



---

**ALFA SOLAR ENERJİ SANAYİ VE TİCARET  
ANONİM ŞİRKETİ**

**01.01.2024 - 31.12.2024 DÖNEMİ  
HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS  
ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE  
DEĞERLENDİRME RAPORU**

---

Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi  
Uyarınca Hazırlanmıştır.

17.03.2025

## 1. Genel Bilgiler

Ticari Ünvanı	: ALFA SOLAR ENERJİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
Hukuki Statüsü	: Anonim Şirket
Merkez Adres	: Büyükesat, Mahatma Gandhi Cd. No:74/1 Çankaya/Ankara
Telefon	: 0312 230 32 57
Fax	: 0312 229 78 71
İnternet Adresi	: www.alfasolarenerji.com
E-posta Adresi	: info@alfasolarenerji.com
Kuruluş Tarihi	: 21.10.2011
Faaliyet Konusu	: Fotovoltaik Güneş Paneli Üretimi ve Satışı
Ticaret Sicil Müdürlüğü ve Numarası	: Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü - 304366
İşlem Gördüğü Borsa	: BIST
İşlem Sembolü	: ALFAS
Kayıtlı Sermaye Tavanı	: 4.000.000.000
Çıkarılmış Sermayesi	: 368.000.000

## 2. Raporun Konusu ve Gerekçesi

Alfa Solar Enerji San. Ve Tic. A.Ş.'nin ("Alfa Solar" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi gereğince hazırlanmıştır.

## 3. Açıklamalar

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

## 4. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri

Şirket'in halka arz sürecinde Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi, Deniz Yatırım'ın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 04.11.2022 tarihinde yayınlanarak yatırımcıların bilgisine sunulan 12.10.2022 tarihli fiyat tespit raporunda, şirketimizin ortakların satışı yöntemi ve sermaye artırımını yöntemi ile halka arz edilen paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve şirketimizin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve dünyaca kabul görmüş iki temel yöntem kullanılmıştır:

- Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)
- İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi (Gelir Yaklaşımı)

### Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır.

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Alfa Solar'ın şirket hesaplamasında kullanılan finansal veriler için 30.06.2022 tarihli bilanço verileri ile 01.07.2021 – 30.06.2022 dönemine ilişkin Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır. Alfa Solar paylarının değerinin tespit edilmesinde sanayi şirketleri için yaygın olarak kullanılan Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Kar verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır.

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

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; 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.

Benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") ve Fiyat/Kazanç ("F/K") çarpanları 12.10.2022 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarıda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; 12.10.2022 kapanış tarihinde 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 30,0'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.

### **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)**

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analiz yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplanmış ve buna göre yapılan indirgeme ile 30.06.2022 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç da dikkate alınarak Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analiz yönteminde; 2022 2. Yarıyıl – 2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Şirket tarafından oluşturulan Projeksiyonlar'da; 30.06.2022 tarihi itibarıyla 39,5 Milyon TL harcaması gerçekleştirilen ve tamamlandığında yaklaşık mevcut kapasiteye ~1.000 MWp kapasite artışı sağlayacak yatırımın, verimlilik katkısı, satış hacmine sağlayacağı katkı konularında muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Bunlara ek olarak, paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2019 - 2022/06 dönemleri gerçekleştirmelerine nazaran oldukça muhafazakar bir perspektif ile oluşturulmuştur.

İNA analizi sonucuna göre; 2022 yılı 2. yarısı ile 2023 dönemi yıllık serbest nakit akımları ve 2030 sonrası devam eden değer **%12,08 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve %1,0 devam eden değer büyüme oranına** göre hesaplanan **Şirket Değeri 3.116 Milyon TL'dir.**

## 5. Değerleme Sonucu

Alfa Solar'ın faaliyetleri ve etkileşim içinde olduğu sektörler itibariyle Elektrik Ürünleri Üreticileri kapsamında dikkate alınan şirketlere, Yıldız Pazar'da dikkate alınan şirketlere nazaran daha yüksek benzerlik göstermesine karşın muhafazakar yaklaşım çerçevesinde Elektrik Ürünleri Üreticileri grubuna %40,0, BİST Yıldız Pazar- Seçilmiş Şirketler grubuna %60,0 ağırlık verilmiştir. Buna göre her bir çarpan için hesaplanan değerler ile ağırlıklı ortalama değerler aşağıda yer almaktadır.

Şirket Grubu- Değerleme Yaklaşımı- Milyon TL	FD/FAVÖK	Şirket Grubu Ağırlık	F/K	Şirket Grubu Ağırlık
Elektrik Ürünleri Üreticileri- Seçilmiş Şirketler	3.100	%40,0	4.026	%40,0
BİST Yıldız Pazar- Seçilmiş Sınai Şirketler PD<5 mir TL	2.044	%60,0	2.004	%60,0
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>	<b>2.466</b>		<b>2.813</b>	

Çarpan Analizi çerçevesinde; FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan değerler sırasıyla %50,0 ve %50,0 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile hesaplanan değer aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri Milyon TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	3.116

İNA analizinin Alfa Solar şirket değerini daha yüksek ölçüde işaret ettiği değerlendirilmektedir. Sonuç olarak; muhafazakar yaklaşımla İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %60,0 ağırlık, Çarpan Analizi'ne %40,0 (FD/FAVÖK'e %50,0, F/K'ya %50,0) ağırlık verilerek Şirket Değeri 2.925 milyon TL ve Birim Pay Değeri 73,13 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 2.340 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 58,50 TL olarak belirlenmiştir.

Şirket'in güncel çıkarılmış sermayesi 368.000.000 TL'dir. Son durum itibarıyla halka açıklık oranı %23'tir.

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

## 6. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket'in 2019 – 2022/06 dönemlerine ilişkin gerçekleştirmeleri ile 2022 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonlardan yararlanılmıştır. Tahminler 2030 yılına kadar her yılsonu için yapılmıştır. 2024/12 projeksiyonuna fiyat tespit raporunda USD bazında yer verilmiştir. Bu nedenle 2024 yıl sonu tahminleri, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Döviz Satış kurununun 2024 yılının 12 aylık ortalaması baz alınarak hesaplanmıştır. Ortalama kur olarak 32,8415 alınmıştır. Şirket'in 2024 yılına ait özet projeksiyonları ve gerçekleştirmeleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TL	2024 Yıl Sonu Tahminleri	2024 Yıl Sonu Gerçekleşmeleri	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	8.059.304.100	7.698.292.255	95,5%
Brüt Kar	837.458.250	806.425.166	96,3%
Faaliyet Karı	765.206.950	294.608.920	38,5%
FAVÖK(*)	798.048.450	575.565.213	72,1%

(\*)FAVÖK=Brüt Kar- Genel Yönetim Gid. - Pazarlama Gid. - AR&GE Gid. + Amortisman ve İtfa Giderleri

Buna göre Şirket'in 01.01.2024-31.12.2024 dönemi sonunda:

- Hasılatı, tahmin edilenin %4,5 oranında altında gerçekleşerek 7.698.292.255 TL,
- Brüt karı, tahmin edilenin %3,7 oranında altında gerçekleşerek 806.425.166 TL,
- Faaliyet karı, tahmin edilenin %61,5 oranında altında gerçekleşerek 294.608.920 TL,
- FAVÖK tutarı, tahmin edilenin %27,9 oranında altında gerçekleşerek 575.565.213 TL olmuştur.

**Not: Hasılatın tahmin edilenin altında gerçekleşmesinin nedeni; dünya genelinde hammadde maliyetlerinin azalması nedeniyle dolar bazında satış fiyatının %50 düşmüş olmasıdır.**

**Brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK tutarının tahmin edilenin altında gerçekleşmesinin nedeni; artan rekabet ve küresel enerji sektöründeki yavaşlamadır. Türkiye güneş paneli üretim kapasitesinde yaşanan artış karlılık üzerinde baskı oluştursa da watt cinsinden satışların düşüşüne sebebiyet vermemektedir.**

Saygılarımızla,

**Yunus Esmer**  
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

**Ahmet Ocak**  
Denetim Sorumlu Komite Üyesi