

**ALFA SOLAR ENERJİ
SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**



Fiyat Tespit Raporu

12.10.2022

DenizYatırım 

**DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.**
Büyükdere Cad. No: 41
Esenyol 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783
Vergi No: 2910110783
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0297-0110-7830-0013

İçindekiler

1. Giriş.....	5
2. Şirket'e Dair Özet Bilgiler ve Değerleme Sonucu.....	7
2.1. Şirkete İlişkin Önemli Bilgiler	7
2.2. Değerleme.....	8
3. Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Alfa Solar")	9
3.1. Genel Bakış.....	9
3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	9
3.3. Kilometre Taşları.....	10
3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi.....	12
3.5. Finansal Tablolar	15
4. Sektörel Bilgiler	17
4.1. Dünyada ve Türkiye'de Enerji Sektörü.....	17
4.2. Alfa Solar'ın Sektör'deki Konumu.....	19
5. Yatırım Unsurları	20
5.1. Sürdürülebilirlik ve Enerji	20
5.2. Üretim Odaklı Faaliyetler ve Kapasite Artışı.....	23
5.3. Özel Üretim Anlaşmaları.....	23
6. Değerleme Yaklaşımları.....	23
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı).....	25
6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	26
7. Değerleme	26
7.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	26
7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	32
8. Sonuç	41
EKLER.....	43

Kısaltmalar

KISALTMALAR		TANIMLAR
%	:	Yüzde
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / ABD \$:	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro / Euro	:	Avrupa Birliği para birimi
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BIST	:	Borsa İstanbul A.Ş.
Bps	:	Baz puan
COVID-19	:	Koronavirüs hastalığı 2019
Deniz Yatırım	:	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	:	Firma Değeri
FV Hücre	:	Güneş paneli üretiminde kullanılan fotovoltaik (FV) hücre
GES	:	Güneş (enerjisi) elektrik santrali
Halka Arz Eden Pay Sahibi / Alfa Kazan	:	Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları Anonim Şirketi
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KV	:	Kısa Vadeli
Kurul / SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
Medyan	:	Ortanca değer de denilmektedir. Bir veri grubunun küçükten büyüğe sıralanması halinde; ortadaki terimi ifade eder. Veri grubunda terim sayısı tek sayı ise ortadaki sayı, çift ise ortadaki iki sayının toplamının yarısı olarak hesaplanır.
Mlr, mlr	:	milyar
Mn, mn	:	milyon
OSB	:	Organize Sanayi Bölgesi

PD	:	Piyasa Değeri
MW	:	Megawatt
MWe	:	Megawatt electric
MWp	:	Megawatt peak
SMM	:	Satılan Malın Maliyeti
SPKn	:	10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Şirket / Alfa Solar / İhraççı	:	Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TFRS	:	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	:	Türk Lirası
UV	:	Uzun Vadeli
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") ile Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket, Alfa Solar") arasında 25.07.2022 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III. 62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Deniz Yatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Reform Bağımsız Denetim Anonim Şirketi tarafından hazırlanan; 30 Haziran 2022 ve 31 Aralık 2021, 2020, 2019 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- DenizYatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere DenizYatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

DenizYatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ve ara dönemlere ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi:12.10.2022

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme alışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Konusunda uzman çalışma ekibi Deniz Yatırım Kurumsal Finansmandan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Nurullah Erdoğan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK düzenlemesi uyarınca hazırlanan söz konusu raporu hazırlayabilmek için gerekli niteliklere, 26 yıllık tecrübeye sahiptir. Kariyerine 1996 yılında Kent Yatırım'da başlamış ve 1999 yılında Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümüne geçmiştir. O tarihten beri Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda göre alan ve bugün itibariyle görevine Deniz Yatırım Kurumsal Finansmandan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak devam eden Erdoğan; Yıldız Teknik Üniversitesi, Endüstri Mühendisliği Bölümü lisans mezunudur.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerleme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

İhsan Engindeniz, kariyerine 2007 yılında Türkiye Ekonomi Bankası A.Ő.'de Kurumsal Bankacılık Pazarlama ve rn Gelişimi Analisti olarak başlamış aynı yıl Deniz Yatırım'a geçmiştir. İhsan Engindeniz, 2007 yılından bu yana Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda; halka arz, sermaye piyasası işlemleri, değerleme faaliyetlerinde görev almakta olup görevini, Kurumsal Finansman Bölümü bünyesinde Analiz ve Değerlendirme Bölüm Müdürü olarak sürdürmektedir. Boğaziçi niversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan İhsan Engindeniz, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 26069, Belge No:205920) sahiptir.

Pınar Taştutan, kariyerine 2009 yılında Finansbank A.Ő.'de, Kurumsal ve Ticari Krediler Bölümü'nde Kredi Politikaları ve Kredi Kontrol Bölümü Yetkili Yardımcısı olarak başlamış ve 2011 yılında Deniz Yatırım'a geçmiştir. Pınar Taştutan, 2011 yılından bu yana Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda, halka arz, sermaye piyasası işlemleri, özel sektör borçlanma araçları ihracı faaliyetlerinde görev almakta olup görevini Kurumsal Finansman Yönetmeni olarak sürdürmektedir. Boğaziçi niversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan Pınar Taştutan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 129742, Belge No: 206256) sahiptir.

2. Şirket'e Dair zet Bilgiler ve Değerleme Sonucu

2.1. Şirkete İlişkin nemli Bilgiler

Alfa Solar, 35 yıllık sanayi tecrübesi bulunan Karabaş Ailesi yeleri tarafından 2011 yılında kurulmuştur. Kuruluş ve üretime geçiş tarihleri itibariyle, Türkiye'de uzun bir geçmişe sahip olmayan güneş panelleri sektörünün en tecrübeli Őirketlerinden biri konumundadır. 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. Alfa Solar, 1. Fazı tamamlanan, 2. Fazı Kırıkkale OSB’de devam eden yeni fabrika yatırımının tamamlanması ile Nisan 2023 itibarıyla yıllık güneş paneli üretim kapasitesini 1.290,7 MWp’ye yükseltmeyi planlamaktadır (*Ekim 2022 kapasite 790,7 Mwp*). Bu itibarla Alfa Solar, sahip olduğu tecrübe, yüksek kapasite ve verimlilikler ile Türkiye güneş paneli pazarında avantajlı bir konuma sahip olmakla birlikte gelecek dönemlerde ihracat pazarlarından da pay almayı hedeflemektedir.

2.2. Değerleme

Alfa Solar pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Alfa Solar paylarının değerinin tespit edilmesinde sanayi şirketleri için yaygın olarak kullanılan Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu çarpanlar 12.10.2022 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; 12.10.2022 kapanış tarihinde söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla 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.

Çarpan Analizi’nde değerlendirmeye;

BİST’te işlem gören “Elektrik Ürünleri Üreticileri” seçilmiş şirketler ve BIST-Yıldız Pazar’da işlem gören ve piyasa değeri 5,0 milyar TL’den az seçilmiş sanayi şirketleri dahil edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yönteminde; 2022 2.Yarıyıl – 2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Şirket tarafından oluşturulan Projeksiyonlar’da; 30.06.2022 tarihi itibarıyla 39,5 Milyon TL harcaması gerçekleştirilen ve tamamlandığında yaklaşık mevcut kapasiteye ~1.000 MWp kapasite artışı sağlayacak yatırımın, verimlilik katkısı, satış hacmine sağlayacağı katkı konularında muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Bunlara ek olarak; paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2019 – 2022/06 dönemleri gerçekleştirmelerine nazaran oldukça muhafazakar bir perspektif ile oluşturulmuştur.

Sonuç olarak; INA ve Çarpan Analizi yöntemine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. Muhafazakar yaklaşımla İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi’ne %60,0 ve Çarpan Analizi’ne %40,0 (FD/FAVÖK’e %50,0, F/K’ya %50,0) ağırlık verilerek **Şirket Değeri 2.925 milyon TL ve Birim Pay Değeri 73,13 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 2.340 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 58,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri Milyon TL	Birim Pay Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	%60,0	3.116	77,89
Çarpan Analizi	%40,0	2.639	65,98
FD/FAVÖK	%50,0	2.466	61,65
F/K	%50,0	2.813	70,32
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		2.925 Milyon TL	73,13
Halka Arz İskontosu		% 20,0	
Halka Arz Şirket Değeri		2.340 Milyon TL	58,50

3. Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“Şirket, Alfa Solar”)

3.1. Genel Bakış

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 fotovoltaik güneş panellerini Türkiye’de üretmek üzere kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirketin ana faaliyet konusu; üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerinin satışlarıdır.

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.

3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPK’nın hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK’nın 14.04.2022 tarih ve 18/587 sayılı izni ile bu sisteme geçmiştir.

Şirket’in kayıtlı sermaye tavanı 200.000.000 TL, çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL ve her bir payın itibari değeri 1,00 TL’dir.

3.2.1. Mevcut Ortaklık Yapısı

Şirket’in çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL olup tamamı muvazaadan arı bir şekilde ödenmiştir. Bu sermayenin her biri 1,00 TL itibari kıymetinde olup 40.000.000 adet paya ayrılmıştır. Bunlardan 8.000.000 adedi nama yazılı A Grubu ve 32.000.000 adedi hamiline

yazılı B Grubu paylardır. A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların imtiyazı yoktur.

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Toplam	
				Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Alfa Kazan	A*	8.000.000	20,0%	40.000.000	100,0%
	B	32.000.000	80,0%		

* Oy hakkı imtiyazı ve yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı: A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. Şirket yönetim kurulunun en az 5 en fazla 7 kişiden oluşacağı göz önünde bulundurularak, 5 (beş) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 2 (iki) üyesi, 6 (altı) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 3 (üç) üyesi, 7 (yedi) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 3 (üç) üyesi A Grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından adaylar arasından seçilir. Her bir A Grubu pay, sahibine 5 (beş) oy hakkı verir.

3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 40.000.000 TL'den 46.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet B Grubu pay ile ve Halka Arz Eden Pay Sahibine ait 3.200.000 TL nominal değerli 3.200.000 adet B Grubu pay olmak üzere toplamda 9.200.000 TL nominal değerli 9.200.000 adet B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sermaye artışı yoluyla halka arz edilen payların nominal değeri 6.000.000 TL olup, Şirket'in halka arz öncesi çıkarılmış sermayesine oranı %15,00 ve halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %13,04'tür.

Ortak satışı yoluyla halka arz edilen payların nominal değeri 3.200.000 TL olup, Şirket'in halka arz öncesi çıkarılmış sermayesine oranı %8,00 ve halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %6,96'dır.

Halka arz sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Pay Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Alfa Kazan	A	8.000.000	100,0%	8.000.000	80,0%
	B	32.000.000		28.800.000	
Halka Açık Kısım	B	-	-	9.200.000	20,0%
Toplam		40.000.000	100,0%	46.000.000	100,0%

3.3. Kilometre Taşları

2011 yılında "Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı ile kurulan 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.

2015 yılı itibarıyla sektör büyüme hızının ivme kazanması ile YEKDEM tarifesiyle yatırım yapmak isteyen özel sektör ve kamu kuruluşlarına güneş paneli satış hizmetini misyon edinen Şirket, bu müşteri portföyüne olan satışlarını artırmak amacıyla çalışmalarına başlamıştır. Bu müşteri portföyünü hedefleyen Şirket, ilk defa 2015 yılında 100 kWp üzeri siparişler almaya başlamıştır.

2016 yılında Şirket, daha büyük kapasiteli projelere ekipman tedarikini hedeflemiş ve 2016 yılı içerisinde MWp düzeyindeki ilk siparişler alınmıştır. 2016 yılı içerisinde toplam 8,8 MWp gücünde 34.000 adet güneş paneli satışı gerçekleştirilmiştir.

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.

2017 yılından itibaren Şirket, edindiği müşteri portföyü ve sektörün büyümesi sayesinde 3 vardiya ile çalışmaya başlamıştır. Şirket, 2017 yılından bugüne kadar 7 gün 24 saat esasıyla yılda en az 330 gün çalışma göstermiştir. 2017 yılının sonlarına doğru polikristal hücre teknolojisi sektördeki liderliğini monokristal hücre teknolojisine bırakmış ve Şirket bu değişime uyum sağlayarak monokristal güneş paneli üretimlerine ağırlık vermiştir.

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.

2017 yılında toplam 39,5 MWp gücünde 148.000 adet güneş paneli satılmıştır. 2017 yılında EPDK tarafından yayınlanan yeni mevzuata göre, 31.12.2017 sonrasında kabulü yapılan santrallerde dağıtım bedeli 4 kat zamlı tarifeden ödeneceği için, 2017 yılının ikinci yarısında ciddi bir talep artışı yaşanmıştır.

Şirket, 2018 yılında istikrarlı satışlarına devam etmiş ve yılı toplam 38 MWp gücünde 134.000 adet panel satışı ile kapatmıştır. Şirket, bu süreçte üretim geliştirme çalışmalarını artırmış ve üretim hattı otomasyonunu artırmaya başlamıştır.

Şirket, 2019 yılında artan otomasyon ve taleple beraber toplam 88 MWp gücünde 277.000 adet panel üretmiştir ve 2020 yılında faaliyete geçecek kapasite artışı yatırımına başlamıştır.

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.

2020 yılında ayrıca, Şirket'in pay sahipliği yapısı da tek bir tüzel kişilik altında toplanmış ve kurumsallaşma yolunda adımlar atılmıştır.

Şirket, 2021 yılında Ana Fabrika alanının yeterli gelmemesi sebebiyle Kırıkkale OSB bölgesinde yeni arazi satın almış ve bu alana 22.000 metrekarelik yeni bir fabrika inşaatına başlamıştır. Yeni Fabrika'nın inşaatı güneş paneli üretim ihtiyaçları gözeterek planlanmış ve buna uygun inşaat süreci başlatılmıştır.

Şirket, 2021 yılı itibarıyla Türkiye'nin büyük enerji şirketlerine fason üretim kararı almış ve kapasitesinin bir kısmını da kendi markası yerine bu şirketlerin markalarına ayırmıştır. Bu sayede kesintisiz üretim hedeflenmiştir.

2020 yılının sonlarında yapılan kapasite artışı ve teknoloji değişimi ile birlikte, 2022 yılında kapasite tam anlamıyla kullanılmaya başlanmış ve ithal edilen hücre verimliliğinin de düzenli artışı sonucu üretim kapasitesi 290,70 MWp'e ulaşmıştır.

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.

3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi

3.4.1. Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler

Şirket seri üretim faaliyetlerine geçtiği 2014 yılından bu yana üretim faaliyetlerini Kırıkkale 1. OSB Bölgesi'nde bulunan 10.000 m² alan üzerinde kurulu toplamda 5.400 m² kapalı alana sahip Ana Fabrika'da yürütmektedir.

Alfa Solar, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği tarafından 16.02.2022 yılında alınan kapasite raporuna göre maksimum verimde 290,70 MWp (640.000 adet 144 hücreli 450 Wp paneller) üretim yapabilmektedir. Şirket, yıldan yıla yaptığı kapasite artışlarının sonuncusunu 2020 yılının sonlarında yapmıştır. 2021 yılının başlarında kurulumu biten üretim hattının, tam efektif devreye girmesi 2021 yılının ortalarını bulmuştur.

Yeni Fabrika yatırımı ile birlikte, kapasitede 1.000 MWp artış beklenmektedir. Bu kapasitenin ilk fazı olan 500 MWp'nin Ekim 2022'de devreye girmiştir. İkinci faz olan 500 MWp'nin ise Mart 2023'te devreye girmesi ve Nisan 2023'te tam kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir. Dolayısıyla Nisan 2023 itibarıyla yıllık kapasitenin 1.290,70 MWp olması hedeflenmektedir.

Alfa Solar, birçok farklı hücre teknolojisiyle ve boyutlarıyla üretilen, farklı boyut ve enerji üretim değerlerine sahip fotovoltaik güneş panelleri üretimini gerçekleştirmektedir.

2014 yılının sonlarından bu yana seri üretim faaliyetinde bulunan Şirket'in kullandığı yaygın teknoloji, sektör dinamiklerinin getirdiği bir sonuç olarak 3 defa önemli ölçüde değişiklik göstermiştir. 2014-2018 yılları arasında maliyet avantajına sahip olan ve sektörde yaygın olan polikristal hücrelerle, 2018-2020 yılları arasında yine sektörde yaygın olan monokristal

hücrelerle üretim yapılırken, 2020 yılından sonra ise monokristal PERC teknolojisi yaygınlık kazanmıştır. Şirket, 2021 yılından itibaren, monokristal PERC teknolojisi ağırlıklı üretim yapmaktadır. Şirket, hücre teknolojisinden farklı olarak değişik boyutlarda hücrelerle farklı üretim güçlerine sahip fotovoltaik güneş paneli çeşitleri üretmektedir. Bugün üretimde kullanılmayan 156,75 mm hücrelerle başlayan üretim, zaman içinde gerçekleşen teknolojik gelişim ve değişimler sonrasında güncel durumda; 158,75 mm, 166 mm ve 182 mm boyutlarında hücrelerle devam etmektedir. Söz konusu teknoloji geçişleri dünyadaki tüm üreticiler açısından geçerlidir.

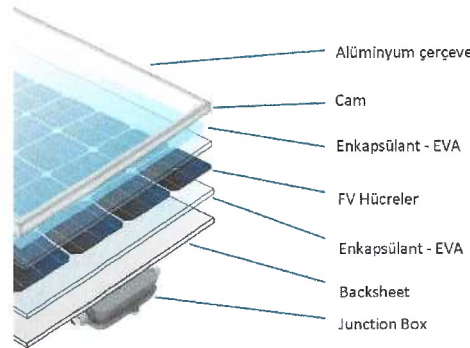
2019, 2020, 2021 ile 2021/06 ve 2022/06 dönemleri itibarıyla Alfa Solar'ın üretim ve satış miktarları hücre tipi bazında aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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	40.234.035
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

3.4.2. Üretim Süreçleri

Fotovoltaik güneş panelleri karmaşık bir üretim sürecinden geçmektedir. Alfa Solar tarafından üretilen güneş panelleri, tam otomasyon sağlanmış üretim hatlarında birçok kalite kontrol noktasından geçerek üretilmektedir. Şirket, oldukça yüksek hassasiyete sahip olan ürünlerin üretimini yine üst düzey hassas makinelerle gerçekleştirmektedir.

Fotovoltaik güneş panellerini oluşturan ana bileşenler aşağıdaki gibidir:



Alfa Solar, yukardaki şekilde de yer alan bileşenleri çeşitli yurt içi ve yurt dışı tedarikçilerden satın almakta ve üretim tesisinde sahip olduğu makine parkı vasıtası ile müşteri talepleri doğrultusunda gerekli üretim süreçlerini gerçekleştirerek son ürün olan "güneş paneli" haline getirmektedir. Alfa Solar, cam, çerçeve ve bağlantı kutusunu ağırlıklı olarak yerli firmalardan

tedarik etmektedir. Bununla birlikte cam ve bağlantı kutusu tedarikinin, yurt içindeki tedarikçilerin piyasaya sağladığı arzın yeterli olmadığı durumlarda, ithal edilmesi de söz konusu olabilmektedir. FV Hücre, EVA, arka tabaka, silikon ve iletken tel ise çeşitli ülkelerden ithalat ile tedarik edilmektedir.

Güneş paneli bileşenlerinden en önemlisi, FV Hücrelerdir. Söz konusu hücreler girdi maliyetlerinin de önemli bir bölümünü meydana getirmektedir. Alfa Solar tarafından üretilen güneş panellerinde kullanılan FV Hücreler, dünyanın en önemli üreticilerinden birisi olan Tongwei'den tedarik edilmektedir.

3.4.3. Ürün Satışları

Alfa Solar, yurt içinde ve yurt dışında, %90'dan fazlası üretimden satışlardan oluşan güneş panelleri satışı gerçekleştirmektedir. Bunun dışında kalan satışlar, ticari mal olarak sınıflanan ve tamamına yakını invertör olarak adlandırılan ürünün satışlarından oluşmaktadır.

Alfa Solar, aşağıdaki tablodan da görüleceği şekilde, satışlarının %95'inden fazlasını yurt içi pazarda gerçekleştirmiştir. Şirket satışlarını "direkt" olarak gerçekleştirmekte, satış kanalı olarak bayilik ya da distribütörlük mekanizmasını kullanmamaktadır. Şirket, yurtiçi müşterileriyle, bir kısmı avans bir kısmı vadesinde ödeme yöntemiyle veya tamamen peşin ödeme yoluyla çalışmaktadır. Şirket satışını gerçekleştirdiği ürünlere ilişkin tutarların bir bölümünü avans olarak siparişi takiben, 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. Şirket'in sevkiyat sonrası teminatlandırılmamış vadeli alacakları, toplam satışlarının %1'inin altında önemsiz bir bölümünü oluşturmaktadır.

Güneş Panelleri (Wp)	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Satış Miktarı	76.197.450	104.658.153	140.269.820	61.634.265	118.370.111
Yurtiçi	73.598.728	104.162.538	138.537.126	60.501.936	115.537.763
İhracat	2.598.722	495.615	1.732.694	1.132.329	2.832.348
İhracat Payı	3,41%	0,47%	1,24%	1,84%	2,39%

Şirket'in temel satış stratejisi; güneş enerjisi santralleri kurulumu yapan, açılımı Mühendislik (*Engineering*), Satın alma (*Procurement*), Kurulum (*Construction*) olan "EPC" firmalarına ürün tedariki üzerine kuruludur. Alfa Solar, hem ürünlerinin hem de sunduğu satış sonrası hizmetlerin kalitesi ile uzun yıllardır birlikte uyum ile çalıştığı geniş bir müşteri portföyü oluşturmuştur.

Şirket brüt satışlarının 2022/06 itibarıyla yaklaşık %1,9'unu oluşturan yurt dışı satışlar genellikle Afrika ülkelerine fason ve Suriye'ye kendi markasıyla satış olarak gerçekleşmiştir. Alfa Solar, yurt dışı satışlarda sadece peşin ödeme yöntemiyle çalışmaktadır. Şirket, yurtdışı için ürettiği fason ürünleri tek seferlik sözleşmelerle üretmektedir. İhracatlar direkt olarak Alfa Solar tarafından yapılmaktadır. Satışlar fabrika teslim ya da Türkiye liman teslim şeklinde yapılmakta olup, tüm satışlar Amerikan Doları ya da Euro üzerinden yapılmaktadır.

Alfa Solar'ın 2019, 2020, 2021 ile 2021/06 ve 2022/06 dönemleri itibarıyla satışlarının kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Türk Lirası	2019	Payı	2020	Payı	2021	Payı	2021/06	Payı	2022/06	Payı
Yurt içi Gelirleri	136.783.278	95,0%	234.121.653	97,0%	448.662.458	98,4%	155.873.349	98,1%	686.467.077	97,6%
Yurt dışı Gelirleri	4.213.461	2,9%	1.617.267	0,7%	4.043.015	0,9%	1.837.007	1,2%	13.588.167	1,9%
Diğer Gelirler*	2.933.196	2,0%	5.672.766	2,3%	3.468.509	0,8%	1.117.472	0,7%	3.416.568	0,5%
Brüt Satışlar	143.929.935	100,0%	241.411.686	100,0%	456.173.982	100,0%	158.827.828	100,0%	703.471.812	100,0%
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	

*Fiyat farkı, komisyon ve hizmet gelirleri.

Alfa Solar, 2021 yılından itibaren Türkiye'nin köklü sanayi kuruluşlarına fason üretim ve ürün hizmeti sunarak yeni bir satış ağı oluşturmuştur. Şirket, söz konusu anlaşmaları dikkate alarak devam eden yatırımlar ile ulaşacağı yeni kapasitesinin 2 yıl boyunca yaklaşık %65'ini bu firmalara ayırmayı planlamış ve bu sayede satış baskısını azaltarak, tam kapasite üretim yapmayı hedeflemiştir. Anlaşma yapılan firmaların Türkiye'nin önde gelen köklü sanayi kuruluşları olması sebebiyle geleceğe yönelik öngörülebilirlik artmış, satış-pazarlama maliyetleri düşürülmüştür.

Şirket, faaliyet konuları arasında yer almasına karşın, müşterileri ile rekabet etmemek amacıyla mevcut durum itibarıyla EPC hizmeti sunmamakta ve kısa vadede bu konuda bir değişiklik planlamamaktadır. Bununla birlikte Şirket, güneş enerjisi santrallerinin kurulumu için gerekli olan (ağırlıklı olarak invertör) çeşitli ekipmanların satışını da gerçekleştirmektedir.

3.5. Finansal Tablolar

3.5.1. Bilanço

VARLIKLAR - TL	31.Ara.19	31.Ara.20	31.Ara.21	30.Haz.22
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	-	143.190	-	128.624.367
Ticari Alacaklar	35.395.040	52.659.055	51.678.682	54.156.967
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	6.010.044	5.983.533	6.777.520	7.888.825
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	29.384.996	46.675.522	44.901.162	46.268.142
Diğer alacaklar	14.457.760	25.050.285	39.289.411	25.149.812
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	8.988.585	22.121.536	33.945.522	18.651.108
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	5.469.175	2.928.749	5.343.889	6.498.704
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
-İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	803.486	24.693.158	43.448.365	208.337.966
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	39.431	-	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	-	2.524.355	-	-
Maddi duran varlıklar	5.439.900	9.189.781	37.870.365	67.492.793
-Arsa ve Araçlar	255.050	255.050	2.373.694	2.373.694

-Binalar	1.885.934	1.842.991	5.531.298	5.472.326
-Tesis, Makine ve Cihazlar	3.105.607	6.262.933	19.981.029	19.030.200
-Taşıtlar	-	663.515	201.169	174.662
-Demirbaşlar	193.309	165.292	783.175	903.046
-Yapılmakta olan yatırımlar	-	-	9.000.000	39.538.865
Ertelenmiş vergi varlığı	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

KAYNAKLAR – TL	31.Ara.19	31.Ara.20	31.Ara.21	30.Haz.22
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
-İlişkili olmayan taraflardan	1.346.246	5.949.990	8.431.297	104.710.673
-- Banka Kredileri	1.314.523	5.884.511	8.415.263	100.488.451
-- Diğer kısa vadeli borçlanmalar	31.723	65.479	16.034	4.222.222
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.514.839	3.999.536	6.634.106	6.325.964
-- Banka Kredileri	3.514.839	3.014.062	4.788.664	4.704.060
-- Kiralama işlemlerinden borçlar	-	985.474	1.845.442	1.621.904
Ticari borçlar	33.557.882	47.638.259	243.323.458	392.775.274
-İlişkili taraflara	-	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflara	33.557.882	47.638.259	243.323.458	392.775.274
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	352.163	665.100	1.014.818	2.151.481
Diğer borçlar	474.808	621.509	184.418	2.780.352
-İlişkili taraflara	-	518.750	-	-
-İlişkili olmayan taraflara	474.808	102.759	184.418	2.780.352
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	11.833.573	57.374.433	67.318.978	242.201.626
-Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan Sözleşme Yük.	11.833.573	57.374.433	67.318.978	242.201.626
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	68.612	-
Kısa vadeli karşılıklar	131.700	154.404	319.335	645.907
-Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin	56.736	91.749	159.976	190.276
-Diğer kısa vadeli karşılıklar	74.964	62.655	159.359	455.631
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
-İlişkili olmayan taraflardan	8.340.329	6.847.000	3.849.521	1.704.639
-- Banka Kredileri	8.340.329	5.658.975	3.557.508	1.704.639
-- Kiralama işlemlerinden yükümlülükler	-	1.188.025	292.013	-
Çalışanlara sağ. fay. ilişkin 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
Ana Ortaklığa Ait 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 gelirler / (giderler)	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
TOPLAM KAYNAKLAR	78.823.120	181.543.685	440.607.278	971.886.678

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3.5.2. Gelir Tablosu

Türk Lirası	2019	2020	2021	2022/06	2021/06
Hasılat	138.266.723	233.434.591	438.553.686	698.405.617	145.605.548
Satışların maliyeti	-122.763.100	-188.582.493	-361.688.173	-574.122.060	-130.020.282
Brüt Kar	15.503.623	44.852.098	76.865.513	124.283.557	15.585.266
Genel yönetim giderleri	-1.680.030	-2.984.235	-3.711.465	-5.321.504	-1.220.528
Pazarlama giderleri	-454.254	-455.094	-1.287.112	-579.718	-375.481
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	5.797.583	12.247.270	51.442.183	60.549.866	13.876.407
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-6.764.959	-12.460.984	-106.582.167	-87.460.564	-21.390.103
Esas faaliyet karı / (zararı)	12.401.963	41.199.055	16.726.952	91.471.637	6.475.561
Yatırım faaliyetlerinden gelirler		44.318	114.982	8.778.581	60.230
Yatırım faaliyetlerinden giderler			-63.523	-2.819.574	-63.523
Özkaynak YönDeğYat. Kar/Zar		5.605	-2.524.355		-2.524.355
Finans. gelir / (gideri) önc.faal.karı/zararı	12.401.963	41.248.978	14.254.056	97.430.644	3.947.913
Finansman gelirleri	3.809.753	10.756.071	48.202.239	45.915.097	6.536.460
Finansman giderleri	-5.668.406	-10.617.652	-11.081.183	-11.825.821	-3.525.256
Sürd. Faal.vergi önc. kar/(zarar)	10.543.310	41.387.397	51.375.112	131.519.920	6.959.117
Sürd. Faal.Vergi gelir /(gideri)	-653.592	-2.563.817	-2.972.550	7.401.750	-1.246.332
- Dönem vergi gideri	-592.713	-2.073.229	-1.876.981	-2.250.284	-289.269
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	-60.879	-490.588	-1.095.569	9.652.034	-957.063
Sürd. Faal. Dönem karı / (zararı)	9.889.718	38.823.580	48.402.562	138.921.670	5.712.785
DÖNEM KARI / (ZARARI)	9.889.718	38.823.580	48.402.562	138.921.670	5.712.785

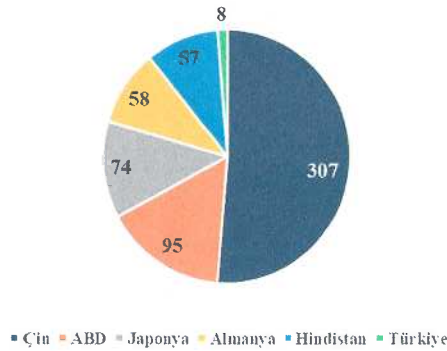
Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4. Sektörel Bilgiler

4.1. Dünyada ve Türkiye’de Enerji Sektörü*

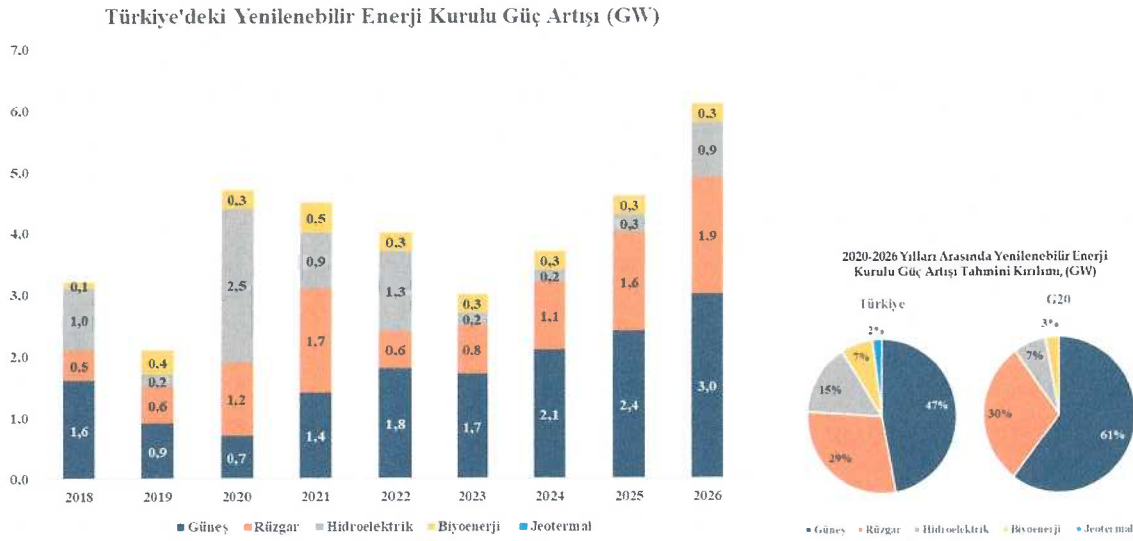
Dünyada 2010 yılından itibaren düzenli büyüme gösteren güneş enerjisi kurulu gücü 2021 yılı sonunda 951 GW seviyesine ulaşmıştır. Güneş enerjisi, son yıllarda azalan maliyetler ve kurulum kolaylığı ile diğer yenilenebilir teknolojilere göre daha hızlı yayılmış, toplam kurulu gücü ve elektrik üretimi içerisindeki payı da giderek artmıştır. PwC Sektör Raporuna göre, öngörüler 2050 yılında küresel GES kurulu gücünün yaklaşık olarak 9.095 GW seviyesinde olacağı yönündedir. Dünya GES kurulu gücünde 2021 yılı verilerine göre Çin 307 GW ile lider ülke unvanını almıştır. Sıralamada Çin’i, ABD, Japonya, Almanya ve Hindistan takip etmektedir.

Ülkeler Bazında GES Kurulu Gücü



* Kaynak: PwC Sektör Raporu

Türkiye’de 2022 Haziran ayı itibarıyla toplam güneş enerjisi kurulu gücü (lisanslı ve lisanssız santraller baz alınarak) 8.479,1 MW’a ulaşmıştır. 2022 Haziran ayı itibarıyla tüm kaynakların toplam kurulu gücü 101.518,3 MW olurken, güneşin toplam kurulu güç içindeki payı %8,35 olmuştur. (Kaynak: TEİAŞ, www.teias.gov.tr/kurulu-guc-raporlari) IEA’in tahminlerine göre 2026’ya kadar Türkiye’de GES kurulu gücünün yıllık ortalama 2 GW seviyesinde artması beklenmektedir. Bununla birlikte söz konusu kurumların son yıllarda yaptıkları tahminler ile gerçekleştirmeler arasında, gerçekleştirmeler lehine oldukça yüksek farklar oluşmaktadır. Bu itibarla özellikle enerji kaynaklı ithalat faturası ödeyen Türkiye’de ithal ikamesi konumundaki yenilenebilir enerji ve bilhassa güneş enerjisi yatırımlarının çok daha hızlı artış göstermesi beklenmektedir. IEA söz konusu dönem boyunca Türkiye’nin kurulu güç artışı bakımından dünyada 10. sırada olacağını tahmin etmektedir.



PwC Sektör Raporuna göre, güneş panellerinin yıllık satış hacmi, dünyada 2015’ten bu yana devam eden büyüme ivmesiyle birlikte 2020 yılı sonunda 132 GW güce ulaşmıştır. Küresel pazarda 2020 yılında gerçekleştirilen satışlarda, en fazla satışı gerçekleştiren ilk 10 şirketin, toplam satışların %71’ini gerçekleştirmiş olduğu görülmektedir. Çin menşeli ürün ve markaların güneş enerjisi piyasasında önemli bir üstünlüğü olduğu görülmektedir.

TÜİK dış ticaret verileri incelendiğinde, Türkiye’nin 2017 yılında 2,5 milyar ABD Doları’na yaklaşan güneş enerjisi ürünleri ithalatı, 2018 yılına gelindiğinde 345 milyon ABD Doları seviyelerine gerilemiştir. Türkiye’de güneş enerjisi ürünleri ithalatı, 2017 yılında Çinli üreticilere uygulanmaya başlanan anti-damping vergisiyle beraber (anti-damping vergisi, dampingli ürünlere karşı alınan bir vergi türüdür; damping ise, ihracatçı firmanın malını dış piyasada, iç piyasada sattığından daha düşük fiyatla satmasıdır) %86 oranında gerilemiştir.

2017-2019 yılları arasında güneş enerjisi ürünleri ihracatı artmış olsa da tüm senelerde ihracat 170 milyon ABD Doları’nın altında kalmıştır. İhracatın büyük çoğunluğunu güneş panelleri oluşturmaktadır. Daha sonraki senelerde Türk panel üreticileri yıllık kapasitelerini artırarak yurtiçindeki talebi karşılamış ve ihracat potansiyeli kazanmıştır. 2019 yılından itibaren Türk panel üreticilerinin kapasitelerindeki artışın da etkisi ile güneş paneli ihracatı ithalatının üzerine çıkmıştır.

4.2. Alfa Solar'ın Sektör'deki Konumu

Dünyada 2010 yılından itibaren düzenli büyüme gösteren güneş enerjisi kurulu gücü 2021 yılı sonunda 951 GW seviyesine ulaşmıştır. Güneş enerjisi, son yıllarda azalan maliyetler ve kurulum kolaylığı ile diğer yenilenebilir teknolojilere göre daha hızlı yayılmış, toplam kurulu gücü ve elektrik üretimi içerisindeki payı da giderek artmıştır. PwC Sektör Raporuna göre, öngörüler 2050 yılında küresel GES kurulu gücünün yaklaşık olarak 9.095 GW seviyesinde olacağı yönündedir. Dünya GES kurulu gücünde 2021 yılı verilerine göre Çin 307 GW ile lider ülke unvanını almıştır. Sıralamada Çin'i, ABD, Japonya, Almanya ve Hindistan takip etmektedir.

Türkiye'de 2022 Haziran ayı itibarıyla toplam güneş enerjisi kurulu gücü (lisanslı ve lisanssız santraller baz alınarak) 8.479,1 MW'a ulaşmıştır. 2022 Haziran ayı itibarıyla tüm kaynakların toplam kurulu gücü 101.518,3 MW olurken, güneşin toplam kurulu güç içindeki payı %8,35 olmuştur. (Kaynak: TEİAŞ, www.teias.gov.tr/kurulu-guc-raporlari) IEA'in tahminlerine göre 2026'ya kadar Türkiye'de GES kurulu gücünün yıllık ortalama 2 GW seviyesinde artması beklenmektedir. IEA söz konusu dönem boyunca Türkiye'nin kurulu güç artışı bakımından dünyada 10. sırada olacağını tahmin etmektedir. (Kaynak: PwC Sektör Raporu)

PwC Sektör Raporuna göre, güneş panellerinin yıllık satış hacmi, dünyada 2015'ten bu yana devam eden büyüme ivmesiyle birlikte 2020 yılı sonunda 132 GW güce ulaşmıştır. Küresel pazarda 2020 yılında gerçekleştirilen satışlarda, en fazla satışı gerçekleştiren ilk 10 şirketin, toplam satışların %71'ini gerçekleştirmiş olduğu görülmektedir. Çin menşeli ürün ve markaların güneş enerjisi piyasasında önemli bir üstünlüğü olduğu görülmektedir.

TÜİK dış ticaret verileri incelendiğinde, Türkiye'nin 2017 yılında 2,5 milyar ABD Doları'na yaklaşan güneş enerjisi ürünleri ithalatı, 2018 yılına gelindiğinde 345 milyon ABD Doları seviyelerine gerilemiştir. Türkiye'de güneş enerjisi ürünleri ithalatı, 2017 yılında Çinli üreticilere uygulanmaya başlanan anti-damping vergisiyle beraber (*anti-damping vergisi, dampingli ürünlere karşı alınan bir vergi türüdür; damping ise, ihracatçı firmanın malını dış piyasada, iç piyasada sattığından daha düşük fiyatla satmasıdır*) %86 oranında gerilemiştir. 2017-2019 yılları arasında güneş enerjisi ürünleri ihracatı artmış olsa da tüm senelerde ihracat 170 milyon ABD Doları'nın altında kalmıştır. İhracatın büyük çoğunluğunu güneş panelleri oluşturmaktadır.

Daha sonraki senelerde Türk panel üreticileri yıllık kapasitelerini artırarak yurtiçindeki talebi karşılamış ve ihracat potansiyeli kazanmıştır. 2019 yılından itibaren Türk panel üreticilerinin kapasitelerindeki artışın da etkisi ile güneş paneli ihracatı ithalatının üzerine çıkmıştır.

Alfa Solar, Türkiye'nin önde gelen güneş paneli üreticilerinden biri konumundadır. Sektördeki şirketlerin verilerini yayımlayan bağımsız bir kaynak bulunmaması nedeniyle, Türkiye'de kurulumu yapılan güneş panelleri ile Şirket'in ilgili dönemlerdeki satışları karşılaştırılarak pazardaki konumuna ilişkin olarak oluşturulan yaklaşım aşağıda detaylandırılmıştır.

Şirket, 2020 yılında 104,1 MWp, 2021 yılında 138,5 MWp ve 2022 yılının ilk 6 ayında 115,5 MWp gücünde güneş panellerini yurtiçi pazara satmıştır. Bu dönemlerde Türkiye'de bulunan güneş enerjisi kurulu gücü ise 2020 yılında 672,2 MWe, 2021 yılında 1.148,2 MWe ve 2022 yılının ilk 6 ayında ise 663,5 MWe artış göstermiştir. Üç dönemdeki toplam artış 2.483,9 MWe

olurken Şirket bu üç dönemde toplam 358,1 MWp panel satışı gerçekleştirerek, pazarın yaklaşık %14'üne sahip olmuştur.

5. Yatırım Unsurları

5.1. Sürdürülebilirlik ve Enerji

5.1.1. Genel Görünüm*

Tüm dünyada artan talebe karşın her gün daha da artan kaynak kısıtları; bugünün ihtiyaçlarını geleceği de gözeterek karşılamayı hedefleyen «sürdürülebilirlik» kavramını gündemin ilk sırasına taşımıştır. Sürdürülebilirlik çoğu zaman «çevre» başlığı altında gündeme gelse de Birleşmiş Milletler'in (BM) 2016 yılından bu yana resmi olarak uygulamada olan 2030 hedefleri; Ekonomi, Toplum ve Çevre başlıklarını içermektedir. Hem BM raporlarında hem de Türkiye'nin de dahil olduğu Paris İklim Anlaşması ve Avrupa Yeşil Mutabakatı'nda yer alan ekonomi ve çevre başlıklarının odak noktası «enerji»dir. Özellikle iklim değişikliklerinin ön plana çıktığı bu çalışmalarda;

- 2030'a kadar %50 daha fazla enerji, %40 daha fazla su ve %35 daha fazla gıda ihtiyacı ortaya çıkacağı belirtilmekte,
- Sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi ve küresel ısınmanın 1,5° C'de sınırlanması (1,5° C hedefi) amacıyla 2030'a kadar;
 - Karbon salımının 2030'a kadar %55 azaltılması,
 - Elektrik üretiminde yenilenebilir enerjinin payının %40'a ulaşması,
 - 2050'de «net sıfır» karbon salımının sağlanması,

gerektiği belirtilmektedir.

Sürdürülebilirlik amacıyla koyulan hedefler 2016 yılından bu yana geçerli olmakla birlikte özellikle dünya karbon salımının %76'sını oluşturan G20 ülkeleri hedeflerinin çok gerisindedir. 2030'a kadar 1,5° C hedefine ulaşmak üzere yenilenebilir enerji yatırımlarının artırılması öngörülmektedir.

Dünya sera gazı salımının %80'ine yakını «enerji» kaynaklıdır. Tarım ise %14 ile ikinci sıradadır. Sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşılabilmesi amacıyla, gerçekleştirilecek enerji dönüşümü ile; elektrik kullanımının artırılması ve elektrik üretiminde yenilenebilir enerjinin payı ile verimliliğin artırılması durumunda karbon salımının %70'inin engellenebileceği öngörülmektedir.

Bu itibarla sürdürülebilir bir dünya için yenilenebilir enerjinin önemi her geçen gün daha da artmaktadır.

* Kaynak: PwC – Türkiye ve Dünyada Güneş Enerjisi Sektörü

5.1.2. Güneş Enerjisi*

Dünyanın «net sıfır karbon» hedefine ulaşmasında; yenilenebilir enerji yatırımları, bunların arasında ise diğer kaynaklara göre sahip olduğu avantajlarla Güneş Enerjisi yatırımları ön plana çıkmaktadır. Güneş enerjisi, yenilenebilir elektrik üretim kaynakları arasında 2010 yılına göre en yüksek ortalama elektrik birim üretim maliyeti düşüşü gösteren kaynaktır. Söz konusu dönemde meydana gelen teknolojik gelişmelerle yükselen verimlilikler, ölçek ekonomisi ve teşviklerin sağladığı %85 maliyet iyileşmesi (yıllık ortalama bileşik değişim %17), güneş enerjisinin fosil yakıt kaynaklarıyla rekabet etmesine imkan sağlamıştır.

2019 yılı başında 30 \$/ton seviyesinde olan «karbon salım primi» fiyatları Avrupa Birliği'nde 70 \$/ton gösterge seviyelerine yükselmiştir. Rusya kaynaklı doğalgaz sıkışıklığının kömür fiyatları üzerindeki etkisi ve karbon salımı azaltılmasına ilişkin alınan önlemlerle birlikte karbon salım primi fiyatları, yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarının rekabet gücünü gittikçe azaltmaktadır.

Yenilenebilir enerji kaynakları arasında sırasıyla en önemli potansiyele sahip güneş ve rüzgar enerjisi santrallerinin kurulacak «hibrit sistemler» ile birlikte faaliyet göstermeleri; artan kapasite faktörü ve kısalan yatırım geri dönüş süresi ile önemli avantaj sağlamaktadır.

2010 – 2020 döneminde %33 yıllık ortalama bileşik büyüme ile 710 GW'a ulaşan küresel ölçekte kurulu güneş enerjisi gücü son dönemde artan emtia fiyatlarına rağmen hızlı büyümesini sürdürerek;

- 2020 - 2030 döneminde %16 YOBB ile 3.063 GW'a, [2022 ve 2023'te yıllık ~220 GW]
- 2030 - 2040 döneminde %7 YOBB ile 6.232 GW'a,
- 2040 - 2050 döneminde %4 YOBB ile 9.095 GW'a,

ulaşması beklenmektedir. Buna göre 2020 – 2050 dönemi için öngörülen yıllık ortalama bileşik büyüme %9'dur. Bununla birlikte IEA'nin de dahil olduğu birçok kuruluşun yaptığı tarihsel tahminler, gerçekleşen hızlı büyümelerin oldukça gerisinde kalmıştır. Bu nedenle tahminlerin hızla aşılabileceği öngörülebilmektedir.

5.1.3. Türkiye'de Enerji ve Güneş Enerjisi*

Türkiye; büyüyen ekonomisi, artan nüfusu, nitelikli ve genç işgücü, dünya pazarlarına yüksek entegrasyonu ile ortaya koyduğu yüksek potansiyel ile gelişmekte olan ülkeler arasında önemli bir yere sahiptir.

Makro Ekonomik Perspektif

Sanayi ve ticaretin ana girdisi konumunda olan ve son dönemde artan fiyatlarla önemi daha da artan «enerji maliyetleri», Türkiye'nin mevcut üretim kaynakları değerlendirildiğinde, hem

* Kaynak: PwC – Türkiye ve Dünyada Güneş Enerjisi Sektörü, *SolarPower Europe – Global Market Outlook 2022-2026

* Kaynak: PwC – Türkiye ve Dünyada Güneş Enerjisi Sektörü

makro ekonomik hem de iklimsel olarak sürdürülebilirliğin sağlanmasında hayati öneme sahiptir.

2018 – 2022 Temmuz dönemi değerlendirildiğinde; enerji ithalatı Türkiye'nin toplam ithalatının %19'unu meydana getirirken, enerji fiyatlarının hızla yükseldiği 2022 yılının ilk yedi ayında bu oran %27'ye ulaşmıştır.

2022 yılının ilk 7 ayı itibarıyla; Türkiye'nin dış ticaret açığı 62 milyar \$, cari açığı 37 milyar \$ olarak gerçekleşirken enerji kaynaklı dış ticaret açığı ise 47 milyar \$ seviyesindedir.

Enerji Potansiyeli Perspektifi

2022 Temmuz itibarıyla Türkiye'nin kurulu gücü 102 GW olarak gerçekleşirken, güneş enerjisi santralleri 8,6 GW ile kurulu gücün %8,4'ünü meydana getirmektedir.

Dünya'da güneş enerjisi kurulu gücü 2021 sonu itibarıyla 951 GW'tır. Bu dönemde sahip olduğu yaklaşık 7,8 GW kapasite ile dünyada 17. sırada bulunan Türkiye küresel ölçekte %0,8 paya sahiptir. 307 GW kurulu güç ile Çin bu alanda ilk sırada yer alırken Avrupa ülkelerinden Almanya 58 GW kurulu güç ile dünyada 4. sıradadır.

Türkiye, geniş yüz ölçümü, günlük ortalama 7,5 saat güneşlenme süresi ve metrekare başına 1.527 kwh enerji üretim potansiyeli ile güneş enerjisi konusunda dünyadaki birçok ülkeden çok daha avantajlı konumdadır.

Yasal Düzenlemeler ve Devlet Teşvikleri¹

Enerji, Türkiye'nin cari açığı üzerinde sahip olduğu önemli etki nedeniyle öncelikli sektör konumundadır. Özellikle ithal ikamesi konumundaki yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlar devlet tarafından korunmakta ve teşvik edilmektedir. Son dönemlerde yürürlüğe giren önemli düzenleme ve teşvikler aşağıda yer almaktadır.

- Şubat 2022 itibarıyla; GES ve RES yatırım bölgesi fark etmeksizin en az 4. bölge teşvikleri kapsamına dahil edilmiştir. GES ve RES projelerine; KDV istisnası ve gümrük vergisine ilave olarak %30 oranında kurumlar vergisi indirimi ve 6 yıl boyunca sigorta prim işveren hissesi desteği sağlanacaktır.

- Ağustos 2022 itibarıyla EPDK, üretim tesisiyle tüketim tesisinin aynı dağıtım bölgesi sınırları içerisinde olma şartını, belirli istisnalar dışında kaldırmıştır.

¹ Kaynak:

<https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/20.5.5209.pdf>

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/08/20220811.pdf>

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/07/20220705.pdf>

<https://www.teias.gov.tr/duyurular/kapasite-tahsisleri-hakkinda>

[https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/03/20220326-](https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/03/20220326-4.htm?fireglass_rsn=true#fireglass_params&tabid=ad9bd4f85ff8d0a4&start_with_session_counter=2&application_server_address=denizfglsspxy04.denizisolation.com)

[4.htm?fireglass_rsn=true#fireglass_params&tabid=ad9bd4f85ff8d0a4&start_with_session_counter=2&application_server_address=denizfglsspxy04.denizisolation.com](https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/03/20220326-4.htm?fireglass_rsn=true#fireglass_params&tabid=ad9bd4f85ff8d0a4&start_with_session_counter=2&application_server_address=denizfglsspxy04.denizisolation.com)

- Temmuz 2022 itibarıyla elektrik depolama tesisi yatırımlarına teşvik getirilmesi kanunlaşmıştır. Elektrik depolama tesisi yapmayı taahhüt eden yatırımcılara, söz konusu yatırımın kurulu gücüne denk olarak gerçekleştirecekleri RES ve/veya GES yatırımları için yarışma olmadan lisans alma imkanı tanınacaktır. Bu durum aynı zamanda hali hazırda devrede olan rüzgar ve güneş enerji santrallerinde yapılacak kapasite artışları için de geçerli olacaktır.

- Lisanslı hibrit santrallerde yardımcı kaynak gücünü ana kaynak kurulu gücünün %15'iyle sınırlayan düzenleme EPDK tarafından kaldırılmıştır. Yeni düzenleme ile başvuruları uzun süredir bu düzenleme nedeniyle bekleyen üretim tesislerinin önünü açmıştır.

- Çin menşeli fotovoltaik modül ve panellerin ithalinde belirli tutarlarda dampinge karşı kesin önlem yürürlüktedir. Yerli üretimin etkin olarak korunması ve teşvik edilmesi kapsamında, Ocak 2023 yılı itibarıyla güneş paneli ihtisas gümrüğü uygulaması başlatılacaktır.

5.2. Üretim Odaklı Faaliyetler ve Kapasite Artışı

Alfa Solar, tek odağı üretim olan, verimlilik ve maliyet hassasiyeti yüksek bir şirkettir. Bu itibarla Şirket, sürekli olarak ÜR-GE faaliyetleri yürütmekte, tedarikten, depolamaya, üretimden, paketlemeye fark yaratacak verimlilik artışları ve maliyet avantajları sağlamaktadır. Bunun yanında Şirket, 1. Fazı Ekim 2022'de devreye alınan 2.Fazı ise Nisan 2023'te devreye alınacak yeni fabrika yatırımı ile ulaşacağı yıllık 1.290,7 MWp güneş paneli üretim kapasitesi ile Türkiye'nin önde gelen üreticisi konumunu bir adım ileriye taşımayı hedeflemektedir.

5.3. Özel Üretim Anlaşmaları

Alfa Solar kuruluşundan bu yana; yüksek kalite ürünleri, güçlü mali yapısı ve düzenli olarak yaptığı teknoloji – kapasite yatırımları ile güneş paneli sektörünün önde gelen oyuncusu konumundadır. Türkiye'de son dönemde artan enerji fiyatları ve yenilebilir enerjide (özellikle güneş enerjisi) sağlanan teşvikler sonrası artan talep, Türkiye'nin önemli sanayi kuruluşlarının da bu sektöre ilgisini artırmıştır. Ürettikleri ürünler itibarıyla nihai tüketiciler nezdinde yüksek bilinirlik ve güvenilirliğe sahip olan bu şirketler, mevcut dağıtım ve servis ağlarını güneş paneli alanına entegre ederek sinerji yaratmayı hedeflemiştir. Söz konusu iki önde gelen sanayi şirketi 2021 yılında Alfa Solar ile imzalamış oldukları anlaşmalarla; her ay belirlenen adetlerde yapılacak teslimatlarla Alfa Solar'ın yeni yatırımları ile ulaşacağı yaklaşık 1.291 MW kapasitenin yaklaşık %65'ini satın alacaktır.

6. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

Alfa Solar'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerlendirme yaklaşımının tespit edilmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre Maliyet Yaklaşımı; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Alfa Solar'ın bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Alfa Solar'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre Gelir Yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkan vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerlendirme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Alfa Solar'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir. Şirket'in Kırıkkale OSB'de devam eden ve mevcut 290,7 MWp üretim kapasitesine ek olarak 2 fazda yaklaşık 1.000 MWp kapasite artışı sağlayacak olan üretim tesisi için 30.06.2022 itibarıyla bilançoda yer alan "yapılmakta olan yatırımlar" tutarı 39,5 Milyon TL'dir. Söz konusu yatırımın 500 MWp üretim kapasitesine sahip 1. Fazı Ekim 2022 itibarıyla devreye alınarak yıllık üretim kapasitesi 790,7 MWp'ye ulaşmıştır. 500 MWp üretim kapasitesi sağlayacak olan ve kapalı alan inşaatı 1. Faz ile birlikte büyük ölçüde tamamlanmış olan 2. Faz'ın ise Nisan 2023 itibarıyla devreye alınması ve toplam üretim kapasitesinin yıllık 1.290,7 MWp'ye ulaşması planlanmaktadır. İNA kapsamında Projeksiyonlar oluşturulurken, yeni fabrika yatırımının verimlilik katkısı, satış hacmine sağlayacağı katkı konularında muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Bunlara ek olarak; paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait

kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2019 – 2022/06 dönemleri gerçekleştirmelerine nazaran oldukça muhafazakar bir perspektif ile oluşturulmuştur.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi"dir. Borsa İstanbul'da, dahil olduğu sektör ve/veya üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Alfa Solar ile benzerlik taşıyan şirketler işlem görmektedir. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi'nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlendirilen varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise; değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin gelişme evrelerini, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır. Borsa İstanbul'da Mart 2022'den bu yana işlem gören, Alfa Solar ile büyük ölçüde benzer faaliyetlere sahip olan ve bu itibarla yatırımcı beklentilerini önemli ölçüde yansıttığı değerlendirilen Smart Güneş (SMRTG) şirketine ait piyasa çarpanlarının "uç değer" olarak kabul ettiğimiz seviyeleri aşması nedeniyle, söz konusu şirket emsal olarak dikkate alınamamaktadır. Bununla birlikte Alfa Solar'ın şirket değerine ilişkin değerlendirmede, faaliyet konuları açısından büyük ölçüde benzerlik gösterdiği Smart Güneş'in göz önünde bulundurulması amacıyla piyasa ve mali verileri paylaşılmıştır.

Bu itibarla; Alfa Solar'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Pazar Yaklaşımı'na ve Gelir Yaklaşımı'na yer verilmiştir.

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Dönem Karı" veya "Ana Ortaklık Net Dönem Karı") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Sanayi şirketleri için; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) yaygın olarak kullanılan çarpanlardır. Alfa Solar paylarının değerinin tespit edilmesinde bu çarpanlar kullanılmıştır. Söz konusu yaklaşımın mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

Çarpan hesaplamasına baz olacak son 12 aylık (01.07.2021 – 30.06.2022) döneme ait tutarların hesaplanması; "01.01.2021 - 31.12.2021 (2021/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2021 - 30.06.2021 (2021/06)" dönemine ait tutarın çıkarılması ve "01.01.2022 - 30.06.2022 (2022/06)" dönemine ait tutarın eklenmesiyle gerçekleştirilmiştir.

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son dönem "net finansal borç"un düşülmesiyle "Şirket Değeri" ya da "Özkaynak Değeri"ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli "finansal borçlar"dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

7. Değerleme

7.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Alfa Solar'ın şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için 30.06.2022 tarihli bilanço verileri ile 01.07.2021 – 30.06.2022 dönemine ilişkin Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır.

7.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri

7.1.1.1. Net Nakit Pozisyonu

Alfa Solar'ın net **nakit** pozisyonu 30.06.2022 itibariyle 275,1 milyon TL'dir. Net Nakit Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; Uzun ve Kısa Vadeli Finansal Borçlar, Diğer Borçlar, varlık tarafında ise; Nakit ve Nakit Benzerleri, Finansal Yatırımlar ve İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar'dır.

Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalar

30.06.2022 tarihi itibariyle Kısa Vadeli Borçlanmalarda ve Uzun Vadeli Borçlanmalardaki bakiyelerin tamamına yakını banka kredilerinden oluşmaktadır. Şirket, ürünlerinin gördüğü yüksek talep sonucu tam kapasite üretim yapması nedeniyle, üretimde kullanılan malzemelerin stok seviyelerinin güvenli seviyelerde olmasını hedeflemektedir. Stok seviyesi güvenliğinin yanında, kar marjlarının korunması ve artırılması amacıyla Şirket, gelecek dönem beklenen büyümeleri de göz önünde bulundurarak uygun maliyetli üretim malzemeleri alım fırsatlarını değerlendirmekte ve bu amaçla ihtiyaç duyduğu ve/veya duyacağı kaynakları zaman zaman bankalar nezdinde sahip olduğu finansman imkanlarını da kullanarak sağlamaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri

Şirket'in Nakit ve Nakit Benzerleri'nde görülen tutarlar; artan iş hacmi ve uygulanan iş modeline bağlı olarak gerçekleştirilen ticari borç, ticari alacak ile stok yönetimi sonucunda faaliyetlerden elde edilen nakit akışlarından kaynaklanmaktadır. Şirket, söz konusu tutarları uygun maliyetli üretim malzemeleri alım fırsatlarını değerlendirmede kullanabilmektedir.

Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar

30.06.2022 itibarıyla Şirket'in Finansal Yatırımlar'ı Kur Korumalı Mevduat Hesapları'ndan ve gerçeğe uygun değerleri ile takip edilen döviz cinsinden fiyatlanan borçlanma araçlarından oluşmaktadır. Şirket'in üretimde kullandığı malzemelerin tamamına yakınının döviz cinsinden fiyatlanması ve tedarikçilere vadeli ödeme yapılması nedenleriyle söz konusu finansal yatırımlar, Şirket'e kur riski koruması sağlamaktadır.

Net Borç (Nakit) Pozisyonu - Milyon TL	30.06.2022
Kısa Vadeli Borçlanmalar	104,7
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV kısımları	6,3
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1,7
Diğer Borçlar	2,8
Borçlar (Y)	115,5
Nakit ve Nakit Benzerleri	243,3
Finansal Yatırımlar	128,6
Diğer Alacaklar - İlişkili Taraflardan	18,7
Alacaklar (V)	390,6
Net Borç (Nakit) Pozisyonu (Y-V)	-275,1

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

7.1.1.2. FAVÖK ve Net Kar

Alfa Solar'ın Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK ve Net Kar tutarları 2019, 2020, 2021, 2021/06, 2022/06 ve 01.07.2021 – 30.06.2022 dönemini gösteren son 12 aylık dönem itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Veriler - Milyon TL	2019	2020	2021	2021/06	2022/06	2022/06*
Brüt Kar	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 Karı	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	119,7	179,1
Net Kar	9,9	38,8	48,4	5,7	138,9	181,6

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

* Son 12 aylık (01.07.2021 – 30.06.2022) tutarın hesaplanması için “01.01.2021 - 31.12.2021 (2021)” dönemine ait tutardan “01.01.2021 - 30.06.2021 (2021/06)” dönemine ait tutar çıkarılmış ve “01.01.2022 - 30.06.2022 (2022/06)” dönemine ait tutar eklenmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler – Finansman Gelir ve Giderleri

Alfa Solar, üretimini gerçekleştirdiği güneş panellerinin hammadde ve bileşenleri yurt dışından ve/veya yurt içinden döviz bazlı fiyatlamalar ile tedarik etmekte, satışlarını da yine döviz bazlı olarak gerçekleştirmektedir. Bu itibarla Şirket, işletme sermayesini meydana getiren hesaplar üzerinden döviz hareketlerinde meydana gelen değişimlerden etkilenmektedir. Söz konusu değişimler Şirket'in gelir tablosunda “esas faaliyetlerden diğer gelir / gider” kalemi altında raporlanan kur farkı gelir / giderleri altında izlenmektedir.

Alfa Solar'ın gelir tablosunda, Şirket'in uyguladığı iş modeli çerçevesinde, faaliyet karı seviyesinde kur farkı gelir / giderleri ile faaliyet karı sonrasına yansıyan finansman gelir / giderleri raporlanmaktadır. Söz konusu gelir ve gider grupları karşılıklı olarak işlemektedir. Şirket net kar seviyesine odaklanarak mali performans yönetimi gerçekleştirmektedir. Bu itibarla, Şirket'in FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler dikkate alınmamıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Kar verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır:

Alfa Solar - Özet Veriler	Milyon TL
Net Finansal Borç (Nakit) (30.06.2022)	-275,1
FAVÖK (01.07.2021 - 30.06.2022)	179,1
Net Kar (01.07.2021 - 30.06.2022)	181,6

7.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin; Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK"), Fiyat / Kazanç ("F/K") çarpanları incelenmiştir. Her iki çarpanla yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıkları düşünülmesi nedenleriyle değerlemede Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK"), Fiyat / Kazanç ("F/K") çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında faaliyetleri itibarıyla Alfa Solar ile en yüksek benzerlik gösteren şirket Mart 2022'den bu yana işlem gören Smart Güneş (SMRTG)'dir. Bununla birlikte söz konusu şirkete ait çarpanlar, kullandığımız uç değerleri aşmaları nedeniyle değerlendirmeye alınamamaktadır.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; BİST'te işlem gören şirketler arasından seçilen Elektrik Ürünleri Üreticileri ve BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören, piyasa değeri 5,0 milyar TL'nin altındaki seçilmiş sanayi şirketleri dahil edilmiştir.

Benzer şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK") ve Fiyat / Kazanç ("F/K") çarpanları 12.10.2022 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; ilgili tarihte söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, F/K çarpanı ise 30,0'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin ortalama ve orta değerlerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

7.1.3. Yurt İçi Benzer Şirketler: Elektrik Ürünleri Üreticileri – Seçilmiş Şirketler

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BİST'te işlem gören "Elektrik Ürünleri Üreticileri – Seçilmiş Şirketler"e ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Söz konusu 7 şirket arasında yer alan ancak hesaplanan çarpan değerlerinin kullandığımız 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.

Hesaplamalarda; 30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, F/K çarpanı 30'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	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
Gırsım Elektrik	11.983	446	12.429	755	424	16,5	28,2
Manas Enerji	466	57	524	26	10	20,4	48,2
Say Yenilenebilir	1.599	-9	1.590	101	99	15,8	16,1
Smart Güneş	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	39.052	1.095	40.147	1.158	677	15,8	22,2
Ağırlıklı Ortalama*						34,7	57,7

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

Kaynak: Rasyonet, 12.10.2022

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır. Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

Elektrik Ürünleri Üreticileri – Seçilmiş Şirketler FD/FAVÖK ve F/K çarpanları medyanlarına göre hesaplanan şirket değerleri ve ilgili oranlara göre ağırlıklandırılmış Şirket Değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Şirket Grubu - Milyon TL	FD/FAVÖK Medyan (1)	Şirket Değeri (1)	Ağırlık (1)	F/K Medyan (2)	Şirket Değeri (2)	Ağırlık (2)	Ağırlıklı Şirket Değeri (1&2)
Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	15,8	3.100	50,0%	22,2	4.026	50,0%	3.563

7.1.3.1. Yurtiçi Benzer Şirketler: Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri

Alfa Solar; aktif büyüklüğü, öz kaynak büyüklüğü, güncel hasılat, FAVÖK ve Net Kar tutarları ile bir sanayi şirketi olması dikkate alınarak BIST-Yıldız Pazar'da işlem gören seçilmiş sanayi şirketlerinin, "sanayi şirketlerine ilişkin piyasa çarpanlarını yansıtan emsal grup" olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Söz konusu grupta yer alan şirketlerin büyüklüklerinin Alfa Solar ile uyumlu olması açısından yapılan değerlendirme sonucu Piyasa Değeri 5 milyar TL'nin altındaki şirketler dikkate alınmıştır. BIST-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 şirkete ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Hesaplamalarda; 12.10.2022 kapanış tarihinde söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla 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.

Piyasa Değeri 5 milyar TL'nin altındaki Yıldız Pazar – Seçilmiş Sanayi Şirketleri medyan çarpanlarına göre hesaplanan Şirket Değeri ile pay başına değer aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketleri (PD<5 mlr TL)	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD/FAVÖK	F/K
Anatolia Tanı	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	3.006	5	3.011	230	91	13,1	32,9
Çemtas	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	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	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
Meditera Tıbbi	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 Ve Serum	1.756	283	2.038	35	13	58,4	135,3

Medyan	84.745	9.012	93.757	10.425	7.703	9,9	11,0
Ağırlıklı Ortalama*						9,0	11,0

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

Kaynak: Rasyonet, 12.10.2022

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır. Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

Piyasa Değeri 5,0 milyar TL'nin altındaki Yıldız Pazar – Seçilmiş Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK ve F/K çarpanları medyanlarına göre hesaplanan şirket değerleri ve ilgili oranlara göre ağırlıklandırılmış Şirket Değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Şirket Grubu - Milyon TL	FD/FAVÖK Medyan (1)	Şirket Değeri (1)	Ağırlık (1)	F/K Medyan (2)	Şirket Değeri (2)	Ağırlık (2)	Ağırlıklı Şirket Değeri (1&2)
BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketleri – PD > 5 mlr TL	9,9	2.044	50,0%	11,0	2.004	50,0%	2.024

7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

7.2.1.Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 30.06.2022 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç'u da dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

7.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve iş modeli çerçevesinde gelir ve gider kalemlerinin yüksek ağırlıklı olarak ABD Doları ("USD") cinsinden olması nedeniyle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD Doları cinsindedir.

Bilanço kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde, ait oldukları tarih itibarıyla geçerli olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Satış kuru baz alınırken, Gelir Tablosu kalemleri ise ait oldukları dönemde geçerli olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Satış kuru ortalamaları baz alınmıştır.

Dönem	2019	2020	2021	2022/06
Dönem Ortalama USD/TL	5,68	7,03	8,93	14,89
Dönem Sonu USD/TL	5,95	7,43	13,35	16,69

TCMB Döviz Satış Kurları - Kaynak: Rasyonet

7.2.3. Satışlar – Genel Görünüm

Alfa Solar, temel itibarıyla üretimini gerçekleştirdiği güneş panellerinin satışını gerçekleştirmektedir. Şirket, bunun yanında ağırlıklı olarak invertörlerden oluşan "ticari mallar"ın 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 gelirler"dir.

Yukarıda açıklandığı üzere Şirket, asıl olarak üretimini gerçekleştirdiği güneş panellerinin satışını gerçekleştirmektedir. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlarda muhafazakar yaklaşımla 2022 yılının 2. yarısına ilişkin beklentiler dışında 2023 – 2030 döneminde "ticari mal satışları"na ve "diğer gelirler"e yer verilmemiş, yalnızca güneş paneli satışları projekte edilmiştir. Bununla birlikte Şirket, söz konusu iki gelir kalemi kapsamında gelir ve kar elde edileceğini değerlendirmektedir.

7.2.4. Güneş Paneli Satış Miktarı, Birim Satış Fiyatları ve Birim Maliyetler

Aşağıda yer alan tablolarda; Alfa Solar'ın 2019, 2020, 2021, 2022/06 dönemleri itibarıyla gerçekleşen ve 2022 yılının ikinci yarısı ile 2023 – 2030 dönemlerine ilişkin olarak Şirket tarafından projekte edilen;

- MWp cinsinden yurt içi ve yurt dışı güneş paneli satışları,
- MWp başına yurt içi ve yurt dışı satış fiyatları (birim satış fiyatı)
- MWp başına üretim maliyetleri (birim maliyet)

yer almaktadır.

Alfa Solar – Satış Verileri	2019	2020	2021	2022 1Y
Panel Satışları - Toplam - MWp	76	105	140	118
Panel Satışları Yurt İçi - MWp	76	105	140	118
Panel Satışları Yurt Dışı - MWp	*	*	*	*

2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
219	800	800	800	800	800	800	800	800
219	800	800	750	600	600	600	600	600
0	0	0	50	200	200	200	200	200

Satış Fiyatları - USD	2019	2020	2021	2022 1Y
Panel Satışları - USD/MWp	274.708	290.413	313.551	372.461
Panel Satışları - Yurt İçi USD/MWp	274.708	290.413	313.551	372.461
Değişim		5,7%	8,0%	18,8%
Panel Satışları - Yurt Dışı USD/MWp	*	*	*	*

2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
367.950	335.250	306.754	292.669	300.244	300.244	300.244	300.244	300.244
367.950	335.250	306.754	292.618	302.513	302.513	302.513	302.513	302.513
-1,2%	-8,9%	-8,5%	-4,6%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			293.437	293.437	293.437	293.437	293.437	293.437

Satılan Malın Maliyeti - USD	2019	2020	2021	2022 1Y
Panel Maliyetleri - USD/MWp	249.582	241.680	257.412	304.937
Değişim		-3,2%	6,5%	18,5%

2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
324.758	298.778	274.875	255.634	255.634	255.634	255.634	255.634	255.634
6,5%	-8,0%	-8,0%	-7,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* Şirket'in ilgili dönemlerde ihracat kapsamında satışları olmakla birlikte söz konusu satışlar, Şirket'in gelecek dönemler için hedeflediği satışlardan nicelik ve nitelik olarak farklıdır. Ağırlıklı olarak Şirket'in yüksek kalite standartlarını sağlayamayan nispeten düşük performanslı güneş panellerinin düşük nitelikli pazarlara satılmasından kaynaklanan ve düşük hacimli söz konusu işlemler yurt içi satışlar altında değerlendirilmiştir.

Güneş Paneli Satış Miktarları

Alfa Solar, 30.06.2022 itibarıyla mevcut üretim tesisinde 290,7 MWp/yıl güneş panel üretim kapasitesine sahiptir. Şirket'in Kırkkale OSB'de devam eden yeni fabrika yatırımının 1. Faz'ı kapsamında üretim kapasitesi Ekim 2022 itibarıyla 500 MWp/yıl artışla 790,7 MWp/yıl'a ulaşmıştır. Nisan 2023'te tamamlanması planlanan 2. Faz yatırım ile birlikte toplam üretim kapasitesi 1.290,7 MWp/yıl'a ulaşacaktır.

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 üretimlere ayırmıştır. Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği güneş panelleri, yüksek marka bilinirliği ile piyasada yoğun talep görmektedir. Bununla birlikte, özellikle yurt içinde hızla artan güneş paneli talebine cevap vermek üzere yeni kapasite yatırımları yapılmaktadır. 2017 yılında da meydana gelen benzer arz artışları kısa vadede artan üretici sayısı nedeniyle piyasada dalgalanmalara neden olabilmektedir. Orta vadede piyasada meydana gelen konsolidasyon

sonucunda piyasa tekrar normal seyrine dönmektedir. Alfa Solar, söz konusu dönemde sahip olduğu yüksek üretim kapasitesini en verimli şekilde kullanmak ve olası dalgalanmalardan asgari düzeyde etkilenmek amacıyla özel üretim anlaşmalarını imzalamıştır. Söz konusu anlaşmalar ile sınırlanan ticari risklere karşın bu kapsamda yapılacak satışlar Alfa Solar markalı ürünlere nazaran farklı karlılıklara sahip olacaktır. Söz konusu satış hacmi, ihtiyatlı yaklaşımla projeksiyonlarda 2 dönem daha uzun süreye yayılmıştır.

Alfa Solar, yurt içi piyasadaki düşük kapasite ve üretim ile yüksek talep ve yüksek kar marjları nedeniyle marjların daha sınırlı olduğu ihracat pazarlarına yoğunlaşmamıştır. Bununla birlikte 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 ilk yarısında gerçekleştirdiği panel satışları 118 MWp seviyesindedir. 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.

2017 yılından bu yana 3 vardiya 7 gün 24 saat esasıyla tam kapasite çalışan Şirket, Nisan 2023'ten itibaren sahip olacağı 1.290,7 MWp/yıl üretim kapasitesine karşın muhafazakar yaklaşım gereği projeksiyonlarda yıllık satış miktarını 800 MWp/yıl ile sınırlı tutmuştur.

Güneş Paneli Birim Satış Fiyatları ve Birim Maliyetler

Güneş panelleri tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de özellikle son dönemde yüksek talep görmektedir. 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. Küresel ekonomik gelişmeler söz konusu girdilerin maliyetlerini etkilemektedir. 2022 yılının ilk yarısında yükselen söz konusu maliyetler güneş paneli satış fiyatlarına da yansımıştır. 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 (muhafazakar yaklaşımla) yurt içinde piyasaya yapılan (özel üretim anlaşmaları hariç) satışlarda oluşan fiyat seviyelerinden %1,0 - %3,0 oranında düşük olması beklenmektedir.

7.2.5. Satışlar, Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

İlgili bölümlerde açıklandığı üzere Alfa Solar, Ekim 2022 itibarıyla 290,7 MWp/yıl olan kapasitesini, yeni fabrika yatırımının 1.Faz'ını devreye alarak 790,7 MWp/yıl'a yükseltmiş, Nisan 2023'te devreye girmesi planlanan 2. Faz ile ulaşılacak 1.290,7 MWp/yıl kapasitenin gelecek 2 yıl boyunca %65'ten fazlasına ilişkin olarak Türkiye'nin önde gelen iki sanayi kuruluşu ile özel üretim anlaşmaları imzalamıştır. Buna göre Alfa Solar'ın 2022 yılının 2.

yarısından 2025 yıl sonuna kadar gerçekleşecek satışları; yurt içinde özel üretim anlaşmaları ve piyasaya satışlar ile yurt dışı piyasalara olmak üzere üç parçadan oluşacaktır. 2026 ve sonrasında ise satışlar; yurt içi ve yurt dışı piyasa satışlarından meydana gelecektir.

Alfa Solar, 2021 ve 2022/06 dönemlerinde sırasıyla %17,5 ve %17,8 olmak üzere yakın seviyelerde brüt kar marjları ile çalışmıştır. Şirket, özel üretim anlaşmaları, birim satış ve maliyetlerde beklenen değişiklikleri dikkate alarak 2022 2. yarıyıl, 2023 ve 2024 yılları için brüt kar marjlarında bir miktar düşüş projekte etmektedir. 2025 ve sonrasında toplam satışlar içinde ağırlığı artan yurt içi piyasa satışları ve birim satış-maliyet seviyelerinin normalleşmesi ile brüt kar marjlarının dengelenmesi beklenmektedir.

Projeksiyon dönemlerine ait, satış kırılımları, maliyetler, brüt kar ve brüt kar marjları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Panel Satışları	20,9	30,4	44,0	44,1	80,7	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
<i>Panel Satışları - Yurt İçi</i>	20,9	30,4	44,0	44,1	80,7	268,2	245,4	219,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5
<i>Panel Satışları - Yurt Dışı</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,7	58,7	58,7	58,7	58,7	58,7
Ticari Mal Satışlar (Inventor&Diğer)	2,9	2,0	4,8	2,6	2,3								
Diğer	0,5	0,8	0,4	0,2	0,2								
Hasılat	24,3	33,2	49,1	46,9	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
<i>Değişim</i>		36,5%	47,9%			106,1%	-8,5%	-4,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti	21,6	26,8	40,5	38,6	73,4	239,0	219,9	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5
Brüt Kar	2,7	6,4	8,6	8,3	9,8	29,2	25,5	29,6	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
<i>Brüt Marj</i>	11,2%	19,2%	17,5%	17,8%	11,8%	10,9%	10,4%	12,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%

7.2.6. Faaliyet Giderleri

Alfa Solar'ın faaliyet giderleri Genel Yönetim ve Pazarlama giderlerinden oluşmaktadır.

Milyon USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Faaliyet Giderleri	0,4	0,5	0,6	0,4	0,6	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
<i>Satışlara Oranı</i>	1,5%	1,5%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
Genel Yönetim	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
<i>Değişim</i>		43,7%	-2,1%	-14,0%		5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Pazarlama	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<i>Satışlara Oranı</i>	0,3%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka personele ödenen ücret ve benzeri giderlerden meydana gelmektedir ve Türk Lirası bazlıdır. Buna karşın muhafazakar yaklaşımla 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. Sonuç olarak 2022 yılının ilk yarısı itibarıyla 0,4 milyon USD ile satışlara oranı %0,8 olan genel yönetim giderleri, yeni fabrika yatırımı ile sağlanacak olan verimlilik muhafazakar yaklaşım

gereği sınırlı düzeyde dikkate alınarak, 2030 itibarıyla satışların %0,5'ine karşılık gelen 1,1 milyon USD seviyesine yükseltilmiştir.

Pazarlama Giderleri

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler yüksek talep görmektedir. Piyasadaki yüksek talep ve fabrika teslim uygulaması nedenleriyle Şirket, bugüne kadar düşük pazarlama giderlerine katlanmıştır. Bununla birlikte 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.

Sonuç itibarıyla 2022 yılı için 1,0 milyon USD ile satışların %0,8'ine karşılık ön görülen Faaliyet Giderleri, muhafazakar yaklaşımla yeni fabrikanın yaratacağı verimlilik artışları sınırlı düzeyde dikkate alınarak 2030 itibarıyla 2,3 milyon USD ile satışların %1,0'i olarak dikkate alınmıştır.

7.2.7. FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Alfa Solar'ın 2019 – 2022/06 dönemlerine ilişkin gerçekleştirmeleri ile 2022 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Satış hacimleri, birim satış ve maliyetler ile faaliyet giderleri bölümlerinde detaylı olarak açıklanan projeksiyonlar sonucu ulaşılan Faaliyet Karı'na, Şirket'in mevcut varlıkları ve gelecek dönem yatırımları üzerinden hesaplanan amortismanların eklenmesi ile "faiz amortisman vergi öncesi kar" seviyelerine ulaşılmıştır. Şirket tarafından "net kar" seviyesine odaklanılarak mali performans yönetimi gerçekleştirilmesi ve projeksiyonların USD bazında hazırlanmış olması nedenleriyle; büyük bölümü kur farkı gelirlerinden meydana gelen Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve tamamına yakını kur farkı gelir giderlerinden oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gider kalemleri FAVÖK hesabında dikkate alınmamıştır.

Buna göre Şirket'in 2020 – 2021 ve 2022/06 dönemlerinde sırasıyla %18,3, %16,9 ve %17,1 seviyelerinde seyreden FAVÖK marjlarının, 2025 yılına kadar daralacağı 2025 ve sonrasında ise %14,4 seviyesinde devam edeceği öngörülmüştür.

Milyon USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2022T
Hasılat	24,3	33,2	49,1	46,9	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2	130,2
<i>Değişim</i>		36,5%	47,9%			106,1%	-8,5%	-4,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	164,9%
Satışların Maliyeti	21,6	26,8	40,5	38,6	73,4	239,0	219,9	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	112,0
Brüt Kar	2,7	6,4	8,6	8,3	9,8	29,2	25,5	29,6	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	18,2
<i>Brüt Marj</i>	11,2%	19,2%	17,5%	17,8%	11,8%	10,9%	10,4%	12,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,0%
Faaliyet Giderleri	0,4	0,5	0,6	0,4	0,6	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	1,0
Faaliyet Karı	2,4	5,9	8,1	8,0	9,2	27,7	23,3	27,5	33,5	33,4	33,4	33,4	33,4	17,2
<i>Marj</i>	9,7%	17,7%	16,4%	17,0%	11,1%	10,3%	9,5%	11,7%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,2%
Amortismanlar	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	0,4
FAVÖK	2,5	6,1	8,3	8,0	9,5	28,5	24,3	28,5	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	17,5
<i>Marj</i>	10,3%	18,3%	16,9%	17,1%	11,4%	10,6%	9,9%	12,2%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	13,5%

7.2.8. Net İşletme Sermayesi

Alfa Solar, üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünlerin yüksek talep görmesi ve piyasadaki arz-talep dengesini gözeterek; ticari alacaklar, stoklar, verilen sipariş avansları, ticari borçlar ve alınan sipariş avansları kalemlerinden oluşan bir işletme sermayesi modeli uygulamaktadır. Buna göre Şirket; müşterilerinden sipariş aşamasında satış tutarının belirli bir oranında sipariş avansı tahsil etmekte, geriye kalan bakiyeyi ise ağırlıklı olarak mal sevkiyatı öncesi tahsil etmektedir. Hammadde ve üretim malzemeleri tedarikini oluşturan piyasa şartlarını takip ederek kısmen vadeli kısmen ise verilen avanslar vasıtasıyla tedarik eden Şirket, üretimin aksamaması için güvenli stok seviyelerini gözetmektedir. Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere Alfa Solar, uyguladığı politika sonucu negatif işletme sermayesi ile çalışmaktadır. Bununla birlikte artan kapasite ve gelecek dönem piyasa şartları muhafazakar yaklaşımla değerlendirilerek projeksiyon süresi içinde işletme sermayesinin 2022 yıl sonu itibarıyla pozitif döneceği ve kademeli olarak artacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda 2019 – 2022/06 dönemleri itibarıyla gerçekleşen işletme sermayesi hesabı tutarları yer almaktadır.

İşletme Sermayesi – Mn TL	2019	2020	2021	2022 1Y
A- Ticari Alacaklar (+)	35	53	52	54
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	8	58	177	421
C- Ticari Borçlar (-)	34	48	243	393
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	12	57	67	242
Net İşletme Sermayesi	-2	5	-82	-160

2019 – 2022/06 dönemleri itibarıyla Şirket'in **Ticari Alacak** bakiyesinin iş hacmine oranla nispeten düşük seviyede seyrettiği değerlendirilmektedir. 2019 yılında 93 gün olarak hesaplanan ticari alacak tahsil süresi kademeli olarak kısalarak 2022/06 itibarıyla 14 gün olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında 31 gün olarak hesaplanan **Alınan Sipariş Avansları** süresi 2022/06 itibarıyla 63 güne yükselmiştir.

Şirket'in ürettiği ürünlerin yüksek talep görmesi ve yüksek kapasite ile çalışılması nedenleriyle aralıksız üretimin sağlanması amacıyla güvenli hammadde-üretim malzemesi **stok** seviyeleri ile çalışılmaktadır. Şirket, üretimde kullandığı hammadde ve malzemelerin tedarikini piyasa şartlarını takip ederek vadeli ve/veya avans ödemeleri ile sağlamaktadır. Bu itibarla stok alımlarına ilişkin (**verilen**) **sipariş avansları** da vermektedir. Artan iş hacmi ile birlikte Şirket'in 2019 yılında 24 gün seviyesinde olan Stok tutma ve Verilen Sipariş Avansları süresi 2021 yılında yaşanan kur artışlarının da etkisiyle 178 güne yükselmiştir. 2022/06 itibarıyla söz konusu süre 133 gün seviyesindedir.

Şirket, üretimde kullandığı hammadde ve üretim malzemelerinin önemli bölümünü vadeli olarak tedarik etmektedir. 2019 yılında 100 gün seviyesinde olan **Ticari Borç** ödeme süresi, 2021 yılında meydana gelen yükselişten sonra 2022/06 itibarıyla 124 gün seviyesinde gerçekleşmiştir.

Geçmiş dönemler itibarıyla gerçekleşen işletme sermayesi hesapları süreleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi - Gün	2019	2020	2021	2022 1Y
A- Ticari Alacaklar (+)	93	82	43	14
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	24	112	178	133
C- Ticari Borçlar (-)	100	92	246	124
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	31	90	56	63

Şirket tarafından; piyasa şartları, arz-talep dengesi, özel üretim anlaşmaları, yurt içi ve yurt dışı piyasa satışları değerlendirilerek 2022 yılının ikinci yarısı – 2030 dönemine ait işletme sermayesi hesaplarına ilişkin sürelerle aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. Buna göre 2022 – 2025 döneminde yapılacak güneş paneli satışlarının önemli kısmını oluşturacak özel üretim anlaşmalarının etkileri de dikkate alınarak;

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 sonrasında 130 gün olarak öngörülmüştür.

2021’de 56 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 63 gün olarak gerçekleşen **Alınan Sipariş Avansları** süresi 2022 yılı için 41 gün olarak dikkate alınmış izleyen yıllarda kademeli olarak azaltılarak 2026 ve sonrasında 10 gün olarak dikkate alınmıştır.

İşletme Sermayesi - Gün	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
A- Ticari Alacaklar (+)	93	82	43	14	12	18	26	40	40	40	40	40	40
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	24	112	178	133	109	114	114	130	130	130	130	130	130
C- Ticari Borçlar (-)	100	92	246	124	49	53	53	60	60	60	60	60	60
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	31	90	56	63	41	38	29	30	10	10	10	10	10

Yukarıdaki tablo ve açıklamalardan görüleceği üzere Şirket tarafından oluşturulan işletme sermayesi projeksiyonları muhafazakar yaklaşım çerçevesinde 2022/06 dönemine göre önemli ölçüde revize edilerek mevcut durumdaki negatif işletme sermayesi pozisyonundan pozitif işletme sermayesi seviyesine geçiş öngörülmüştür.

Yukarıda yer alan süreler ile Şirket’in ilgili dönem Hasılat ve Satışların Maliyeti seviyelerine göre hesaplanan USD cinsinden işletme sermayesi tutar ve ihtiyaçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi - Mn USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
A- Ticari Alacaklar (+)	6	7	4	3	5	13	18	26	26	26	26	26	26
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	1	8	13	25	44	74	69	73	73	73	73	73	73
C- Ticari Borçlar (-)	6	6	18	24	20	34	32	34	34	34	34	34	34
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	2	8	5	15	19	28	19	19	7	7	7	7	7
Net İşletme Sermayesi	0	1	-6	-10	11	25	35	46	59	59	59	59	59
NIS İhtiyacı					20	15	10	11	13	0	0	0	0

7.2.9. Yatırım Harcamaları

Alfa Solar, en güncel teknolojik gelişmeleri üretim süreçlerine dahil etmek ve artan talebe cevap vermek amacıyla kuruluşundan bu yana düzenli olarak yatırımlarını devam ettirmektedir. 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. Buna göre projeksiyon döneminde yapılması öngörülen toplam yatırım harcaması 23,6 milyon USD'dir. Buna karşın muhafazakar yaklaşımla ilgili dönemde nakit akışlarında dikkate alınan toplam amortisman tutarı 9,0 milyon USD seviyesindedir.

7.2.10. Vergi

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.

7.2.11. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$\text{AOSM} = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM	Değer	Açıklama
E / (E+D)	65%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	35%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	20,0%	Kurumlar Vergisi Oranı
β - Beta	1,00	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Risksiz Getiri (Rf)	9,52%	11/05/2047 vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond son 6 ay ortalama getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	6,00%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	7,00%	Şirket / Piyasa öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	15,52%	$rf + \beta * (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	5,60%	$Rd * (1 - T)$
AOSM	12,08%	$[E / (E + D) * Ke] + [D / (E + D) * Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak 11.05.2047 Vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond Son 6 ay ortalama getirisi dikkate alınmıştır. Söz konusu eurobondun 11.04.2022 - 12.10.2022 arasında günlük getiri ortalaması %9,52'dir.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %50 - %6.0 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %6.0 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1.00 olarak dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak; Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan **Sermaye Maliyeti %15,52'dir.**

Şirket'in, rapor tarihi itibarıyla finans kuruluşlarından alınan kredi teklifleri ve piyasa rayiçleri değerlendirilerek, %7.00 oranı ile finansal borçlanma imkânına sahip olduğu öngörülmüştür. Borçlanma Faizi %7.00 ve kurumlar vergisi oranı %20,00 olarak öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in vergi sonrası **Borçlanma Maliyeti %5.60'tur.**

30.06.2022 tarihli bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara göre Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %65 ve %35'tir. Bununla birlikte Şirket, devam eden ve toplamda yaklaşık 16,4 milyon USD maliyetle tamamlanacak olan yeni tesis ve depo yatırımları ve gelecek dönemde beklenen işletme sermayesi ihtiyaçları için kredi kullanmayı planlamaktadır. Bu nedenle Özkaynak – Finansal Borç dengesinin Finansal Borçlar lehine değişmesi beklenmektedir. Finansal borçların ağırlığının artmasıyla meydana gelecek değişiklik, AOSM üzerinde aşağı yönlü etki yaratacak olmakla birlikte AOSM hesaplamasında muhafazakar yaklaşımla hedef Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları yerine Şirket'in mevcut Özkaynak – Finansal Borç dengesi dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti'nin mevcut Özkaynak – Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılmasıyla **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %12,08** olarak hesaplanmaktadır.

7.2.12. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan Serbest Nakit Akımlarının, projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

Şirket'in bulunduğu sektör, ürettiği ürünlerin niteliği ve bunlara olan talebe etki eden faktörler dikkate alındığında 2030 ve sonrasındaki nakit akışlarının asgari ABD enflasyonu (*uzun vadede %1,6 - %2,0 aralığı*²) oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030 sonrası için devam eden değer büyüme oranı %1,0 olarak dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımları - Mn USD	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
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
Vergi Oranı			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
Değişim				1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	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
(1) 2022 2Y - 2030 Dönemi Değer - 30.06.2022	58,5
Devam Eden Değer - 31.12.2030	244,5
(2) Devam Eden Değer - 30.06.2022	92,6
(1+2) Firma Değeri	151,1
(3) Net Borç (Nakit) 30.06.2022	-16,5
(1+2-3) Şirket Değeri	167,6
12.10.2022 TCMB Satış USD/TRY	18,59
Şirket Değeri - Milyon TL	3.116

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 Benzerleri (-)	243,3	14,6
Finansal Yatırımlar (-)	128,6	7,7
İlişkili Taraf Diğer Alacaklar (-)	18,7	1,1
Net Finansal Borç (Nakit)	-275,1	-16,5

* 30.06.2022 TCMB Satış USD/TRY 16,6914 -

Sonuç olarak; 2022 yılı 2.yarısı ile 2030 dönemi yıllık serbest nakit akımları ve 2030 sonrası devam eden değerlerin **%12,08 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve %1,0 devam eden değer büyüme oranına** göre hesaplanan **Şirket Değeri 3.116 milyon TL'dir.**

8. Sonuç

Değerleme çalışmasında yurt içi benzer şirket setleri için PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanları ile hesaplanan değerler aşağıda yer almaktadır. Her bir çarpan yöntemi için değer hesaplaması yapılırken Elektrik Ürünleri Üreticileri – Seçilmiş Şirketler ile piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki Yıldız Pazar'da işlem gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri eşit ağırlıklandırılmıştır. Bununla birlikte Şirket ile faaliyetleri büyük ölçüde benzerlik gösteren tek şirket olan Smart

² Kaynak: FOMC, Eylül 21, 2022 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab092022.pdf>

Güneş yüksek çarpanlarının kullandığımız uç değerleri aşması nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınamamıştır.

Yukarıda anılan şirket grupları bazında, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerleri değerlendirilmiş, Alfa Solar'ın faaliyetleri ve etkileşim içinde olduğu sektörler itibarıyla Elektrik Ürünleri Üreticileri kapsamında dikkate alınan şirketlere, Yıldız Pazar'da dikkate alınan şirketlere nazaran daha yüksek benzerlik göstermesine karşın, muhafazakar yaklaşım çerçevesinde Elektrik Ürünleri Üreticileri grubuna %40,0 , BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Şirketler grubuna %60,0 ağırlık verilmiştir. Buna göre her bir çarpan için hesaplanan değerler ile ağırlıklı ortalama değerler aşağıda yer almaktadır.

Şirket Grubu - Değerleme Yaklaşımı - Milyon TL	FD / FAVÖK	Şirket Grubu Ağırlık	F/K	Şirket Grubu Ağırlık
Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	3.100	%40,0	4.026	%40,0
BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketleri PD<5 mlr TL	2.044	%60,0	2.004	%60,0
Ağırlıklı Ortalama		2.466		2.813

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) çerçevesinde; FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan değerler sırasıyla %50,0 ve %50,0 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ile hesaplanan değer aşağıda yer almaktadır:

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri Milyon TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	3.116

Yukarıda da açıklandığı üzere, Şirket ile benzer faaliyetlere sahip olan tek şirket durumundaki Smart Solar'ın yüksek çarpanları nedeniyle çarpan analizi yöntemine dahil edilememesi değerlendirildiğinde, İNA analizinin Alfa Solar şirket değerini daha yüksek ölçüde işaret ettiği değerlendirilmektedir. Sonuç olarak; muhafazakar yaklaşımla İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %60 ağırlık, Çarpan Analizi'ne %40,0 (FD/FAVÖK'e %50,0 F/K'ya %50,0) ağırlık verilerek **Şirket Değeri 2.925 Milyon TL ve Birim Pay Değeri 73,13 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 2.340 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 58,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri Milyon TL	Birim Pay Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	%60,0	3.116	77,89
Çarpan Analizi	%40,0	2.639	65,98
FD/FAVÖK	%50,0	2.466	61,65
F/K	%50,0	2.813	70,32
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		2.925 Milyon TL	73,13 TL
Halka Arz İskontosu		% 20,0	
Halka Arz Şirket Değeri		2.340 Milyon TL	58,50 TL