



ALFA SOLAR ENERJİ SANAYİ ve TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



9 Kasım 2022

İÇİNDEKİLER

1.	RAPORUN AMACI.....	3
2.	PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ.....	3
3.	ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	3
3.1.	Ortaklık Yapısı	4
4.	HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI	4
5.	FİNANSAL TABLOLAR	5
6.	DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	6
6.1.	Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Çarpan Analizi).....	6
6.1.1.	Elektrik Ürünleri Üreticileri Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	7
6.1.2.	BİST-Yıldız Pazar’da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	7
6.1.3.	Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri	7
6.2.	Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi).....	7
6.2.1.	İNA Sonuç.....	7
7.	SONUÇ	8
8.	GÖRÜŞ	8

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Meksa Yatırım”) tarafından, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin (“Deniz Yatırım”) konsorsiyum lideri aracı kurum olduğu Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Alfa Solar”, “İhraççı” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (“Deniz Yatırım”) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arza ilişkin izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Ödenmiş Sermaye :	40.000.000-TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye :	46.000.000-TL
Halka Arz Tarihleri:	9-11 Kasım 2022
Halka Arz Toplamı (Nominal):	9.200.000-TL (Ortak satışı: 3.200.000-TL, Sermaye Artırımı:6.000.000-TL)
Halka Arz Fiyatı:	58,50-TL
Halka Arz Büyüklüğü:	538.200.000 TL
Halka Açıklık oranı:	%34,09
Halka Arz Taahhütleri:	• Şirket, 1 yıl süre bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Şirket ortakları 1 yıl süreyle dolaşımdaki pay satmama taahhüdü vermiştir. • 2022 yılı dahil olmak üzere oluşan dağıtılabilir karın %30’u nakit olarak dağıtılacaktır. • Günlük Alım Emri Taahhüdü: Payların borsada işlem görmeye başladığı tarih itibarıyla 20 iş günü süreyle halka arz fiyatı ve/veya altındaki seviyelerden pay alınması esasına dayanan destekleme mekanizmasıdır. Günlük alım emri için kullanılacak kaynak halka arz büyüklüğünün %30’udur.
Tahsisat Grupları:	• Bireysel Yatırımcılar: %60 (1.000 Lot Altı Başvurular) • Yüksek Başvurulu Yatırımcılar: %25 (1.001 Lot ve Üstü Başvurular) • Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %15
Fiyat İstikrarı İşlemleri:	Planlanmamaktadır.

Kaynak: Alfa Solar Halka Arz İzahnamesi, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu ve Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

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 1.290,7 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.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ödenmiş sermayesi mevcut durum itibarıyla 40.000.000-TL'dir. Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Doğrudan Pay Sahipliği								
Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi					Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı	Oy Hakkı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı (%)
Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.	A*	8.000.000	20%	40.000.000	56%	8.000.000	17,39%	51,28%
	B	32.000.000	80%	32.000.000	44%	28.800.000	62,61%	36,92%
Halka Açık	B	--	--	--	--	9.200.000	20,00%	11,79%
TOPLAM	A+B	40.000.000	100,00%	72.000.000	100%	46.000.000	100%	100%

* 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.

Kaynak: Alfa Solar Halka Arz İzahnamesi

Dolaylı Pay Sahipliği		
Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.		
Ortağın Adı Soyadı	Sermaye Payı	
	TL	%
Veysel Karabaş	12.000.000	30%
İsa Karabaş	12.000.000	30%
Nimet Karabaş	2.000.000	5%
Nurten Karabaş	2.000.000	5%
İfaket Karabaş	3.000.000	8%
Ayşegül Ilgın	3.000.000	8%
Hüseyin Mertcan Karabaş	3.000.000	8%
Furkan Karabaş	3.000.000	8%
Toplam	40.000.000	100%

Kaynak: Alfa Solar Halka Arz İzahnamesi

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

Halka Arzdan sağlanacak fonun kullanımı ile ilgili olarak, Şirket'in 24.10.2022 tarih ve 2022/26 sayılı yönetim kurulu kararı ile , Şirket'in sermaye artırımları ile gerçekleştirilecek halka arzdan toplam 351.000.000 TL Brüt, 335.555.000 TL Net gelir elde etmesi beklenmektedir. Şirket, ilerleyen dönemlerde yaşanabilecek genel ekonomik ve sektörel gelişmelere bağlı olarak, halka arz gelirinin öngörülen kullanım oran ve yerlerinde değişiklik yapabilecektir.

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	351.000.000 TL
NET HALKA ARZ GELİRİ	335.555.000 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Oran
Yeni Fabrika Yatırımının Sonuçlandırılması ve Ek Depo Yapımı	45%
İşletme Sermayesi Güçlendirilmesi	45%
Şirket fabrikalarının elektrik ihtiyacını karşılayacak ve tüketim kadar üretim yapacak GES (güneş (enerjisi) elektrik santrali) kurulması:	10%
TOPLAM	100%

Kaynak: Alfa Solar İzahnamesi, 24.10.2022 tarih ve 2022/26 sayılı yönetim kurulu kararı

5. FİNANSAL TABLOLAR

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.808.790	32.967.488	123.143.653	243.347.695
Finansal Yatırımlar	--	143.190	--	128.624.367
Ticari Alacaklar	35.395.040	52.659.055	51.678.682	54.156.967
Diğer Alacaklar	14.457.760	25.050.285	39.289.411	25.149.812
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
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	--	39.431	--	44
Diğer Dönen Varlıklar	1.053.117	187.305	11.991.912	22.251.484
Toplam Dönen Varlıklar	71.725.941	168.667.252	402.667.710	894.659.069
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	--	2.524.355	--	--
Maddi Duran Varlıklar	5.439.900	9.189.781	37.870.365	67.492.793
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.657.279	1.162.297	69.203	9.734.816
Toplam Duran Varlıklar	7.097.179	12.876.433	37.939.568	77.227.609
Toplam Varlıklar	78.823.120	181.543.685	440.607.278	971.886.678
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.346.246	5.949.990	8.431.297	104.710.673
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.514.839	3.999.536	6.634.106	6.325.964
Ticari Borçlar	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
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	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
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.211.211	116.403.231	327.295.022	751.591.277
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.340.329	6.847.000	3.849.521	1.704.639
Çalışanlara Sağlanan Faydalar İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	198.377	379.094	636.963	897.637
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.538.706	7.226.094	4.486.484	2.602.276
Toplam Yükümlülükler	59.749.917	123.629.325	331.781.506	754.193.553
Ödenmiş Sermaye	3.250.000	3.250.000	40.000.000	40.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	2.515	20.092	10.192	-44.125
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	-	605.168	650.000	5.779.676
Geçmiş Yıllar Karları	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
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--	--	--
Toplam Özkaynaklar	19.073.203	57.914.360	108.825.772	217.693.125
Toplam Kaynaklar	78.823.120	181.543.685	440.607.278	971.886.678

Kaynak: Alfa Solar İzahnamesi

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	1.01.2019-31.12.2019	1.01.2020-31.12.2020	1.01.2021-31.12.2021	1.01.2021-30.06.2021	1.01.2022-30.06.2022
Hasılat	138.266.723	233.434.591	438.553.686	145.605.548	698.405.617
Satışların Maliyeti (-)	-122.763.100	-188.582.493	-361.688.173	-130.020.282	-574.122.060
Brüt Kar	15.503.623	44.852.098	76.865.513	15.585.266	124.283.557
Brüt Kar Marjı	11,21%	19,21%	17,53%	10,70%	17,80%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.680.030	-2.984.235	-3.711.465	-1.220.528	-5.321.504
Pazarlama Giderleri (-)	-454.254	-455.094	-1.287.112	-375.481	-579.718
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.797.583	12.247.270	51.442.183	13.876.407	60.549.866
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-6.764.959	-12.460.984	-106.582.167	-21.390.103	-87.460.564
Faaliyet Karı	12.401.963	41.199.055	16.726.952	6.475.561	91.471.637
Faaliyet Karı Marjı	8,97%	17,65%	3,81%	4,45%	13,10%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	--	44.318	114.982	60230	8.778.581
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	--	--	-63.523	-63.523	-2.819.574
Özkaynak Yön. Değerl. Yat. Karında (Zararından) Paylar	--	5.605	2.524.355	2.524.355	--
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	12.401.963	41.248.978	14.254.056	3.947.913	97.430.644
Finansman Gelirleri	3.809.753	10.756.071	48.202.239	6.536.460	45.915.097
Finansman Giderleri	-5.668.406	-10.617.652	-11.081.183	-3.525.256	-11.825.821
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	10.543.310	41.387.397	51.375.112	6.959.117	131.519.920
Vergi Gideri (Geliri)	-653.592	-2.563.817	-2.972.550	-1.246.332	7.401.750
Dönem Karı (Zararı)	9.889.718	38.823.580	48.402.562	5.712.785	138.921.670

Kaynak: Alfa Solar İzahnamesi

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Pazar Yaklaşımı yöntemlerinden "Çarpan Analizi" ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi("İNA")" yöntemleri kullanılmış olup, Piyasa Çarpanları Analizi %40, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %60 ağırlıklandırılarak nihai Şirket değeri belirlenmiştir.

6.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Çarpan Analizi)

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Çarpan Analizi bölümünde; 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.

Çarpan Analizi'nde BİST'te işlem gören elektrik üreticilerinin ve BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören, piyasa değeri 5,0 milyar TL'nin altında kalan sanayi şirketlerinin 12.10.2022 tarihli çarpanlar 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 şirket çarpanları uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- F/K – Fiyat / Kazanç ve
- FD/FAVÖK - Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında ortalama değer kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan yıllıklandırılmış Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

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

Kaynak: Alfa Solar Fiyat Tespit Raporu

6.1.1. Elektrik Ürünleri Üreticileri Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

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

Kaynak: Alfa Solar Fiyat Tespit Raporu

6.1.2. BİST-Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Şirket Grubu - Milyon TL	FD/FAVÖK Medyanı	Şirket Değeri	Ağırlık	F/K Medyan	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Şirket Değeri
BİST Yıldız Pazar- Seçilmiş Sınai Şirketleri	9,9	2.044	50%	11	2.004	50%	2.024

Kaynak: Alfa Solar Fiyat Tespit Raporu

6.1.3. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri	FD/FAVÖK	Şirket Grubu Ağırlık	F/K	Şirket Grubu Ağırlık
Elektrik Ürünleri Üreticileri	3.100	40%	4.026	40%
BİST Yıldız Pazar- Seçilmiş Sanayi Şirketleri	2.044	60%	2.004	60%
Ağırlıklı Ortalama	2.466		2.813	

Kaynak: Alfa Solar Fiyat Tespit Raporu

6.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar ABD Doları ("USD") cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, 2022-2030 yılları esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
 - Risksiz Faiz Oranı olarak; 11.05.2047 vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond'unun son 6 aylık ortalama getirisi olan %9,52 kullanılmıştır.
 - Risk Primi olarak; %6 oranı kullanılmıştır.
 - Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
 - Şirket'in 2030 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %1 olarak değerlendirilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda Sermaye Maliyeti %12,08 olarak hesaplanmıştır.

6.2.1. İNA Sonuç

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine göre hesaplanan şirket değeri 3.116 milyon TL'dir.

7. SONUÇ

Değerleme Yöntemi (milyon TL)	Ağırlık	Şirket Değeri	Birim Pay Değeri (TL)
İNA	60%	3.116	77,89
Çarpan	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 İskontosu			20%
Halka Arz Şirket Değeri		2.340	58,50

Kaynak: Alfa Solar Fiyat Tespit Raporu

Alfa Solar'ın Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi için %60, Çarpan Analizi Yöntemi %40 ağırlıklandırılarak 2.925 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 40.000.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 73,13 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası **halka arz birim pay değeri 58,50 TL** olarak belirlenmiştir.

8. GÖRÜŞ

- Alfa Solar için Deniz Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Çarpan Analizine ilişkin olarak kullanılan şirketlerin, çarpanların ve uç değerlerin elemine edilmesinin makul olduğu görüşünderiz.
- İNA analizinde projeksiyonlara ilişkin varsayımların makul olduğu görüşünderiz.
- İNA analizinde kullanılan AOSM hesaplamasının makul olduğu görüşünderiz.
- Halka arz iskontosunun makul olduğu görüşünderiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemini %60 ve Çarpan Analizi Yöntemini %40 ağırlıklandırılarak bulunan Şirket Değeri'ne uygulanan %20'lik halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 53,50 TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünöyoruz.