



**Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.  
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin  
Analist Raporu**

**TACİRLER**  
YATIRIM

**08/11/2022**

## İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	2
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	2
3. Şirket Hakkında .....	2
4. Ortaklık Yapısı .....	3
5. Finansal Tablolar .....	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri .....	5
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri .....	5
8. Görüş .....	9

## 1. Raporun Amacı

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

## 2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Satan Ortak	Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	09-10-11 Kasım 2022
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Oransal
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	40.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	6.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	46.000.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	3.200.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	538.200.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20
Tahsisat	Bireysel Yatırımcılar: %60
	Yüksek Başvurulu Yatırımcılar: %25
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %15
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	58,50TL
Taahhütler	Şirket ve Satan Ortaklar için 12 ay süreyle Satmama Taahhüdü vardır.
	2022 mali yılı dahil 5 yıl için dağıtılabılır karın %30'unun nakden dağıtılması hususunda temettü taahhüdünde bulunmuştur.
	Günlük Alım Emri Taahhüdü, Satan Ortaklar adına piyasa şartlarına göre halka arz fiyatı ve/veya altındaki seviyelerden pay alınması ve/veya alım emri girilmesi esasına dayanan bir fiyat destekleme mekanizmasıdır. Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 20 işlem günü süre ile halka arz büyüklüğünün %30'u tutarındaki kaynak ile uygulanacaktır.

Kaynak:Alfa Solar İzahnamesi

## 3. Şirket Hakkında

Şirket, Ankara Ticaret Sicili' ne 304366 ticaret sicil numarası ile 21.10.2011 tarihinde tescil edilmiş ve süresiz olarak kurulmuştur. Şirket, fotovoltaiik güneş paneli üretiminin yanı sıra, yenilenebilir enerji kaynaklarından veya diğerlerinden elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması,

kiralınması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı amacıyla kurulmuştur.

#### 4. Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 40.000.000TL'den 46.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 6.000.000 TL nominal değerli (B) grubu paylar sermaye artışı yoluyla, mevcut pay sahiplerinden Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.'nin sahip olduğu 3.200.000 TL nominal değerli (B) grubu pay ortak satışı yoluyla olmak üzere toplam 9.200.000 TL nominal değerli (B) grubu payların halka arz edilmesi planlanmaktadır. 10.05.2022 tarihli genel kurul toplantısı ve son durum itibarıyla Şirket'in tek ortağı Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.'dir.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)
Alfa Kazan Enerji ve Çevre Yatırımları A.Ş.	A	8.000.000	20	A	8.000.000	17,40
	B	32.000.000	80	B	28.800.000	62,60
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	9.200.000	20
Toplam	A+B	40.000.000	100	A+B	46.000.000	100

Kaynak: Alfa Solar İzahnamesi

#### 5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

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
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>71.725.941</b>	<b>168.667.252</b>	<b>402.667.710</b>	<b>894.659.069</b>
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
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>7.097.179</b>	<b>12.876.433</b>	<b>37.939.568</b>	<b>77.227.609</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>78.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>
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
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>51.211.211</b>	<b>116.403.231</b>	<b>327.295.022</b>	<b>751.591.277</b>
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
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.538.706</b>	<b>7.226.094</b>	<b>4.486.484</b>	<b>2.602.276</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>59.749.917</b>	<b>123.629.325</b>	<b>331.781.506</b>	<b>754.193.553</b>
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	-	-	-	-
<b>Toplam 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: Alfa Solar İzahnamesi

30.06.2022 tarihinde sona eren ara dönem itibarıyla, Şirket'in toplam varlıklarının %92'sini dönen varlıklar oluşturmakta olup, Kaynakların %77,33'ü kısa vadeli yükümlülüklerden, %0,27'si uzun vadeli yükümlülüklerden ve %22,40'si ise özkaynaklardan meydana gelmektedir. Toplam finansal borçlar 30.06.2022 tarihi itibarıyla toplam kaynakların %11'ine toplam yükümlülüklerin de %14'ini oluşturmaktadır.

Şirket'in özkaynakları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.06.2022 tarihlerinde, sırasıyla; 19.073.203 TL (Toplam Kaynakların %24'ü), 57.914.360 TL (Toplam Kaynakların %32'si), 108.825.772 TL (Toplam Kaynakların %25'i), 217.693.125 TL (Toplam Kaynakların %22'si)'dir.

Şirket'in 2019, 2020 ve 2021 yıllık, 2021 ve 2022 6 aylık bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2021	01.01.2022
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	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
<b>Brüt Kar</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>
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>11,21%</b>	<b>19,21%</b>	<b>17,53%</b>	<b>10,70%</b>	<b>17,80%</b>
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
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>12.401.963</b>	<b>41.199.055</b>	<b>16.726.952</b>	<b>6.475.561</b>	<b>91.471.637</b>
<b>Faaliyet Karı Marjı</b>	<b>8,97%</b>	<b>17,65%</b>	<b>3,81%</b>	<b>4,45%</b>	<b>13,10%</b>
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	-
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>12.401.963</b>	<b>41.248.978</b>	<b>14.254.056</b>	<b>3.947.913</b>	<b>97.430.644</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 Faaliyetler 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>
Vergi Gideri (Geliri)	-653.592	-2.563.817	-2.972.550	-1.246.332	7.401.750
<b>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>
<b>Net Dönem Kar Marjı</b>	<b>7,15%</b>	<b>16,63%</b>	<b>11,04%</b>	<b>3,92%</b>	<b>19,89%</b>

Kaynak: İzahname

Şirket'in hasılatı döneminde bir önceki döneme göre %379 artışla 698.405.617 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Brüt kâr marjı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2021, 30.06.2022 ile biten dönemlerde sırasıyla %11,21, %19,21, %17,53, %10,70 ve %17,80 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2019 yılında 9.889.718 TL olan net dönem karı, 2020 yılında %293 artışla 38.823.580 TL'ye, 2021 yılında 2020 yılına göre %25 artışla 48.402.562 TL'ye, 30.06.2022 döneminde ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2332 artışla 138.921.670 TL'ye yükselmiştir. Şirket'in Net kâr marjı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2021, 30.06.2022 dönemlerinde sırasıyla %7,15, %16,63, %11,04, %3,92, %19,89 olarak gerçekleşmiştir.

## 6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Yeni fabrika yapımının sonuçlandırılması ve ek depo yapımı	%15-20
İşletme sermayesi	%10-15
Şirket fabrikalarının elektrik ihtiyacını karşılayacak ve tüketim kadar üretim yapacak GES (güneş elektrik santrali) kurulması	%25-30

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

## 7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

### 7.1. "Çarpan Analizi" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") oranı ve Fiyat/Kazanç ("F/K") oranı kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları, yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları, kullanılmıştır.

Alfa Solar- Özet Veriler	Milyon TL
Net Finansal Borç (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: Fiyat Tespit Raporu

### 7.1.1. Yurt İçi Benzer Şirketler: Elektrik Ürünleri Üreticiler – Seçilmiş Şirketler

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
Gırısım 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	--
<b>Medyan</b>	<b>39.052</b>	<b>1.095</b>	<b>40.147</b>	<b>1.158</b>	<b>677</b>	<b>15,8</b>	<b>22,2</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>						<b>34,7</b>	<b>57,7</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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%	<b>3.563</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 7.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketler: Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri

BIST Yıldız Pazar- Seçilmiş Sınai Şirketleri (PD < 5 mlr TL)	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD/FAVÖK	F/K
Anatolia Tamı	3.830	-518	3.313	300	534	11	7,2
Bagfaş	4.050	580	4.630	1024	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	-	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	395	4,9	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
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
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
<b>Medyan</b>	<b>84.745</b>	<b>9.012</b>	<b>93.757</b>	<b>10.425</b>	<b>7.703</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>						<b>9,0</b>	<b>11,0</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 (PD< 5 mlr TL)	9,9	2.044	50%	11	2.004	50%	2.024

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 7.1.3. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti Sonucu

Şirket Grubu- Değerleme Yaklaşımları	FD/FAVÖK	Şirket Grubu Ağırlık	F/K	Şirket Grubu Ağırlık
Elektrik Ürünleri Üreticileri	3.100	%40	4.026	%40
BİST Yıldız Pazar- Seçilmiş Sınai Şirketleri PD<5 Mlr TL	2.044	%60	2.004	%60
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>	<b>2.466</b>		<b>2.813</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 7.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından yapılan INA Analizinde 2022-2030 yılları için ABD Doları bazlı bir nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Bu çerçevede ABD Doları için hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	
Özkaynak/ (Borç + Özkaynaklar)	65,00%
Borç/ (Borç + Özkaynak)	35,00%
Vergi Oranı	20%
Beta	1
Risksiz Getiri (RF)	9,52%
Piyasa Risk Primi (Rm-Rf)	6,00%
Kredi Faizi (Rd)	7,00%
Özkaynak Maliyeti	15,52%
Borçlanma Maliyeti	5,60%
<b>AOSM</b>	<b>12,08%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Bin ABD Doları	2022T	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Hasılat	130	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
<i>Değişim</i>	<i>165%</i>	<i>106%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>2,6%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Satışların Maliyeti	112,0	239,0	219,9	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5
<b>Brüt Kar</b>	<b>18,20</b>	<b>29,20</b>	<b>25,50</b>	<b>29,60</b>	<b>35,70</b>	<b>35,70</b>	<b>35,70</b>	<b>35,70</b>	<b>35,70</b>
<i>Brüt Marj</i>	<i>14,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>
Faaliyet Giderleri	1,0	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
<b>Faaliyet Karları</b>	<b>17,2</b>	<b>27,7</b>	<b>23,3</b>	<b>27,5</b>	<b>33,5</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>13,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,9%</i>
Amortisman	0,40	0,80	1,00	1,00	1,10	1,10	1,20	1,30	1,20
FAVÖK	17,50	28,50	24,30	28,50	34,60	34,50	34,60	34,70	34,60
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>13,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>9,9%</i>	<i>12,2%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>
Vergi	0,0	0,0	4,0	5,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
<i>Vergi Oranı</i>			<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Yatırımlar	8,4	8,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	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	-19,0	5,8	9,4	11,5	13,5	26,9	26,9	26,9	26,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket Değer Hesaplaması- 30.06.2022	Mn USD
2022 2Y- 2030 Dönemi Değer	58,5
Devam Eden Değer @ 31.12.2030	244,5
Devam Değer @ 30.06.2022	92,6
<b>Firma Değeri</b>	<b>151,1</b>
Net Borç @ 30.06.2022	-16,5
<b>Şirket Değeri</b>	<b>167,6</b>
12.10.2022 TCMB Satış USD / TRY	18,59
<b>Şirket Değeri- Milyon TL</b>	<b>3.116</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 7.3. Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %60, Piyasa Çarpanı analizi %40 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket için Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 2.925 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Söz konusu değere, halka arz iskontosu olarak %20 oranında bir iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 2.340 milyon TL ve pay başı değer de 58,5 TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri Milyon TL	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
<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>		<b>2.925</b>	<b>73,13</b>
Halka Arz İskontosu		20%	
<b>Halka Arz Şirket Değeri</b>		<b>2.340 Milyon TL</b>	<b>58,50 TL</b>

## 8. Görüş

- Alfa Solar'ın Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme için İNA Analizi ve Çarpan Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA Analizi için projeksiyonların ABD Doları bazında hazırlanmasını ve AOSM hesaplamasını uygun bulmaktayız.
- Çarpan analizinde sadece yurtiçi benzer şirketler yerine yurtdışı benzer şirketlere de yer verilmesinin faydalı olacağını düşünmekle birlikte değerlemeye çok fazla etkisi olmayacağını düşünmekteyiz.
- %20 olarak uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan 58,5 TL pay başına değeri, yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.