



KALKINMA YATIRIM
BANKASI

SMART GÜNEŞ ENERJİSİ TEKNOLOJİLERİ ARAŞTIRMA GELİŞTİRME ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu
16 Mart 2022

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.

Saray Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi
No:10 34768 Ümraniye / İstanbul
Tel: 0216 636 88 11



1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP’ta açıklanan Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Smart Güneş”) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 7 Mart 2022 tarihli Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (“TSKB”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket’in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. (“Kalkınma Yatırım Bankası”, “Kurum”) hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu rapor, Kurum’un yalnızca Ünlü Menkul Değerler tarafından hazırlanmış olan “Fiyat Tespit Raporu” hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Güneş paneli üretimi ve satışı ile mühendislik ve projelendirme faaliyetlerini yürüten Smart Güneş, 2014 yılında “Avrupa GES Yenilenebilir Enerji Üretim Sanayi Ticaret Limited Şirketi” unvanı ile kurulmuş olup 2016 yılında mevcut unvanını alarak güneş paneli üretim tesisi için yatırım sürecini başlatmıştır.

2017 yılında üretime başlayan Smart Güneş, SUMEC Group Corporation’dan teknik destek ve Phono Solar markası ile üretim haklarını almıştır. 2018 yılında ürün çeşitliliğini ve kapasitesini artırarak yatırımlara devam etmiş ve kendini güneş takip sistemleri mühendisliği ve kurulumu konularında geliştirmiştir. 2019 yılında lazer yatırımı ile ürün yelpazesine yeni ürünler eklemiş ve yurt dışı satış faaliyetleri kapsamında Almanya’da ve Ukrayna’da bağlı ortaklıklarını kurmuştur. 2020 yılında kristal yapıli hücre kullanarak panel üretebilecek ilave kapasite yatırımını devreye almış ve 10 farklı müşteri için toplam 120 MWp büyüklüğündeki EPC (Mühendislik Projelendirme İnşaat) projesine başlamıştır. 2021 yılında hücre yatırımı kararı almış olup T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Süper Teşvik başvuru süreci kapsamındaki fizibilite çalışmaları devam etmektedir.

Halihazırda Smart Güneş, İstanbul Beykoz’daki merkezinde yönetim faaliyetlerini, Kocaeli Gebze’deki fabrikasında üretim faaliyetlerini yürütmektedir. Fabrika, 8 saatlik 3 mesai şeklinde 24 saat boyunca çalışmakta olup saatte 380 güneş paneli üretim kabiliyetine sahiptir. Smart Güneş’in 2021 yılsonu itibarıyla 540 çalışanı ve 9 yönetim kurulu üyesi bulunmakta olup kadın çalışan oranı %49’dur.

Smart Güneş, genellikle direkt satış kanalı üzerinden satışlarını gerçekleştirmekte ve müşterileri arasında hem özel sektör firmaları hem de son kullanıcılar yer almakta olup 2021 Eylül itibarıyla 11 ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir.



3- Şirket Ortaklık Yapısı

Ortak Unvanı/Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dâhil)	
		Sermaye (nominal, TL)	(%)	Sermaye (nominal, TL)	(%)	Sermaye (nominal, TL)	(%)
Smart Holding A.Ş.	A	35.000.000	27,45	35.000.000	22,88	35.000.000	22,88
	B	92.500.000	72,55	86.160.000	56,31	79.792.000	52,15
Halka Arz Edilen Paylar	B	-	-	31.840.000	20,81	38.208.000	24,97
TOPLAM		127.500.000	100	153.000.000	100	153.000.000	100

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

4. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Talep Toplama Tarihleri	16-17-18 Mart 2022
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 25.500.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 6.340.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış 6.368.000 TL nominal değerli paylar
Halka Arz Fiyatı (TL)	14,00
Tahmini Halka Arz Büyüklüğü	Ek Satış Hariç: 445.760.000 TL Ek Satış Dâhil: 534.912.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,81 (Ek satış olması hâlinde: %24,97)
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
Tahsisat Grupları	Bireysel Yatırımcı: %20 Yüksek Başvurulmuş Yatırımcılar: %39 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %40 Grup Çalışanları: %1

Kaynak: Smart Güneş İzahname, Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

5- Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Smart Güneş'in halka arzdan nakit kaynak elde ederek kurumsallaşması, Şirket'e doğrudan ve dolaylı değer yaratacak yatırımların ve yatırım fırsatlarının fonlanması, AR-GE kapasitesinin geliştirilmesi, dikey entegrasyonun devam ettirilmesi, ulusal ve uluslararası satış ağının güçlendirilmesi, stratejik ortaklıklar yapılması ve tanınırlığın artırılması amaçlarıyla kullanılması planlanmaktadır.

Smart Güneş, gerçekleştirilecek halka arzdan elde edeceği gelir ile daha hızlı büyümeyi, kârlılığını artırmayı ve uluslararası alanda yeni pazarlara açılmayı da hedeflemektedir.



Smart Güneş'in yapılan sermaye artışı sonucunda 357.000.000 TL'lik gelirden 21.871.157 TL halka arz maliyetinin çıkarılmasından sonra kalacak net 335.128.843 TL tutarındaki kaynağın aşağıdaki tabloda belirtilen alanlarda kullanılması planlanmaktadır.

Halka Arz Geliri Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Hücre Yatırımı	30 - 35
AR-GE ve ÜR-GE Yatırımları	3 - 5
İşletme Sermayesi	30 - 35
Yeni Yatırımlar	20 - 25
Dikey Entegrasyon	2 - 3
Şirket Faaliyetleri ile İlişkili Teknolojiler Konusunda Ürün Geliştiren Girişim Firmalarına Yatırım	3 - 5

Kaynak: Smart Güneş İzahname

6. Şirket'in Finansal Verileri Hakkında Özet Bilgi

6.1 Gelir Tablosu

Smart Güneş'in 2018-2020 yılları ve 2021/9 dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tabloları aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu (bin TL)	2018	2019	2020	2020/9	2021/9
Hasılat	318.903	401.777	579.698	347.102	516.305
Satışların Maliyeti	(310.828)	(312.419)	(459.118)	(281.431)	(446.869)
Brüt Kar	8.075	89.358	120.580	65.672	69.436
Genel Yönetim Giderleri	(7.062)	(11.601)	(15.797)	(8.794)	(19.397)
Pazarlama ve Satış Giderleri	(6.855)	(30.966)	(9.978)	(7.627)	(7.770)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	123.734	81.168	284.784	214.225	319.918
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(123.562)	(114.025)	(318.814)	(230.749)	(305.781)
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	(5.671)	13.933	60.774	32.727	56.406
Finansman Giderleri	27	6.851	15.768	6.632	9.846
Finansman Gelirleri	(747)	(10.917)	(17.664)	(14.743)	(29.077)
Sürdür. Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	(6.391)	9.867	58.879	24.617	37.174
Dönem Vergi Gelir/Gideri	(1.220)	(2.299)	(4.004)	(3.391)	(5.004)
Ertelenmiş Vergi Geliri	4.698	3.024	2.867	4.561	(4.765)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	(2.913)	10.593	57.742	25.787	27.405
Dönem Karı/Zararı	(2.913)	10.593	57.742	25.787	27.405
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	188	2.810	2.006	1.862
Ana Ortaklık Payları	(2.913)	10.405	54.932	23.781	25.543
Tan. Fayda Planları Yen. Oluşum Kayıpları	(54)	(47)	(396)	(349)	(323)
Yabancı Para Çevrim Farkları	-	31	(309)	(448)	(304)
MDV Yeniden Değerleme Fonu	-	-	-	-	15.737
Ertelenmiş Vergi Geliri	12	10	87	98	65
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-	-	-	-	(315)
Toplam Diğer Kapsamlı Gelir/Gider	(42)	(7)	(617)	(698)	14.860
Toplam Kapsamlı Gelir/Gider	(2.955)	10.587	57.124	25.088	42.265
Ana Ortaklık Payları	(2.955)	10.399	54.315	23.082	40.403
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	188	2.810	2.006	1.862

Kaynak: Smart Güneş Bağımsız Denetim Raporu, Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu



2018 yılında 319 milyon TL ciro elde eden Şirket'in, inceleme konusu yıllarda cirosu yükselerek 2020 yılında 579,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021/9 aylık dönemde ise önceki yılın aynı dönemine göre nominal olarak %49 artarak 516,3 milyon TL'ye ulaşmıştır.

2018 yılında FAVÖK elde edemeyen Şirket satışlarındaki büyümeye paralel olarak 2019 yılında 26,1 milyon TL, 2020 yılında ise 74 milyon TL FAVÖK elde etmiştir. Şirket'in FAVÖK gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir.



Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

İlişkili taraflara yapılan satışların toplam satışlar içindeki payları 2018 yılında %9, 2019 yılında %7 ve 2020 yılında %11 olarak gerçekleşmiştir. 2021/9 aylık dönemde ise %15 oranında gerçekleşmiştir.

İlişkili Taraflara Mal ve Hizmet Satışları (bin TL)	2018	2019	2020	2021/9
Net Satışlar	318.903	401.776	579.697	516.305
İlişkili Taraflara Yapılan Satışlar	28.141	28.532	61.773	77.233
İlişkili Taraflara Yapılan Satışlar/Net Satışlar	%9	%7	%11	%15

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Şirket, Smart Doğu Güneş Enerji Üretim A.Ş.'den GES kurulumları sebebiyle mal ve hizmet alımları yapmaktadır. Bunun yanında, aşağıdaki tabloda yer alan dönemler itibarıyla Smart Solar Araştırma Geliştirme Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.'den saha kurulum hizmetleri için mal ve hizmet alımı gerçekleştirmiştir.

İlişkili Taraflardan Mal ve Hizmet Alımları (bin TL)	2018	2019	2020	2021/9
Smart Solar Araşt. Geliş. Enerji San. ve Tic. A.Ş.	10.774	15.595	31.492	11.870
Smart Doğu Güneş Enerjisi Üretim A.Ş.	-	-	2.485	2.485
Toplam	10.774	15.595	33.977	14.355

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

6.2 Bilanço

Şirket'in 2018, 2019, 2020 yılları ile 2021 yılının ilk 9 aylık dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş bilançoları aşağıda yer almaktadır.



Bilanço (Bin TL)	2018	2019	2020	2021/9
Nakit Ve Nakit Benzerleri	2.699	8.323	25.870	11.634
Ticari Alacaklar	141.439	236.666	200.746	338.588
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	24.265	17.024	19.804	109.697
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	117.174	219.642	180.942	228.890
Diğer Alacaklar	17.230	15.029	18.198	11.137
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	2.796	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	17.230	12.233	18.198	11.137
Stoklar	42.642	53.295	82.967	89.685
Peşin Ödenmiş Giderler	29.271	19.014	152.083	105.457
Diğer Dönen Varlıklar	4.034	2.544	21.017	14.476
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	237.315	334.871	500.881	570.977
Diğer Alacaklar	317	357	441	531
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	11.640	7.248	6.820
Maddi Duran Varlıklar	43.305	40.106	56.275	84.422
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	282	174	855	1.198
Ertelenmiş Vergi Varlığı	6.067	9.405	12.359	7.659
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	49.972	61.682	77.177	100.630
TOPLAM VARLIKLAR	287.286	396.553	578.058	671.607
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.088	277	57.498	83.889
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.274	46.059	2.876	7.952
Kiralama işlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	5.766	6.901	5.174
Ticari Borçlar	37.980	50.870	137.521	199.695
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	3.014	3.296	20.363	27.640
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	34.966	47.574	117.158	172.055
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.432	1.328	3.873	5.819
Diğer Borçlar	309	684	7.476	3.828
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	309	-	1.877	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	684	5.599	3.828
Ertelenmiş Gelirler	85.392	182.659	212.050	173.126
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	5.817	36.835	24.747	1.089
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	79.575	145.823	187.303	172.037
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	630	1.080	2.321	5.004
Kısa vadeli Karşılıklar	496	637	2.913	2.727
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	284	1.345	5.819	13.646
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	140.886	290.704	439.248	500.861
Uzun Vadeli Borçlanmalar	420	266	12.875	26.975
Kiralama işlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	7.110	2.286	2.399
Ticari Borçlar	139.475	81.288	48.862	-
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	81.288	48.862	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	139.475	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	278	438	761	2.581
Çalışanlara Sağlanan Faydalara ilişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	278	438	761	2.581
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	140.173	89.103	64.784	31.955
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6.227	16.558	71.204	134.106
Ödenmiş Sermaye	5.000	5.000	30.998	90.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	(42)	(79)	(388)	(711)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar	-	(37)	(14)	15.419
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	337	1.803	5.978
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	4.182	932	(16.127)	(2.123)
Net Dönem Karı / (Zararı)	(2.913)	10.405	54.932	25.543
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	188	2.822	4.685
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	6.227	16.746	74.026	138.791
TOPLAM KAYNAKLAR	287.286	396.553	578.058	671.607

Kaynak: Smart Güneş Bağımsız Denetim Raporu, Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu



Şirket faaliyetleri, son üç yıl ve 2021 ilk 9 aylık dönemi dikkate alındığında büyüme ve kârlılık gösterdiğinden olumlu gerçekleşmiş, satışlar ve kârlılık değerlerinde artış gözlemlenmiştir. Bu büyümeye bağlı olarak, Şirket'in varlıkları artmış, işletme sermayesi kalemleri olan ticari alacaklar, stoklar ve peşin ödenmiş giderler kalemlerinde artış söz konusu olmuştur. Şirket'in ürün satışları ve hammadde alımları yabancı para cinsinden olup, dönemler itibarıyla büyümenin yanında yabancı para cinsinden değerlerin TL karşılığı olarak bakıldığında da artış söz konusu olmuştur.

Satış rakamlarının ve anahtar teslim işlerinin artması ile de ticari alacaklarda da artış gözlemlenmiştir. 2020 yılının ikinci yarısından başlayarak tüm dünyada emtia ve enerji fiyatlarında yaşanan artış ile 2021 yılında bir taraftan hammadde alım fiyatları artışı bir taraftan da üretilen güneş panelin satış fiyatlarının yükselişi ile ciro artışı devam etmiş; stoklar, peşin ödenmiş giderler ve ticari alacaklar kalemleri de bu gelişmelere paralel olarak artmıştır. Şirket'in satışlarının yabancı para cinsinden olması ve dönemler itibarıyla yabancı para cinsinden ticari alacakların TL karşılığı olarak değer artışları söz konusu olmuştur.

2020 ve 2021 yıllarında maddi duran varlıklardaki artışın ana sebebi Şirket'in üretimini artırmak için yaptığı makine ve cihaz yatırımları ile 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla makine ve teçhizatlar için ilk defa yapılan yeniden değerlendirme işlemidir. Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından makine ve cihazlara ilişkin olarak hazırlanan 6 Ekim 2021 tarihli değerlendirme raporuna istinaden oluşan yeniden değerlendirme artış tutarı net 15,8 milyon TL'dir.

7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TSKB tarafından hazırlanan 7 Mart 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre, Smart Güneş paylarının halka arz fiyatı belirlenirken değerlendirme yaklaşımlarından gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi ve çarpan analizi kapsamında piyasa çarpanları analizi ile sektör çarpanları analizi kullanılmıştır.

7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda; indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır. Fiyat tespit raporunda, İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda verilmektedir:

- Şirket'in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden olduğu için projeksiyonlar ABD Doları olarak hazırlanmıştır.
- Projeksiyonlar önümüzdeki 10 sene için yapılmıştır.
- Şirket'in geçmiş dönemlerde ilişkili taraf satışları bulunmaktadır ve projeksiyon dönemi boyunca bu faaliyetlerin devam edeceği varsayılmıştır. Şirket bu işlemlerin transfer fiyatlaması prensiplerine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde devam edeceğini beyan etmiştir.
- Smart IHK'nin defter değeri, Şirket'in ortaklığı nispetinde İNA yöntemi ile bulunan özsermaye değerinin üzerine eklenmiştir.
- Şirket'in 2031 yılından sonrasına ilişkin terminal (sonsuz) büyüme oranı %1 olarak alınmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) olarak %15,51 kabul edilmiştir.



AOSM hesaplamasının ana bileşenleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

AOSM			
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	E/V	%54	Şirket 30.09.2021 konsolide bilançosundan alınmıştır
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	D/V	%46	Şirket 30.09.2021 konsolide bilançosundan alınmıştır
Vergi Oranı	T	%20	Efektif vergi oranı
Kaldıraçsız Beta	b	1,11	Gelişmekte olan pazarlar yarı iletken ve yenilenebilir enerji sektör ortalamaları (Aswath Damodaran veritabanı - 01.03.2022 itibarıyla)
Kaldıraçlı Beta	b _L	1,87	Efektif vergi oranı ve hedef öz sermaye / (borç + öz sermaye) oranı ile hesaplanmıştır.
Risksiz Getiri Oranı	r _f	%7,53	17/02/2045 vadeli TC ABD Doları Eurobond getirişi son 6 ay ortalaması
Piyasa Risk Primi	R _m -r _f	%7,00	TSKB öngörüsü
Şirkete Özgü Risk Primi	csr	%2,00	TSKB öngörüsü
Öz Sermaye Maliyeti	k_e	%22,6	$r_f + (R_m - r_f) * b_L + csr$
Borçlanma Maliyeti	K_d	%9,00	Uzun vadeli ABD Doları borçlanma maliyeti tahmini
AOSM		%15,51	$E/V * k_e + D/V * (1-T) * k_d$

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Sermaye Yatırımları ve Etkileri

Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; Şirket, önümüzdeki yıllarda güneş panellerinin yapışmasını oluşturan yarı iletken teknolojiye güneş hücrelerinin üretimini yapmayı planlamaktadır. Hücre üretim tesisinin kurulması amacıyla, Singapur mukimi ve Çin mukimi iki taraf ile imzalanan mutabakat anlaşması çerçevesinde, İzmir Aliağa OSB'de, 30.10.2021 tarihinde arsa tahsis sağlanmıştır. Bu mutabakat çerçevesinde sermaye payının %49'u Singapur menşeli şirkete, %51'inin de Şirket'e ait olmak üzere Türkiye'de yerleşik bir bağlı ortaklık kurulması planlanmaktadır. Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara, hücre yatırımının etkisi, Şirket'in ortaklık oranı nispetinde yansıtılmıştır. Bu üretimin yapılması aynı zamanda ABD gibi, Çin üretimine karşı anti-damping uygulaması olan ülkelere ve Paris İklim Anlaşması taahhütleri ve Avrupa Yeşil Mutabakat kapsamında (Sınırdaki Karbon Yükümlülüğü) düşük karbonlu üretim talep edecek olan yurt dışı pazarlarına açılabilme açısından önem teşkil etmektedir. Ayrıca Yeşil Mutabakat kapsamında Avrupa ülkelerinin koymuş oldukları güneş enerjisi kurulum hedefleri Uluslararası Enerji Ajansı Renewables 2021 raporunda da yer aldığı üzere, ihracat potansiyelini arttırmaktadır.

Türkiye pazarında ise eğer proje YEKA kapsamında gerçekleştirilecek ise asgari %70 yerlilik kriteri aranmaktadır. Dolayısıyla yerli hücre ile üretim yapmak YEKA projeleri için gereklilik arz etmektedir.

Modül Satış Gelirleri ve Giderleri Gelişimi

Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; Şirket'in artan üretim kapasitesine paralel olarak modül satışlarının da projeksiyon dönemi boyunca artması öngörülmektedir. Şirket, halka arz ile elde edeceği kaynak ve 2021 yılında yaptığı yeni hat yatırımının etkisi ile 2022 yılında 131,6 milyon ABD doları panel satışına ulaşmayı hedeflemektedir. 2026 yılında panel satışlarının 362,4 milyon ABD Doları'na ulaşacağı, 2031 yılında ise 1,1 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmaktadır.



Şirket özellikle yurt dışı pazarlardaki satışlarını yapacağı yatırımlarla artırmayı hedeflemektedir. Smart Güneş hedef pazar olarak gördüğü Avrupa ve Amerika pazarlarında artan devlet teşvikleri ve yatırımları, sürdürülebilirlik hedefleriyle uyumlu özel sektör yatırımları, hibrit sistemlerin yaygınlaşması, çatı GES, offgrid GES ve yüzer GES taleplerinin artışından faydalanacağını öngörmektedir.

Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; projeksiyon dönemi boyunca yurt içi modül birim satış fiyatının %3 YBBO ile düşeceği öngörülmektedir. Şirket 2023'ten itibaren yurt dışı satışlarında modül birim fiyatının yurt içi modül birim fiyatlarına göre %15 daha yüksek olacağını öngörmektedir. Birim satış maliyetinin ise, yapılan yatırımların da etkisi ile %3 YBBO ile düşeceği öngörülmektedir.

Satışların Kırılımı

Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; Şirket 2022 yılında, satışlarının %80'inin modül satışlarından, %20'sinin ise mühendislik ve projelendirme satışlarından geleceğini öngörmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca mühendislik ve projelendirme satışlarının toplam satışlara oranının azalacağı ve 2031 yılında %6 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

bin ABD Doları	Satışların Kırılımı									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Modül Satışları	131.617	193.667	274.067	296.689	362.445	588.427	758.407	864.609	967.905	1.069.793
Müh. ve Proje Satışları	31.992	34.580	37.314	40.478	43.874	47.458	51.326	55.694	60.159	65.166
Toplam	163.609	228.247	311.381	337.167	406.319	635.885	809.733	920.303	1.028.064	1.134.959

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Şirket, önümüzdeki dönemde stratejik hedefleri doğrultusunda modül satışına öncelik vermektedir. Yurt içi modül satışlarında endüstriyel çatı sistemleri ve EPC satışları öne çıkmaktadır. Projeksiyon döneminin sonuna doğru yenileme satışlarının da artması beklenmektedir. 2031 yılında, endüstriyel çatı sistemleri ile EPC ve yenileme satışlarının, toplam yurt içi modül satışlarının %57'sini oluşturacağı öngörülmektedir.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2022 yılında %3 olacağı ve projeksiyon dönemi boyunca aynı seviyede seyredeceği varsayılmıştır. Faaliyet gideri gelişimi aşağıda verilmektedir.

bin ABD Doları	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Faaliyet Giderleri	4.908	6.847	9.341	10.115	12.190	19.077	24.292	27.609	30.842	34.049
Faaliyet Giderleri/ Net Satışlar	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00	%3,00

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

İşletme Sermayesi

Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; işletme sermayesi devir hızlarının 2022'de 2021 dokuz aylık bilançoda gözükken devir hızlarıyla paralel gelişeceği, projeksiyon dönemi boyunca ise daha uzun tahsilat vadesi olan mühendislik ve projelendirme satışlarının toplam satışlara oranının azalmasıyla ticari alacak vadelerinin 120 gün seviyesine ineceği varsayılmıştır. Stok devir hızının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı, ticari borç vadesinin ise 60 gün seviyelerine ineceği öngörülmüştür.



İşletme sermayesi gelişimi aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

bin ABD Doları	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
K.V. Ticari Alacaklar	73.690	100.054	132.230	138.562	161.414	243.901	299.490	327.779	352.076	373.137
Stoklar	19.173	26.762	36.389	39.142	46.627	72.195	91.356	103.422	115.074	126.375
K.V. Ticari Borçlar	41.495	55.286	71.595	73.161	82.564	120.735	143.792	152.609	158.482	149.182
Net İşletme Sermayesi	51.368	71.530	97.024	104.543	125.477	195.361	247.054	278.592	308.668	350.330

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Gün	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Alacak Tahsil Süresi	164	160	155	150	145	140	135	130	125	120
Stok Devir Hızı	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Ticari Borç Süresi	110	105	100	95	90	85	80	75	70	60

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Serbest Nakit Akışları

Fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre Şirket yapacağı yatırımlar neticesinde satışlarını projeksiyon dönemi boyunca %24 YBBO ile büyüteceğini öngörmektedir. Özellikle daha kârlı olan yurt dışı satışlarının artışıyla 2022 yılında %16 seviyesinde olan brüt kâr marjını 2031 yılında %20'ye yükselteceği varsayılmıştır. Buna paralel olarak FAVÖK marjının ise 2022 yılında %13 iken, 2031 yılında %17'ye ulaşacağı varsayılmıştır. Fiyat tespit raporunda yer alan projeksiyon sonucu oluşan serbest nakit akışları aşağıda sunulmuştur.

bin ABD Doları	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal
Net Satışlar	163.609	228.247	311.381	337.167	406.318	635.885	809.733	920.303	1.028.063	1.134.959	-
% Büyüme	%73	%40	%36	%8	%21	%56	%27	%14	%12	%10	-
Satışların Maliyeti (Amort hariç)	(137.688)	(192.186)	(261.321)	(281.091)	(334.842)	(518.451)	(656.050)	(742.700)	(826.370)	(907.526)	-
% Büyüme	%74	%40	%36	%8	%19	%55	%27	%13	%11	%10	-
Brüt kar	25.922	36.061	50.060	56.076	71.477	117.434	153.683	177.603	201.693	227.433	-
Brüt Kar Marjı	%16	%16	%16	%17	%18	%18	%19	%19	%20	%20	-
Faaliyet Gideri (Amort hariç)	(4.908)	(6.847)	(9.341)	(10.115)	(12.190)	(19.077)	(24.292)	(27.609)	(30.842)	(34.049)	-
Satışlara Oranı	%-3	%-3	%-3	%-3	%-3	%-3	%-3	%-3	%-3	%-3	-
FAVÖK	21.013	29.214	40.719	45.961	59.287	98.358	129.391	149.994	170.851	193.385	195.318
FAVÖK Marjı	%13	%13	%13	%14	%15	%15	%16	%16	%17	%17	%17
İşletme Sermayesi Değişimi	(25.804)	(20.161)	(25.495)	(7.519)	(20.934)	(69.884)	(51.693)	(31.537)	(30.076)	(41.661)	(3.503)
Vergi (FVÖK üzerinden)	(4.146)	(4.321)	(6.209)	(6.577)	(8.649)	(16.961)	(22.715)	(26.553)	(30.441)	(34.699)	(35.086)
Yatırımlar	(39.393)	(10.162)	(31.997)	(18.148)	(23.144)	(22.648)	(14.090)	(14.170)	(6.210)	(6.250)	(19.890)
Serbest Nakit Akışı	(48.330)	(5.430)	(22.983)	13.717	6.560	(11.134)	40.893	77.734	104.123	110.774	136.839

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu

TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda verilen bilgilere göre; yukarıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %1,0 sonsuz büyüme oranı ve %15,51 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 30 Eylül 2021 bilanço tarihindeki 13,5 milyon ABD Doları net borç düşülüp buna ek olarak Smart IHK bağlı ortaklığının defter değerinin (340 bin ABD Doları) Şirket'in ortaklık oranı nispetinde eklenmesi sonucunda 249,2 milyon ABD Doları özsermaye değerine ulaşılmaktadır.



İNA Değerleme Özeti	bin ABD Doları
İNA Firma Değeri	262.358
Toplam Net Finansal Borç	13.476
İNA Özsermaye Değeri	248.882
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	249.222

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

7.2 Çarpan Analizi

7.2.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Hem Borsa İstanbul'da hem yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketler incelenmiştir. İnceleme sonucunda Smart Güneş ile benzer faaliyet alanına sahip Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirket bulunamamış, yalnızca yurt dışında işlem gören şirketler bulunabilmiş ve değerlemeye dahil edilmiştir.

Çalışma kapsamında kullanılan FAVÖK tutarlarından, Şirket'in bağlı ortaklıklarından olan ve önümüzdeki dönemde faaliyetlerine devam etmeyecek olan Smart IHK'nin FAVÖK'ü çıkartılmıştır. Smart Sumec'in FAVÖK'ü ise Şirket'in ortaklığı olan %50 oranında çalışma kapsamına alınmıştır. Smart IHK'nin defter değeri, Şirket'in ortaklığı nispetinde halka açık benzer şirket çarpan yöntemi ile bulunan özsermaye değerinin üzerine eklenmiştir.

Çarpan analizi yönteminde Şirket'in 14,78 mn ABD Doları olarak hesaplanan düzeltilmiş FAVÖK'ü kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında değerlendirme çalışmasına konu olan şirketler aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Değerleme kapsamında 2021 FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış olup 2021 gerçekleşen FAVÖK'ü fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla ilgili veri tabanlarında yer alan firmalar için gerçekleşen FAVÖK, diğer firmalar için ise tahmini FAVÖK tutarları dikkate alınmıştır.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Firma Değeri (mn ABD Doları)	FD/FAVÖK 2021
Canadian Solar Inc	Kanada	2.015	4.217	10,95x
First Solar Inc	ABD	8.005	6.549	8,97x
JA Solar Technology Co Ltd	Çin	23.411	24.911	32,16x
JinkoSolar Holding Co Ltd	Cayman Adaları	2.368	6.993	18,47x
LONGi Green Energy Technology Co Ltd	Çin	68.639	68.728	29,2x
Shenzhen SC New Energy Technology Corp	Çin	4.713	4.173	28,84x
Shoals Technologies Group Inc	ABD	2.638	2.864	44,41x
Sunnova Energy International Inc	ABD	2.285	5.760	107,24x
Trina Solar Co Ltd	Çin	24.762	27.477	46,94x
Xinjiang Daqo New Energy Co Ltd	Çin	18.205	17.187	13,17x
Firma Değeri Bazlı Ağırlıklı Ortalama				13,18x

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Örnekleme kapsamında 10 şirketin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış, 2021 FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemede kullanılmamıştır.

Piyasa çarpanları analizi sonucu elde edilen değer aşağıdaki tabloda verilmektedir.



	bin ABD Doları
Firma Değeri	194.779
Toplam Net Borç	13.476
Özsermaye Değeri	181.303
Smart IHK Defter Değeri*	340
Özsermaye Değeri	181.643

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

*Şirket'in ortaklık oranı nispetinde, 30.09.2021 itibarıyla

7.2.1 Sektör Çarpanları Analizi

Çarpan analizi kapsamında piyasa çarpanları analizinin yanında sektör çarpanları analizi de yapılmıştır. Bu kapsamda BIST Elektrik Endeksi ile BIST Yıldız Pazar'ın değerlendirme çalışmasına yansıtılmasının temel nedeni Borsa İstanbul'da işlem gören benzer firma kriterlerine uygun şirket bulunmamasıdır. Buna ilaveten Smart Güneş'in halka arz sonrasında BIST Elektrik Endeksi ve BIST Yıldız Pazar'da yer alacağı öngörüldüğünden söz konusu endeksler hesaplama dahil edilmiştir.

BIST Elektrik ve Bist Yıldız Pazar endekslerinin ilgili çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Değerleme kapsamında 2021 FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış olup 2021 gerçekleşen FAVÖK'ü fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla ilgili veri tabanlarında yer alan firmalar için gerçekleşen FAVÖK, diğer firmalar için ise tahmini FAVÖK tutarları dikkate alınmıştır.

Endeks	FD/FAVÖK 2021
BIST Elektrik	8,84x
BIST Yıldız Pazar	5,34x

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

BIST Elektrik Endeksi FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlık ortalaması 8,84x'tir. FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan firmalar uç değer olarak kabul edilmiş ve örnekleme dahil edilmemiştir.

BIST Yıldız Pazar FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlık ortalaması ise 5,34x'tir. FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan firmalar uç değer olarak kabul edilmiş ve örnekleme dahil edilmemiştir.

Sektör çarpanları analizi sonucu elde edilen değer aşağıdaki tabloda verilmektedir.

	BIST Elektrik Endeksi (bin ABD Doları)	BIST Yıldız Pazar (bin ABD Doları)
Firma Değeri	130.644	78.926
Toplam Net Borç	13.476	13.476
Özsermaye Değeri	117.168	65.450
Smart IHK Defter Değeri*	340	340
Özsermaye Değeri	117.508	65.790

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

*Şirket'in ortaklık oranı nispetinde, 30.09.2021 itibarıyla

8. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %30, yurt dışı benzer şirketlere %20, BIST Elektrik Endeksi'ne %25, BIST Yıldız Pazar'a ise %25 ağırlık verilmiştir.

Bu kapsamda gerçekleştirilen ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.



	Özsermaye (bin ABD Doları)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin ABD Doları)
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2021	181.643	20%	36.329
BIST Elektrik Endeksi FD/FAVÖK 2021	117.508	25%	29.377
BIST Yıldız Pazar FD/FAVÖK 2021	65.790	25%	16.447
İNA	249.222	30%	74.767
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			156.920

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

Pay başı değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin ABD Doları)	156.920
ABD Doları / TL Kuru (04.03.2022)*	14,189
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin TL)	2.226.588
Ödenmiş Sermaye (TL)	127.500.000
Birim Pay Değeri (TL)	17,5
Halka Arz İskontosu	%20
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	14,0

Kaynak: Smart Güneş Fiyat Tespit Raporu

*Fiyat tespit raporu tarihinden bir önceki iş gününde TCMB tarafından açıklanan ABD Doları / TL alış ve satış kuru ortalamasıdır.

TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet göstermekte olduğu sektöre dair yeterli bilginin yatırımcıya sunulmuş olduğu kanaatindeyiz. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz ise aşağıda özetlenmektedir:

- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ABD Doları bazında %15,51, sonsuz büyüme değeri %1 ile makul seviyededir; FAVÖK marjı öngörülerinin geçmişe benzer seviyede olacağının varsayılması da makul görünmektedir.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için hedeflenen ciro büyümelerinin gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi hâlde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir. Projeksiyonlarda özellikle 2022 yılı ve sonraki dönemlerde öngörülen yüksek ciro artış oranlarının gerçekleşmesinin önem arz ettiği düşünülmektedir.
- İndirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizinin birlikte kullanılması ve halka arz pay birim fiyatına giderken ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Piyasa çarpanları analizi kapsamında dikkate alınan şirketlerin faaliyet alanlarının Şirket ile uyumlu olduğu; yurt içinde benzer alanda faaliyet gösteren şirket yer almaması sebebiyle BIST Elektrik Endeksi ve BIST Yıldız Pazar şirketlerinin verilerinin dikkate alınmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Yakın tarihli olarak gerçekleşen pay halka arzları göz önüne alınarak, uygulanan %20'lik halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Kalkınma Yatırım Bankası olarak fiyat tespit raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akımları analizi ve çarpan analizi yöntemlerine göre hesaplanan Şirket özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 14,00 TL olan halka arz birim fiyatını yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla makul karşılamaktayız.



Uyarı Metni

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve değerlendirmeler ise genel nitelikte olup; söz konusu değerlendirmeler herhangi bir tavsiye veya teklif niteliği taşımamaktadır. Bu raporda yer alan değerlendirmeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

Bu rapor, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan dolayı Türkiye Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.