

ALFA SOLAR ENERJİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

BURGAN YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

9 Kasım 2022

1-) Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformunda (KAP) Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş'nin Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ayrıca 12 Ekim 2022 tarihli Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Hazırlanmış olan bu rapor Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş'nin halka arzına ilişkin, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmamasına yönelik bir tavsiye ya da teklif değildir. Bu rapor, sadece Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü kapsamaktadır. Yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-) Halka Arza İlişkin Bilgiler

Şirketin halka arz edilecek payları, 6.000.000 TL sermaye artışı ve 3.200.000 TL nominal değerli olmak üzere toplam 9.200.000 TL gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Halka arz fiyatı sabit 58,50 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü ise 538.200.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Talep toplama işlemi 09.11.2022 – 11.11.2022 tarihleri arasında ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Halka arzın dağıtım yöntemi oransal dağıtım olarak gerçekleştirilecektir. Tahsisat oranları toplam 9.200.000 TL nominal değerleri payların, 5.520.000 TL nominal değerdeki ve %60 oranındaki kısmı, Yüksek Başvurulu Yatırımcı 2.300.000 TL nominal değerdeki ve %25 oranındaki kısmı, Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar, 1.380.000 TL nominal değerindeki ve %15 oranındaki kısmı şeklinde tahsis edilecektir. Şirket, paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, dolaşımdaki pay miktarının artmasına (bedelsiz sermaye artırımları hariç olmak üzere) yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmayacağına dair taahhütte bulunmuştur. Şirket ortakları, Şirket paylarının işlem görmeye başladığı günden itibaren 20 gün boyunca, Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında pay alımı yapılacaktır. Taahhüt kapsamında pay alımı için kullanılacak kaynak taahhüt edenler tarafından Deniz Yatırım nezdinde bloke edilecektir. Alım Emri Taahhüdü işlemleri için 161,5 Milyon TL tutarında kaynak kullanılacaktır.

Talep Toplama Tarihleri	09.12.2022 – 11.12.2022
Halka Arz Fiyatı	58,50 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım (Bireysel Yatırımcı: 1000 adet ve altında olan yatırımcı, Yüksek Başvurulu Yatırımcı: 1001 adet ve üzeri Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı)
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	40.000.000 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	9.200.000 TL Nominal
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç) / (Ek Satış Dahil)	%20,00
Borsada İşlem Görecek Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	%60 Bireysel Yatırımcı, %25 Yüksek Başvurulu Yatırımcı %15 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı

Verilen Taahhütler	Şirket, paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, dolaşımdaki pay miktarının artmasına (bedelsiz sermaye artırımları hariç olmak üzere) yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmayacağına dair taahhütte bulunmuştur. Şirket ortakları, Şirket paylarının işlem görmeye başladığı günden itibaren 20 gün boyunca, Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında pay alımı yapılacaktır. Taahhüt kapsamında pay alımı için kullanılacak kaynak taahhüt edenler tarafından Deniz Yatırım nezdinde bloke edilecektir. Alım Emri Taahhüdü işlemleri için 161,5 Milyon TL tutarında kaynak kullanılacaktır.
--------------------	--

3-) Şirkete İlişkin Önemli ve Özet Bilgiler

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. Şirket, 2011 yılındaki kuruluş işlemlerinin ardından yaklaşık 2 yıl boyunca sürdürdüğü; üretilecek panel ve makine parkuru dizaynı, fabrika inşaatı ve makine parkurunun kurulumuyla beraber, 2014 yılında önce deneme üretimlerine ve ardından seri üretime başlamıştır. Şirket’in ana faaliyet konusu, üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerinin satışı olup, faaliyet konuları arasında yer almasına rağmen mevcut durum itibarıyla doğrudan ya da dolaylı olarak elektrik üretimi ve güneş enerjisi santralleri kurulumu yapmamaktadır. Şirket seri üretim faaliyetlerine geçtiği 2014 yılından bu yana üretim faaliyetlerini ise, Kırıkkale ili, Yahşihan ilçesi, Kırıkkale 1. OSB Bölgesi’nde bulunan 10.000 m² alan üzerinde kurulu toplamda 5.400 m² kapalı alana sahip Ana Fabrika’da yürütmektedir. 2014 yılında yıllık 30 MWp güneş paneli üretim kapasitesi ile üretime başlayan Şirket, 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 artışının sonucunu 2020 yılının sonlarında yapmıştır. 2021 yılının başlarında kurulumu biten üretim hattının, tam efektif devreye girmesi 2021 yılının ortalarını bulmuştur. Bu sürenin uzun sürmesinin sebebi ise teknik ekibin yeni teknolojiye ve makine parkuruna alışmasıdır. Bu sebeple şirketin fiili kapasitesinin kapasite raporuna yansımaları 2022 yılını bulmuştur. Yeni Fabrika yatırımı ile birlikte, kapasitede 1.000 MWp artış beklenmektedir. Bu kapasitenin ilk fazı olan 500 MWp 03.10.2022 tarihinde devreye girmiş olup; tam kapasiteye 30.10.2022 itibarıyla ulaşması beklenmektedir. 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.

Şirketin Sermaye Yapısı

Ortağın Adı Soyadı /Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Alfa Kazan	A	8.000.000	100,0	8.000.000	80,0
	B	32.000.000		28.800.000	
Halka Açık Kısım	B	0	0,00	9.200.000	20,0
Toplam	A+B	40.000.000	100,0	46.000.000	100,0

Kaynak: İzahname

4-) Özet Finansal Tablolar

Gelir Tablosu (Bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022	30.06.2021
Hasılat	138.266	233.434	438.553	698.405	145.605
Satışların Maliyeti	-122.763	-188.582	-361.688	-574.122	-130.020
Brüt Kar	15.503	44.852	76.865	124.283	15.585
Genel Yönetim Giderleri	-1.680	-2.984	-3.711	-5.321	-1.220
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.797	12.247	51.442	60.549	13.876
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-6.764	-12.460	-106.582	-87.460	-21.390
Esas Faaliyet Karı	12.401	41.199	16.726	91.471	6.475
Finansman Gelirleri	3.809	10.756	48.202	45.915	6.536
Finansman Giderleri	-5.668	-10.617	-11.081	-11.081	-3.525
Vergi Öncesi Kar	10.543	41.387	51.375	51.375	6.959
Dönem Vergi Gideri	-592	-2.073	-1.876	-2.250	-289
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-60	-490	-1.095	9.652	-957
Dönem Net Karı / Zararı	9.889	38.823	48.402	138.921	5.712

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5-) Değerlemeye İlişkin Özet Bilgiler

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporu incelenmiştir. İnceleme sonuçları aşağıda yer almaktadır.

Şirket değerlerime esnasında İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımı ve Piyasa Çarpan Analizi yöntemini kullanmıştır

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi:

"İndirgenmiş Nakit Akımı" yöntemi kapsamında 2022 - 2030 yılları arasında nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. İNA yöntemi esnasında, risksiz getiri olarak 11.05.2047 vadeli Türkiye Cumhuriyeti Eurobond son 6 ay ortalama getirisi dikkate alınmıştır. Söz konusu eurobondun 11.04.2022 – 12.10.2022 arasındaki günlük getiri ortalaması %9.52'dir. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5 - %6 aralığında uygulanmıştır. Risksiz getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan Sermaye Maliyeti %15,52 olmuştur.

Sermaye Maliyeti / AOSM Tablosu

Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)	%65.0
Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)	%35.0
Kurumlar Vergisi Oranı	20%
Beta	1,00
Risksiz Getiri	9,52%
Risk Primi	6,00%
Kredi Faizi	7,00%
Özsermaye Maliyeti	15,52%
Borçlanma Maliyeti	5,60%
AOSM	12,08%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı

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	4,00	5,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Yatırımlar	8,4	8,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,1	1,1
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	20,1	14,7	9,9	10,5	13,3	0	0	0	0
Serbest Nakit Akımı	-19	5,7	9,4	11,5	13,5	26,9	26,9	26,9	26,8
2022 2Y - 2030 Dönemi Değer - 30.06.2022	58,5								
Devam Eden Değer - 31.12.2030	244,5								
Devam Eden Değer - 30.06.2022	92,6								
Firma Değeri	151,1								
Net Borç - 30.06.2022	-16,5								
Şirket Değeri	167,6								
12.10.2022 TCMB Satış USD/TRY	18,59								
Şirket Değeri - Milyon TL	3,116								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi

Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler - Milyon TL	Çarpan	Ağırlık	Şirket Değeri	
FD/FAVÖK	15,8	50%	3,100	
F/K	22,2	50%	4,026	
Ağırlıklı Şirket Değeri			3,563	
BIST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketleri - PD > 5 mltr TL - Milyon TL	Çarpan	Ağırlık	Şirket Değeri	
FD/FAVÖK	9,9	50%	2,044	
F/K	11	50%	2,044	
Ağırlıklı Şirket Değeri			2,024	
Şirket Grubu - Değerleme Yaklaşımı - Milyon TL	FD/FAVÖK	Ağırlık	F/K	Ağırlık
Elektrik Ürünleri - Seçilmiş Şirketler	3,1	40%	4,026	40%
BIST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketleri - PD> 5 mlr TL	2,044	60%	2,004	60%

6-) Sonuç

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında İNA Yöntemi %60, Çarpan Analizi yöntemini %40 ağırlıklandırılarak şirketin halk arz fiyatı bulunmuştur. Değerleme yöntemi sonucunda hesaplanan halka arz öncesi 1 TL nominal değerli pay başına fiyat dikkate alındığında, halka arz fiyatı olan 58,50 TL üzerinden %20,0 iskonto oranı hesaplanmaktadır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Şirket Değeri Milyon TL	Birim Pay Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	60%	3,116	77,89
Çarpan Analizi	40%	2,639	65,98
FD/FAVÖK	50%	2,466	61,65
F/K	50%	2,813	70,32
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		2,925	73,13
Halka Arz İskonto Oranı			20%
Halka Arz Şirket Değeri		2,340	58,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş'nin fiyat tespit raporunun incelemesini gerçekleştirdik. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in değerini ortaya çıkarması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde:

- Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır ve detaylı olarak verilmiştir.
- Şirketinin değerlendirilmesi esnasında kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerinin anlaşılır ve net olarak anlatıldığını düşünüyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde kullanılan FD/FAVÖK ve F/K hesaplamasında uç değeri aşan şirketlerin hesaplama dahil edilmemesini olumlu görüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne sırasıyla %60 ve %40 ağırlık kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımı analizinin kısmen muhafazakar olması nedeniyle %60 ağırlık vermesini makul buluyoruz.
- Sonuç olarak, yukarıda belirttiğimiz yorumlar/çekinceler ışığında, şirket için %20 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 58,50 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.