

## Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu

### 1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("ALFAS", "Alfa Solar Enerji" veya "Şirket") için Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") tarafından hazırlanarak 04.11.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Alfa Solar Enerji'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

### 2- Halka Arz Bilgileri

HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER		
Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye	: 40.000.000 TL
	- Halka Arz Şekli	: Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	: 6.000.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	: 3.200.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Toplam	: 9.200.000 TL
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	: 20,00%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı	: 58,50 TL
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	: 2.340,0 milyon TL
	- Halka Arz Büyüklüğü	: 538,2 milyon TL
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	: 2.527,2 milyon TL
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)	- Yatırımcı Grubu	Satış Payı Satış Miktarı
	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (1.000 lot ve altı)	60% : 5.520.000
	Yüksek Başvurulu Yatırımcılar (1001 lot ve üstü)	25% : 2.300.000
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	15% : 1.380.000
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama	
Dağıtım Yöntemi	- Oransal Dağıtım	
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı	
Konsorsiyum Lideri	- Deniz Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 40 üyeli konsorsiyum	
Fiyat İstikrarı	- Planlanmamaktadır. Yerine Geri Alım Emri Taahhüdü uygulanacaktır.	
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımı, Şirket ortağı ise 1 yıl boyunca pay satışı yapmama taahhüdü vermiştir.	
Geri Alım Taahhüdü	- Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladıktan sonraki 20 işlem günü boyunca Halka Arz Eden tarafından Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında halka arz büyüklüğünün %30'u ile halka arz fiyatı ve/veya altındaki seviyelerden pay alımı yapılacağı taahhüt edilmiştir.	
BİST İşlem Kodu	- ALFAS	
Talep Toplama Tarihleri	- 9 - 10 - 11 Kasım 2022	

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

### 3- Şirkete İlişkin 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. 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 parkununun 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.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.	A	8.000.000	20,00%	8.000.000	17,39%
	B	32.000.000	80,00%	28.800.000	62,61%
Halka Açık Kısım	B	-	0,00%	9.200.000	20,00%
<b>Toplam</b>		<b>40.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>46.000.000</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: İzahname

### 4- Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>71.725.941</b>	<b>168.667.252</b>	<b>402.667.710</b>	<b>894.659.069</b>
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
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	6.010.044	5.983.533	6.777.520	7.888.825
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	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
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	8.988.585	22.121.536	33.945.522	18.651.108
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	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
<i>İlişkili olmayan taraflara peşin öd. gid.</i>	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
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>7.097.179</b>	<b>12.876.433</b>	<b>37.939.568</b>	<b>77.227.609</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	2.524.355	-	-
Maddi duran varlıklar	5.439.900	9.189.781	37.870.365	67.492.793
<i>Arsa ve Araziler</i>	255.050	255.050	2.373.694	2.373.694
<i>Binalar</i>	1.885.934	1.842.991	5.531.298	5.472.326
<i>Tesis, Makine ve Cihazlar</i>	3.105.607	6.262.933	19.981.029	19.030.200
<i>Taşıtlar</i>	-	663.515	201.169	174.662
<i>Demirbaşlar</i>	193.309	165.292	783.175	903.046
<i>Yapılmakta olan yatırımlar</i>	-	-	9.000.000	39.538.865

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Ertelenmiş vergi varlığı	1.657.279	1.162.297	69.203	9.734.816
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>78.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>51.211.211</b>	<b>116.403.231</b>	<b>327.295.022</b>	<b>751.591.277</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	1.346.246	5.949.990	8.431.297	104.710.673
<i>Banka Kredileri</i>	1.314.523	5.884.511	8.415.263	100.488.451
<i>Diğer kısa vadeli borçlanmalar</i>	31.723	65.479	16.034	4.222.222
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa V. Kısımları	3.514.839	3.999.536	6.634.106	6.325.964
<i>Banka Kredileri</i>	3.514.839	3.014.062	4.788.664	4.704.060
<i>Kiralama işlemlerinden borçlar</i>	-	985.474	1.845.442	1.621.904
Ticari borçlar	33.557.882	47.638.259	243.323.458	392.775.274
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	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
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	-	518.750	-	-
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	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
<i>Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan Sözleşme Yük.</i>	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
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin</i>	56.736	91.749	159.976	190.276
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	74.964	62.655	159.359	455.631
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>8.538.706</b>	<b>7.226.094</b>	<b>4.486.484</b>	<b>2.602.276</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	8.340.329	6.847.000	3.849.521	1.704.639
<i>Banka Kredileri</i>	8.340.329	5.658.975	3.557.508	1.704.639
<i>Kiralama işlemlerinden yükümlülükler</i>	-	1.188.025	292.013	-
Çalışanlara sağ. fay. ilişkin karşılıklar	198.377	379.094	636.963	897.637
<b>Özkaynaklar</b>	<b>19.073.203</b>	<b>57.914.360</b>	<b>108.825.772</b>	<b>217.693.125</b>
Ödenmiş sermaye	3.250.000	3.250.000	40.000.000	40.000.000
Kar veya zararda yen. Sın. birikmiş diğ. Kap. Gel.	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
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>19.073.203</b>	<b>57.914.360</b>	<b>108.825.772</b>	<b>217.693.125</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>78.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

<b>Gelir Tablosu (TL)</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>30.06.2021</b>	<b>30.06.2022</b>
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
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>15.503.623</b>	<b>44.852.098</b>	<b>76.865.513</b>	<b>15.585.266</b>	<b>124.283.557</b>
<i>Değişim</i>		189,3%	71,4%		697,4%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	11,2%	19,2%	17,5%	10,7%	17,8%
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
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>13.369.339</b>	<b>41.412.771</b>	<b>71.866.937</b>	<b>13.989.257</b>	<b>118.382.342</b>
<i>Değişim</i>		209,8%	73,5%		746,2%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	9,7%	17,7%	16,4%	9,6%	17,0%
Amortisman	864.137	1.214.482	2.437.148	918.106	1.364.826
<b>FAVÖK</b>	<b>14.233.476</b>	<b>42.627.253</b>	<b>74.304.085</b>	<b>14.907.363</b>	<b>119.747.168</b>
<i>Değişim</i>		199,5%	74,3%		703,3%
<i>FAVÖK Marjı</i>	10,3%	18,3%	16,9%	10,2%	17,1%
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
<b>Esas Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>40.868.916</b>	<b>126.453.568</b>	<b>165.335.124</b>	<b>36.290.288</b>	<b>330.965.995</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	44.318	114.982	60.230	8.778.581

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-63.523	-63.523	-2.819.574
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar. Paylar	-	5.605	-2.524.355	-2.524.355	-
<b>Finansman Gel./Gid. Önc. Faal. Karı</b>	<b>40.868.916</b>	<b>126.503.491</b>	<b>162.862.228</b>	<b>33.762.640</b>	<b>336.925.002</b>
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
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı</b>	<b>10.543.310</b>	<b>41.387.397</b>	<b>51.375.112</b>	<b>6.959.117</b>	<b>131.519.920</b>
<b>Sürdürülen Faal. Vergi (Gideri) Geliri</b>	<b>-653.592</b>	<b>-2.563.817</b>	<b>-2.972.550</b>	<b>-1.246.332</b>	<b>7.401.750</b>
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-592.713	-2.073.229	-1.876.981	-289.269	-2.250.284
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-60.879	-490.588	-1.095.569	-957.063	9.652.034
<b>Net Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>9.889.718</b>	<b>38.823.580</b>	<b>48.402.562</b>	<b>5.712.785</b>	<b>138.921.670</b>
<i>Değişim</i>		292,6%	24,7%		2331,8%
<i>Net Kar Marjı</i>	7,2%	16,6%	11,0%	3,9%	19,9%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

## 5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Yeni fabrika ve ek depo yatırımı	45%
İşletme sermayesi ihtiyacı	45%
Şirket fabrikalarının elektrik ihtiyacını karşılayacak ve tüketim kadar üretim yapacak GES kurulması	10%
<b>TOPLAM</b>	<b>100%</b>

## 6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan 12.10.2022 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirket değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

### a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpanları Analizinde, yurt içinde Şirket ile benzer faaliyet alanında iştigal eden şirketler baz alınmıştır. Benzer şirketlerin 12 Ekim 2022 tarihli kapanış verileri ve ilgili tarihte söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablolar baz alınmıştır. Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin; Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK"), Fiyat / Kazanç ("F/K") çarpanları incelenmiştir. 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'ten, F/K çarpanı ise 30'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. Buna ek olarak BİST'te işlem gören şirketler arasından seçilen Elektrik Ürünleri Üreticileri ve BIST-Yıldız Pazar'da işlem gören, piyasa değeri 5,0 milyar TL'nin altındaki seçilmiş sanayi şirketleri dahil edilmiştir.

Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler								
Borsa Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD/FAVÖK	F/K
EMKEL	Emek Elektrik	248	33	281	32	5	8,7	46,9
GEREL	Gersan Elektrik	468	130	598	44	10	13,5	46,5
GESAN	Girişim Elektrik Sanayi	11.983	446	12.429	755	424	16,5	28,2
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	466	57	524	26	10	20,4	48,2
SAYAS	Say Yenilenebilir Enerji	1.599	-9	1.590	101	99	15,8	16,1
SMRTG	Smart Güneş Enerjisi	13.648	68	13.716	166	157	82,8	86,9
ULUSE	Ulusoy Elektrik	10.640	369	11.009	34	-29	327,2	A.D.
Medyan							15,8	22,2
Ağırlıklı Ortalama*		<b>39.052</b>	<b>1.095</b>	<b>40.147</b>	<b>1.158</b>	<b>677</b>	34,7	57,7

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

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

**BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketler (PD< 5 milyar TL)**

Borsa Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD/FAVÖK	F/K
ANGEN	Anatolia Tanı	3.830	-518	3.313	300	534	11,0	7,2
BAGFS	Bagfaş	4.050	580	4.630	1.024	366	4,5	11,1
BARMA	Barem Ambalaj	3.045	274	3.319	290	220	11,4	13,8
BOBET	Boğaziçi Beton	3.006	5	3.011	230	91	13,1	<del>32,9</del>
CEMTS	Çemtas	3.914	198	4.112	865	817	4,8	4,8
DARDL	Dardanel	2.532	721	3.253	185	35	17,6	<del>71,4</del>
EGGUB	Ege Gübre	2.780	104	2.884	371	168	7,8	16,5
EGPRO	Ege Profil	3.553	44	3.598	655	435	5,5	8,2
EGSER	Ege Seramik	2.241	0	2.241	461	448	4,9	5,0
ELITE	Elite Naturel	1.693	12	1.705	172	81	9,9	21,0
ERBOS	Erbosan	3.126	263	3.389	417	354	8,1	8,8
ERCB	Erciyas Çelik Boru	3.908	1.339	5.247	242	57	21,7	<del>68,2</del>
TEZOL	Europap Tezol Kağıt	3.285	157	3.442	250	428	13,8	7,7
GOODY	Good-Year	3.723	387	4.111	847	395	4,9	9,4
KLKIM	Kalekim Kimyevi	4.011	-197	3.814	286	343	13,3	11,7
KAREL	Karel Elektronik	3.518	1.780	5.298	416	51	12,7	<del>69,1</del>
KRVGD	Kervan Gıda	2.930	1.139	4.070	414	195	9,8	15,0
KONKA	Konya Kağıt	4.732	-313	4.419	534	731	8,3	6,5
KRPLS	Koroplast Temizlik	1.315	152	1.467	135	17	10,8	<del>78,3</del>
MEDTR	Meditera Tıbbi	3.349	-297	3.051	200	304	15,2	11,0
TIRE	Mondi Turkey	4.112	722	4.834	674	492	7,2	8,4
PARSN	Parsan	4.172	1.854	6.026	413	304	14,6	13,7
RUBNS	Rubenis Tekstil	1.779	136	1.915	194	151	9,9	11,8
SUNTK	Sun Tekstil	4.746	-78	4.668	565	424	8,3	11,2
TATGD	Tat Gıda	3.639	266	3.905	248	247	15,7	14,7
TRILC	Türk İlaç ve Serum	1.756	283	2.038	35	13	<del>58,4</del>	<del>135,3</del>
Medyan							9,9	11,0
Ağırlıklı Ortalama*		<b>84.745</b>	<b>9.012</b>	<b>93.757</b>	<b>10.425</b>	<b>7.703</b>	9,0	11,0

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket Grubu - Değerleme Yaklaşımı, mn TL	FD/FAVÖK	Ağırlık	F/K	Ağırlık
Elektrik Ürünleri Üreticileri - Seçilmiş Şirketler	3.100	40%	4.026	40%
BİST Yıldız Pazar - Seçilmiş Sınai Şirketler (PD< 5 milyar TL)	2.044	60%	2.004	60%
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>	<b>2.466</b>		<b>2.813</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**b. İndirgenmiş Nakit Akımı**

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoyla ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022 son 6 aylık dönem ve 2023 - 2030 yılları için projekte edilmiştir.

- Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve iş modeli çerçevesinde gelir ve gider kalemlerinin ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden olması nedeniyle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerlerin ABD Doları cinsinden kullanılmasını makul buluyoruz.

- AOSM hesaplamasında Kurumlar Vergisi oranı %20, Beta 1, Risk Primi %6 ve Risksiz Getiri Oranı %9,52 olarak baz alınmış olup %12,08'lik AOSM tarafımızca makuldür. Ayrıca risksiz getiri oranı için 11.05.2047 vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond'unun daha geniş bir dönem aralığını ve mevcut konjonktürü daha iyi yansıtabilmesi adına kapanış verisinin değil son 6 ay ortalama getirisinin baz alınmasını uygun buluyoruz.
- 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 dengeleneceği varsayımı ile projekte edilmiş olup tarafımızca makuldür.
- 2025 ve sonrasında toplam satışlar içinde yurt içi piyasa satışları ve birim satış-maliyet seviyelerinin normalleşmesiyle birlikte net işletme sermayesi hesaplamasında kullanılan ortalama gün sayıları da normalize edilmiş ve negatif işletme sermayesinden pozitif işletme sermayesine geçiş öngörülmüş olup tarafımızca makuldür.
- 2030 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranının %1 olarak alınmasını uygun buluyoruz.

İNA'ya göre Şirket'in değeri **3.116 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

### c. Sonuç

ALFAS için Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %40 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60 ağırlık verilerek 2.925 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değere %20 halka arz iskontosu uygulanarak 2.340 milyon TL piyasa değeri hesaplanmış olup pay başına 58,50 TL değer hesaplanmıştır.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Şirket'in Kırıkkale OSB bölgesinde yeni fabrika yatırımı ile kapasitesi 290,7 MWp'den ~1.290,7 MWp seviyesine yükselecektir. Buradaki kapasite artışının değere enjekte edilebilmesi adına İNA yöntemine %60, Piyasa Çarpanları Analizine %40 ağırlık verilmiş olmasını makul karşılıyoruz.
- Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve iş modeli çerçevesinde gelir ve gider kalemlerinin ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden olması nedeniyle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerlerin ABD Doları cinsinden kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesaplamasında Kurumlar Vergisi oranı %20, Beta 1, Risk Primi %6 ve Risksiz Getiri Oranı %9,52 olarak baz alınmış olup %12,08'lik AOSM tarafımızca makul seviyededir.

- Şirket, özel üretim anlaşmaları, birim satış ve maliyetlerde beklenen değişiklikleri dikkate alarak 2022 2. yarısını, 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 dengeleneceği varsayımı ile projekte edilmiş olup tarafımızca makuldür.
- 2025 ve sonrasında toplam satışlar içinde yurt içi piyasa satışları ve birim satış-maliyet seviyelerinin normalleşmesiyle birlikte net işletme sermayesi hesaplamasında kullanılan ortalama gün sayıları da normalize edilmiş ve negatif işletme sermayesinden pozitif işletme sermayesine geçiş öngörülmüş olup tarafımızca muhafazakar bir yaklaşım sergilendiği görülmüştür.
- 2030 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranının %1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Analizinde şirkete benzer nitelikte SMRTG olmasına karşılık çarpanlarının uç değer olması sebebiyle hesaplama dahil edilmemesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmesini, çarpan değerlerinde uç değerleri elimine edebilmek adına üst bant (FD/FAVÖK çarpanı 25x üstü, F/K çarpanı 30x üstü olan şirketler analize dahil edilmemiştir.) uygulanmasını uygun buluyoruz.
- Şirket değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 58,50 TL olarak hesaplanan halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.