiz getiri oranı tüm yıllar için %7.53 olarak kullanılmasını makul olarak değerlendiriyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne sırasıyla %30 ve %70 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz. Ancak İNA yönteminin büyük oranda ileride yapılacak kapasite artırım yatırımlarını da içerdiği ve bu yatırımlarla ilgili herhangi bir gecikme veya tamamlanamama riskinin değerlemeyi etkileyebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket, 2022 yılında 163,609,378 USD net satış ve esas faaliyet karına 2022 yılına ait amortisman ve itfa giderleri, çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kıdem tazminatı ve izin ödemeleri gibi karşılık giderleri ile diğer nakdi olmayan gelir/giderlerin eklenmesi suretiyle hesaplanacak FAVÖK'ün en az 21,013,381 USD'ye tekabül edecek Türk Lirası tutarında gerçekleşeceği, belirtilen tutarlarda gerçekleşmemesi halinde yatırımcılara taahhütnamede açıklanan şartlara göre ilave B grubu şirket payı verilmesi konusunda taahhütte bulunmaktadır.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 14.00 TL fiyat belirlenmiş olup, uygulanan iskonto oranlarının mevcut mevduat faizleri ile karşılaştırıldığında makul olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıdaki çekinceler dışında halka arz değerlendirme çalışmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.