

yarısından 2025 yıl sonuna kadar gerçekleşecek satışları; yurt içinde özel üretim anlaşmaları ve piyasaya satışlar ile yurt dışı piyasalara olmak üzere üç parçadan oluşacaktır. 2026 ve sonrasında ise satışlar; yurt içi ve yurt dışı piyasa satışlarından meydana gelecektir.

Alfa Solar, 2021 ve 2022/06 dönemlerinde sırasıyla %17,5 ve %17,8 olmak üzere yakın seviyelerde brüt kar marjları ile çalışmıştır. 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 dengelenmesi beklenmektedir.

Projeksiyon dönemlerine ait, satış kırılımları, maliyetler, brüt kar ve brüt kar marjları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Panel Satışları</b>	20,9	30,4	44,0	44,1	80,7	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
<i>Panel Satışları - Yurt İçi</i>	20,9	30,4	44,0	44,1	80,7	268,2	245,4	219,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5
<i>Panel Satışları - Yurt Dışı</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,7	58,7	58,7	58,7	58,7	58,7
<b>Ticari Mal Satışlar (Inventor&amp;Diğer)</b>	2,9	2,0	4,8	2,6	2,3								
<b>Diğer</b>	0,5	0,8	0,4	0,2	0,2								
<b>Hasılat</b>	24,3	33,2	49,1	46,9	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
<i>Değişim</i>		36,5%	47,9%			106,1%	-8,5%	-4,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Satışların Maliyeti</b>	21,6	26,8	40,5	38,6	73,4	239,0	219,9	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5
<b>Brüt Kar</b>	2,7	6,4	8,6	8,3	9,8	29,2	25,5	29,6	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
<i>Brüt Marj</i>	11,2%	19,2%	17,5%	17,8%	11,8%	10,9%	10,4%	12,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%

## 7.2.6. Faaliyet Giderleri

Alfa Solar'ın faaliyet giderleri Genel Yönetim ve Pazarlama giderlerinden oluşmaktadır.

Milyon USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Faaliyet Giderleri</b>	0,4	0,5	0,6	0,4	0,6	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
<i>Satışlara Oranı</i>	1,5%	1,5%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
<b>Genel Yönetim</b>	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
<i>Değişim</i>		43,7%	-2,1%	-14,0%		5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Pazarlama</b>	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<i>Satışlara Oranı</i>	0,3%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

### Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka personele ödenen ücret ve benzeri giderlerden meydana gelmektedir ve Türk Lirası bazlıdır. Buna karşın muhafazakar yaklaşımla 2022 yılının ilk yarısında 0,36 milyon USD seviyesinde olan genel yönetim giderleri aynı yılın ikinci yarısı için %50,0 artışla 0,54 milyon USD olarak öngörülmüş, 2023 ve 2024 yıllarında USD bazında sırasıyla %5,0 ve %3,0, 2025 ve sonrasında ise her yıl %2,5 oranında artırılmıştır. Sonuç olarak 2022 yılının ilk yarısı itibarıyla 0,4 milyon USD ile satışlara oranı %0,8 olan genel yönetim giderleri, yeni fabrika yatırımı ile sağlanacak olan verimlilik muhafazakar yaklaşım

gereği sınırlı düzeyde dikkate alınarak, 2030 itibarıyla satışların %0,5'ine karşılık gelen 1,1 milyon USD seviyesine yükseltilmiştir.

### **Pazarlama Giderleri**

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler yüksek talep görmektedir. Piyasadaki yüksek talep ve fabrika teslim uygulaması nedenleriyle Şirket, bugüne kadar düşük pazarlama giderlerine katlanmıştır. Bununla birlikte Nisan 2023 itibarıyla 290,7 MWp/yıl'dan 1.290,7 MWp/yıl'a yükselecek olan kapasite, arz-talep seviyelerinde meydana gelebilecek değişiklikler ile 2025 ve sonrası için planlanan yurt dışı satışlar dikkate alınarak 2022 itibarıyla satışlara oranı %0,1 seviyesinde olan pazarlama giderlerinin satışlara oranı, 2024 ve sonrasında %0,5 seviyesine yükseltilmiştir.

Sonuç itibarıyla 2022 yılı için 1,0 milyon USD ile satışların %0,8'ine karşılık ön görülen Faaliyet Giderleri, muhafazakar yaklaşımla yeni fabrikanın yaratacağı verimlilik artışları sınırlı düzeyde dikkate alınarak 2030 itibarıyla 2,3 milyon USD ile satışların %1,0'i olarak dikkate alınmıştır.

### **7.2.7. FAVÖK ve FAVÖK Marjı**

Alfa Solar'ın 2019 – 2022/06 dönemlerine ilişkin gerçekleştirmeleri ile 2022 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Satış hacimleri, birim satış ve maliyetler ile faaliyet giderleri bölümlerinde detaylı olarak açıklanan projeksiyonlar sonucu ulaşılan Faaliyet Karı'na, Şirket'in mevcut varlıkları ve gelecek dönem yatırımları üzerinden hesaplanan amortismanların eklenmesi ile "faiz amortisman vergi öncesi kar" seviyelerine ulaşılmıştır. Şirket tarafından "net kar" seviyesine odaklanılarak mali performans yönetimi gerçekleştirilmesi ve projeksiyonların USD bazında hazırlanmış olması nedenleriyle; büyük bölümü kur farkı gelirlerinden meydana gelen Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve tamamına yakını kur farkı gelir giderlerinden oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gider kalemleri FAVÖK hesabında dikkate alınmamıştır.

Buna göre Şirket'in 2020 – 2021 ve 2022/06 dönemlerinde sırasıyla %18,3, %16,9 ve %17,1 seviyelerinde seyreden FAVÖK marjlarının, 2025 yılına kadar daralacağı 2025 ve sonrasında ise %14,4 seviyesinde devam edeceği öngörülmüştür.

Milyon USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2022T
Hasılat	24,3	33,2	49,1	46,9	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2	130,2
<i>Değişim</i>		36,5%	47,9%			106,1%	-8,5%	-4,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	164,9%
Satışların Maliyeti	21,6	26,8	40,5	38,6	73,4	239,0	219,9	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	204,5	112,0
Brüt Kar	2,7	6,4	8,6	8,3	9,8	29,2	25,5	29,6	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	18,2
<i>Brüt Marj</i>	11,2%	19,2%	17,5%	17,8%	11,8%	10,9%	10,4%	12,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,0%
Faaliyet Giderleri	0,4	0,5	0,6	0,4	0,6	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	1,0
Faaliyet Karı	2,4	5,9	8,1	8,0	9,2	27,7	23,3	27,5	33,5	33,4	33,4	33,4	33,4	17,2
<i>Marj</i>	9,7%	17,7%	16,4%	17,0%	11,1%	10,3%	9,5%	11,7%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,2%
Amortismanlar	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	0,4
FAVÖK	2,5	6,1	8,3	8,0	9,5	28,5	24,3	28,5	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	17,5
<i>Marj</i>	10,3%	18,3%	16,9%	17,1%	11,4%	10,6%	9,9%	12,2%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	13,5%

## 7.2.8. Net İşletme Sermayesi

Alfa Solar, üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünlerin yüksek talep görmesi ve piyasadaki arz-talep dengesini gözeterek; ticari alacaklar, stoklar, verilen sipariş avansları, ticari borçlar ve alınan sipariş avansları kalemlerinden oluşan bir işletme sermayesi modeli uygulamaktadır. Buna göre Şirket; müşterilerinden sipariş aşamasında satış tutarının belirli bir oranında sipariş avansı tahsil etmekte, geriye kalan bakiyeyi ise ağırlıklı olarak mal sevkiyatı öncesi tahsil etmektedir. Hammadde ve üretim malzemeleri tedarikini oluşturan piyasa şartlarını takip ederek kısmen vadeli kısmen ise verilen avanslar vasıtasıyla tedarik eden Şirket, üretimin aksamaması için güvenli stok seviyelerini gözetmektedir. Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere Alfa Solar, uyguladığı politika sonucu negatif işletme sermayesi ile çalışmaktadır. Bununla birlikte artan kapasite ve gelecek dönem piyasa şartları muhafazakar yaklaşımla değerlendirilerek projeksiyon süresi içinde işletme sermayesinin 2022 yıl sonu itibarıyla pozitif döneceği ve kademeli olarak artacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda 2019 – 2022/06 dönemleri itibarıyla gerçekleşen işletme sermayesi hesabı tutarları yer almaktadır.

İşletme Sermayesi - Mn TL	2019	2020	2021	2022 1Y
A- Ticari Alacaklar (+)	35	53	52	54
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	8	58	177	421
C- Ticari Borçlar (-)	34	48	243	393
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	12	57	67	242
Net İşletme Sermayesi	-2	5	-82	-160

2019 – 2022/06 dönemleri itibarıyla Şirket'in **Ticari Alacak** bakiyesinin iş hacmine oranla nispeten düşük seviyede seyrettiği değerlendirilmektedir. 2019 yılında 93 gün olarak hesaplanan ticari alacak tahsil süresi kademeli olarak kısalarak 2022/06 itibarıyla 14 gün olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında 31 gün olarak hesaplanan **Alınan Sipariş Avansları** süresi 2022/06 itibarıyla 63 güne yükselmiştir.

Şirket'in ürettiği ürünlerin yüksek talep görmesi ve yüksek kapasite ile çalışılması nedenleriyle aralıksız üretimin sağlanması amacıyla güvenli hammadde-üretim malzemesi **stok** seviyeleri ile çalışılmaktadır. Şirket, üretimde kullandığı hammadde ve malzemelerin tedarikini piyasa şartlarını takip ederek vadeli ve/veya avans ödemeleri ile sağlamaktadır. Bu itibarla stok alımlarına ilişkin (**verilen**) **sipariş avansları** da vermektedir. Artan iş hacmi ile birlikte Şirket'in 2019 yılında 24 gün seviyesinde olan Stok tutma ve Verilen Sipariş Avansları süresi 2021 yılında yaşanan kur artışlarının da etkisiyle 178 güne yükselmiştir. 2022/06 itibarıyla söz konusu süre 133 gün seviyesindedir.

Şirket, üretimde kullandığı hammadde ve üretim malzemelerinin önemli bölümünü vadeli olarak tedarik etmektedir. 2019 yılında 100 gün seviyesinde olan **Ticari Borç** ödeme süresi, 2021 yılında meydana gelen yükselişten sonra 2022/06 itibarıyla 124 gün seviyesinde gerçekleşmiştir.

Geçmiş dönemler itibarıyla gerçekleşen işletme sermayesi hesapları süreleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi - Gün	2019	2020	2021	2022 1Y
A- Ticari Alacaklar (+)	93	82	43	14
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	24	112	178	133
C- Ticari Borçlar (-)	100	92	246	124
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	31	90	56	63

Şirket tarafından; piyasa şartları, arz-talep dengesi, özel üretim anlaşmaları, yurt içi ve yurt dışı piyasa satışları değerlendirilerek 2022 yılının ikinci yarısı – 2030 dönemine ait işletme sermayesi hesaplarına ilişkin sürelerle aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. Buna göre 2022 – 2025 döneminde yapılacak güneş paneli satışlarının önemli kısmını oluşturacak özel üretim anlaşmalarının etkileri de dikkate alınarak;

2021’de 43 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 14 güne gerileyen **Ticari Alacak** tahsil süresi 2022 yılı için 12 gün olarak öngörülmüş, gelecek dönemlerde kademeli olarak artırılarak 2025 yılı sonrası için 40 gün olarak öngörülmüştür.

2021’de 178 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 133 güne gerileyen **Stok tutma ve Verilen Sipariş Avansları** süresi 2022 yılı için 109 gün olarak öngörülmüş takip eden 2 yıl 114 gün olarak dikkate alınırken 2025 ve sonrasında 130 gün olarak öngörülmüştür.

2021’de 56 gün olan ve 2022/06 itibarıyla 63 gün olarak gerçekleşen **Alınan Sipariş Avansları** süresi 2022 yılı için 41 gün olarak dikkate alınmış izleyen yıllarda kademeli olarak azaltılarak 2026 ve sonrasında 10 gün olarak dikkate alınmıştır.

İşletme Sermayesi - Gün	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
A- Ticari Alacaklar (+)	93	82	43	14	12	18	26	40	40	40	40	40	40
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	24	112	178	133	109	114	114	130	130	130	130	130	130
C- Ticari Borçlar (-)	100	92	246	124	49	53	53	60	60	60	60	60	60
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	31	90	56	63	41	38	29	30	10	10	10	10	10

Yukarıdaki tablo ve açıklamalardan görüleceği üzere Şirket tarafından oluşturulan işletme sermayesi projeksiyonları muhafazakar yaklaşım çerçevesinde 2022/06 dönemine göre önemli ölçüde revize edilerek mevcut durumdaki negatif işletme sermayesi pozisyonundan pozitif işletme sermayesi seviyesine geçiş öngörülmüştür.

Yukarıda yer alan süreler ile Şirket’in ilgili dönem Hasılat ve Satışların Maliyeti seviyelerine göre hesaplanan USD cinsinden işletme sermayesi tutar ve ihtiyaçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi - Mn USD	2019	2020	2021	2022 1Y	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
A- Ticari Alacaklar (+)	6	7	4	3	5	13	18	26	26	26	26	26	26
B- Stok ve Verilen Sipariş Avansları (+)	1	8	13	25	44	74	69	73	73	73	73	73	73
C- Ticari Borçlar (-)	6	6	18	24	20	34	32	34	34	34	34	34	34
D- Alınan Sipariş Avansları (-)	2	8	5	15	19	28	19	19	7	7	7	7	7
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
NIS İhtiyacı					20	15	10	11	13	0	0	0	0

## 7.2.9. Yatırım Harcamaları

Alfa Solar, en güncel teknolojik gelişmeleri üretim süreçlerine dahil etmek ve artan talebe cevap vermek amacıyla kuruluşundan bu yana düzenli olarak yatırımlarını devam ettirmektedir. Şirket, ilk fabrikasında sahip olduğu 290,7 MWp/yıl üretim kapasitesine ek olarak 2. Faz'ı devam eden yeni fabrika yatırımı ile Nisan 2023 itibarıyla 1.290,7 MWp/yıl güneş paneli üretim kapasitesine ulaşmayı hedeflemektedir. Söz konusu yatırımın 1. Faz'ı Ekim 2022 itibarıyla tamamlanmış ve üretim kapasitesi yıllık 790,7 MWp'ye ulaşmıştır. Devam eden 2. Faz kapsamında fabrika inşaatı büyük ölçüde tamamlanmış, depo ve üretim hattı yatırımları devam etmektedir. Buna göre; tamamlanan 1. Faz ve devam eden 2. Faz kapsamında 2022 yılının 2. yarısı için öngörülen toplam yatırım harcaması 8,4 milyon USD, 2023 yılı için ise 8,0 milyon USD'dir. Şirket, Nisan 2023 itibarıyla tamamlanacak ve en yeni teknolojiye sahip olacak üretim hattına ek olarak 2024 ve sonrasında, her yıl %1,0 oranında artacak yıllık 1,0 milyon USD (2024 öngörüsüdür) tutarında yatırım harcaması öngörmektedir. Buna göre projeksiyon döneminde yapılması öngörülen toplam yatırım harcaması 23,6 milyon USD'dir. Buna karşın muhafazakar yaklaşımla ilgili dönemde nakit akışlarında dikkate alınan toplam amortisman tutarı 9,0 milyon USD seviyesindedir.

## 7.2.10. Vergi

Şirket'in Kırıkkale OSB'de devam eden yatırımları kapsamında yatırım teşvik belgesi bulunmaktadır. Söz konusu belge kapsamında Şirket, 30.06.2022 itibarıyla kurumlar vergisinden indirebileceği tutarın yaklaşık 137 milyon TL seviyesinde olduğunu öngörmektedir. Söz konusu kurumlar vergisi indirimi, 2022 – 2023 ve 2024 yılı vergi tutarlarına yansıtılmıştır.

## 7.2.11. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$\text{AOSM} = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM	Değer	Açıklama
E / (E+D)	65%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	35%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	20,0%	Kurumlar Vergisi Oranı
β - Beta	1,00	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Risksiz Getiri (Rf)	9,52%	11/05/2047 vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond son 6 ay ortalama getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	6,00%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	7,00%	Şirket / Piyasa öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	15,52%	$rf + \beta * (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	5,60%	$Rd * (1 - T)$
<b>AOSM</b>	<b>12,08%</b>	<b><math>[E / (E + D) * Ke] + [D / (E + D) * Kd]</math></b>

Risksiz Getiri (Rf) olarak 11.05.2047 Vadeli US900123CM05 Türkiye Cumhuriyeti Eurobond Son 6 ay ortalama getirisi dikkate alınmıştır. Söz konusu eurobondun 11.04.2022 - 12.10.2022 arasında günlük getiri ortalaması %9,52'dir.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %50 - %6.0 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %6.0 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta –  $\beta$  değeri olarak 1.00 olarak dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak; Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan **Sermaye Maliyeti %15,52'dir.**

Şirket'in, rapor tarihi itibarıyla finans kuruluşlarından alınan kredi teklifleri ve piyasa rayiçleri değerlendirilerek, %7.00 oranı ile finansal borçlanma imkânına sahip olduğu öngörülmüştür. Borçlanma Faizi %7.00 ve kurumlar vergisi oranı %20,00 olarak öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in vergi sonrası **Borçlanma Maliyeti %5.60'tur.**

30.06.2022 tarihli bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara göre Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %65 ve %35'tir. Bununla birlikte Şirket, devam eden ve toplamda yaklaşık 16,4 milyon USD maliyetle tamamlanacak olan yeni tesis ve depo yatırımları ve gelecek dönemde beklenen işletme sermayesi ihtiyaçları için kredi kullanmayı planlamaktadır. Bu nedenle Özkaynak – Finansal Borç dengesinin Finansal Borçlar lehine değişmesi beklenmektedir. Finansal borçların ağırlığının artmasıyla meydana gelecek değişiklik, AOSM üzerinde aşağı yönlü etki yaratacak olmakla birlikte AOSM hesaplamasında muhafazakar yaklaşımla hedef Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları yerine Şirket'in mevcut Özkaynak – Finansal Borç dengesi dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti'nin mevcut Özkaynak – Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılmasıyla **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %12,08** olarak hesaplanmaktadır.

## 7.2.12. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan Serbest Nakit Akımlarının, projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

Şirket'in bulunduğu sektör, ürettiği ürünlerin niteliği ve bunlara olan talebe etki eden faktörler dikkate alındığında 2030 ve sonrasındaki nakit akışlarının asgari ABD enflasyonu (*uzun vadede %1,6 - %2,0 aralığı*<sup>2</sup>) oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030 sonrası için devam eden değer büyüme oranı %1,0 olarak dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımları - Mn USD	2022 2Y	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FAVÖK	9,5	28,5	24,3	28,5	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Vergi	0,0	0,0	4,0	5,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Vergi Oranı			20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Yatırımlar	8,4	8,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Değişim				1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	20,1	14,7	9,9	10,5	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Serbest Nakit Akımı	-19,0	5,7	9,4	11,5	13,5	26,9	26,9	26,9	26,8

Şirket Değer Hesaplaması - 30.06.2022	Mn USD
(1) 2022 2Y - 2030 Dönemi Değer - 30.06.2022	58,5
Devam Eden Değer - 31.12.2030	244,5
(2) Devam Eden Değer - 30.06.2022	92,6
(1+2) Firma Değeri	151,1
(3) Net Borç (Nakit) 30.06.2022	-16,5
(1+2-3) Şirket Değeri	167,6
12.10.2022 TCMB Satış USD/TRY	18,59
Şirket Değeri - Milyon TL	3.116

Net Finansal Borç (Nakit) - 30.06.2022	Mn TL	Mn USD*
Finansal Borçlar (+)	112,7	6,8
Diğer Borçlar (+)	2,8	0,2
Nakit ve Benzerleri (-)	243,3	14,6
Finansal Yatırımlar (-)	128,6	7,7
İlişkili Taraf Diğer Alacaklar (-)	18,7	1,1
Net Finansal Borç (Nakit)	-275,1	-16,5

\* 30.06.2022 TCMB Satış USD/TRY 16,6914 -

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

## 8. Sonuç

Değerleme çalışmasında yurt içi benzer şirket setleri için PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanları ile hesaplanan değerler aşağıda yer almaktadır. Her bir çarpan yöntemi için değer hesaplaması yapılırken Elektrik Ürünleri Üreticileri – Seçilmiş Şirketler ile piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki Yıldız Pazar'da işlem gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri eşit ağırlıklandırılmıştır. Bununla birlikte Şirket ile faaliyetleri büyük ölçüde benzerlik gösteren tek şirket olan Smart

<sup>2</sup> Kaynak: FOMC, Eylül 21, 2022 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab092022.pdf>

Güneş yüksek çarpanlarının kullandığımız uç değerleri aşması nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınamamıştır.

Yukarıda anılan şirket grupları bazında, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerleri değerlendirilmiş, Alfa Solar'ın faaliyetleri ve etkileşim içinde olduğu sektörler itibarıyla 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 Şirketleri PD<5 mlr TL	2.044	%60,0	2.004	%60,0
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>		<b>2.466</b>		<b>2.813</b>

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

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ile hesaplanan değer aşağıda yer almaktadır:

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri Milyon TL
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi</b>	<b>3.116</b>

Yukarıda da açıklandığı üzere, Şirket ile benzer faaliyetlere sahip olan tek şirket durumundaki Smart Solar'ın yüksek çarpanları nedeniyle çarpan analizi yöntemine dahil edilememesi değerlendirildiğinde, İNA analizinin Alfa Solar şirket değerini daha yüksek ölçüde işaret ettiği değerlendirilmektedir. Sonuç olarak; muhafazakar yaklaşımla İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %60 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.

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>
<b>Halka Arz İskontosu</b>		<b>% 20,0</b>	
<b>Halka Arz Şirket Değeri</b>		<b>2.340 Milyon TL</b>	<b>58,50 TL</b>