

## Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") tarafından Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Alfa Solar" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### 1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	9-10-11 Kasım 2022
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	40.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.000.000 TL
Ortak Satışı	3.200.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,00
Halka Arz Satış Fiyatı	58,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	538.200.000 TL

Ortağın Unvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
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	-	-	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>

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır. Sermaye artırımı yolu ile elde edilecek fonun kullanım yerleri aşağıdaki şekilde detaylandırılmıştır:

**a) Yeni Fabrika Yatırımının Sonuçlandırılması ve Ek Depo Yapımı:** Yeni fabrika yatırımı ile birlikte, kapasitede 1000 MWp artış beklenmektedir. Şirket, 03.10.2022 itibarıyla Yeni Fabrika yatırımının birinci faz yatırımlarını (500 MWp) tamamlamış ve üretime başlamıştır. İlk faz ve fabrika inşaatı tamamen özkaynak ile finanse edilmiş ve ikinci fazın

tamamlanması için halka arzdan gelen fonun kullanılması planlanmaktadır. İkinci faz olan 500 MWp'nin Mart 2023'te devreye girmesi ve Nisan 2023'te tam kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir. Dolayısıyla Nisan 2023 itibarıyla yıllık kapasitenin 1290,70 MWp olması hedeflenmektedir. Ayrıca Şirket ikinci fazın devreye girmesiyle iki fabrikasının da bulunduğu Kırıkkale 1. OSB içerisinde artan depo ihtiyacı sonucunda depo yatırımı yapacaktır. Halka arz gelirlerinin %45'inin bu iki yatırıma (ve söz konusu %45'lik bölümünün yaklaşık %15-20'sinin depo yatırımı için ve geri kalan yaklaşık %80-85'lik bölümünün de yeni fabrikanın ikinci faz yatırımı için) kullanılması planlanmaktadır.

**b) İşletme Sermayesi:** Şirket, yeni yatırımı ile ciddi bir kapasite artışına gitmektedir. Artan üretim ve satış hacmi, güçlü işletme sermayesi gerektirmektedir. Satın alma gücünün korunması adına Şirket halka arz gelirlerinin %45'ini işletme sermayesini güçlendirmek için kullanmayı planlamaktadır. Şirket, satın alımlarını vadeli akreditiflerle yaptığı için işletme sermayesi güçlendirmesi ile bankalardaki kredibilitesini de artırmayı planlamaktadır.

**c) Şirket fabrikalarının elektrik ihtiyacını karşılayacak ve tüketim kadar üretim yapacak GES (güneş enerjisi santrali) kurulması:** Şirket, son yönetmeliklerin izin verdiği kapsamda kendi ürettiği güneş panellerini kullanarak öz tüketime yönelik çatı ve arazi üzerine GES kurulumu yapmayı planlamaktadır. Bu kapsamda halka arz gelirinin %10'unu kullanmayı planlamaktadır.

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, Ekim 2011'de Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile güneş enerjisinden elektrik üretebilen fotovoltaik güneş panellerini Türkiye'de üretmek üzere kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerinin satışlarıdır.

2013 yılında Kırıkkale OSB bölgesinde 10.000 metrekare arsa üzerine kurulu 5.400 metrekare kapalı alana sahip Ana Fabrika'nın inşaatı ve makine parkurunun proje ve dizaynı tamamlanmıştır. 2014 yılında deneme üretimlerinin ardından seri üretime geçilmiş ve sektörün genel kabul gören ucuz maliyetli teknolojisi olan polikristal güneş panelleri üretilmeye başlanmıştır.

Şirket, 2015 yılında ilk defa 100 kWp üzeri siparişler almaya başlamış ve YEKDEM tarifesiyle yatırım yapmak isteyen özel sektör ve kamu kuruluşlarını müşteri portföyüne katmıştır. 2017 yılında yeni makine parkuru ile yıllık üretim kapasitesi 93,2 MWp'ye yükselmiştir. Piyasada ağırlıklı olarak talep gören polikristal ve monokristal hücrelerle iki farklı hücre teknolojisine sahip müşterilerine panel tedariki sağlamıştır. Yeni müşteri portföyü ve sektörün büyümesi ile Şirket 3 vardiya ile çalışmaya başlamıştır. Yine aynı yıl içerisinde Şirket, hücre tedarikinde dünyanın en büyük hücre üretim firmalarından Tongwei ile anlaşma yapmış ve günümüze kadar ticari ilişkisini sürdürmüştür.

2018 yılında Şirket üretim hattı otomasyonunu artırmaya başlamış ve artan taleple beraber 2019 yılında 88 MWp gücünde 277 bin adet panel üretmiştir. 2020 yılında artan talep sebebiyle ikinci defa kapasite artışına gidilmiş ve 186,4 MWp/yıl kapasiteye ulaşılmıştır. Şirket, hali hazırda üretilen ürünlere ek olarak monokristal PERC hücreler ve half-cut hücre teknolojisi kullanılan güneş panelleri üretimine başlamıştır.

Ana Fabrika alanının yeterli gelmemesi nedeniyle 2021 yılında yine Kırıkkale OSB bölgesinde 22.000 metrekarelik yeni bir fabrika inşaatına başlanmıştır. Ek olarak, 2021 yılı itibarıyla Türkiye'nin büyük enerji şirketlerine fason üretim kararı alınmıştır. Yeni Fabrika'nın inşaatının ve projenin her iki fazının da tamamlanması sonucunda yıllık 290,70 MWp olan üretim kapasitesinin yaklaşık 1.290,70 MWp'ye ulaşması hedeflenmektedir. Projenin birinci fazı Ekim 2022 itibarıyla tamamlanmış ve yıllık üretim kapasitesi 790,7 MWp'ye yükselmiştir. İkinci fazın ise Nisan 2023'te tamamlanması ve yatırım kapsamında inşa edilen depo ile birlikte verimliliğin artırılması planlanmaktadır.

## Faaliyetler Hakkında Bilgi

### Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler

Şirket üretim faaliyetlerini Kırıkkale OSB bölgesinde bulunan 10.000 metrekare alan üzerinde kurulu toplamda 5.400 metrekare kapalı alana sahip Ana Fabrika'da gerçekleştirmektedir. Maksimum verimde 290,70 MWp üretim yapılabilmektedir. Yeni Fabrika yatırımı tamamlandığında kapasitenin 1.290,70 MWp'ye ulaşması hedeflenmektedir. Alfa Solar, birçok farklı hücre teknolojisiyle ve boyutlarıyla üretilen, farklı boyut ve enerji üretim değerlerine sahip fotovoltaik güneş panelleri üretimini gerçekleştirmektedir. Şirket yıllar içinde değişim gösteren sektör dinamiklerine uygun olarak ürettiği ürünlerde değişime gitmiştir. 2014-2018 yılları arasında maliyet avantajına sahip olan polikristal hücrelerle, 2018-2020 yılları arasında monokristal hücrelerle üretim yapılırken, 2020 yılından sonra ise monokristal PERC teknolojisi yaygınlık kazanmıştır.

2019, 2020, 2021 ile 2021/06 ve 2022/06 dönemleri itibarıyla Şirket'im üretim ve satış miktarları hücre tipi bazında aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Güneş Panelleri (Wp)	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
<b>Üretim Miktarı</b>	<b>87.981.075</b>	<b>108.013.575</b>	<b>150.419.930</b>	<b>59.422.000</b>	<b>109.889.932</b>
Full-Cell	87.981.075	108.013.575	131.252.187	59.422.000	40.234.035
Half-Cut Cell	-	-	19.167.743	-	69.655.897
<b>Satış Miktarı</b>	<b>76.197.450</b>	<b>104.658.153</b>	<b>140.269.820</b>	<b>61.634.265</b>	<b>118.370.111</b>
Full-Cell	76.197.450	104.658.153	122.395.487	61.634.265	43.338.886
Half-Cut Cell	-	-	17.874.333	-	75.031.225

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

### Üretim Süreçleri

Alfa Solar tarafından üretilen güneş panelleri, karmaşık bir üretim sürecinden geçmekte ve tam otomasyon sağlanmış üretim hatlarında birçok kalite kontrol noktasından geçerek üretilmektedir. Fotovoltaik güneş panelleri, alüminyum çerçeve, cam, enkapsülant-EVA, fotovoltaik hücreler, çerçeve ve bağlantı kutusu gibi bileşenlerden oluşmaktadır. Bu bileşenler çeşitli yurt içi ve yurt dışı tedarikçilerden satın alınmaktadır. Cam, çerçeve ve bağlantı kutusu ağırlıklı olarak yerli firmalardan tedarik edilmektedir. FV hücre, EVA, arka tabaka, silikon ve iletken tel ise çeşitli ülkelerden ithal edilmektedir. FV hücreler dünyanın en önemli üreticilerinden biri olan Tongwei'den tedarik edilmektedir.

**Ürün Satışları**

Alfa Solar, yurt içinde ve yurt dışında, %90'dan fazlası üretimden satışlardan oluşan güneş panelleri satışı gerçekleştirmektedir. Bunun dışındaki satışlar, ticari mal olarak sınıflanan ve tamamına yakını invertör olarak adlandırılan ürünün satışlarından oluşmaktadır. Satışların %95'inden fazlası yurt içi pazarda gerçekleşmiştir. Satışlar direkt olarak gerçekleştirilmekte, bayilik ya da distribütörlük kanalı kullanılmamaktadır. Şirket brüt satışlarının 2022/06 itibarıyla yaklaşık %1,9'unu oluşturan yurt dışı satışlar genellikle Afrika ülkelerine fason ve Suriye'ye kendi markasıyla satış olarak gerçekleşmiştir.

Güneş Panelleri (Wp)	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
<b>Satış Miktarı</b>	<b>76.197.450</b>	<b>104.658.153</b>	<b>140.269.820</b>	<b>61.634.265</b>	<b>118.370.111</b>
Yurtiçi	73.598.728	104.162.538	138.537.126	60.501.936	115.537.763
İhracat	2.598.722	495.615	1.732.694	1.132.329	2.832.348
<i>İhracat Payı</i>	<i>%3,41</i>	<i>%0,47</i>	<i>%1,24</i>	<i>%1,84</i>	<i>%2,39</i>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Alfa Solar 2021 yılından itibaren Türkiye'nin önemli sanayi kuruluşlarına fason üretim hizmeti sunmaya başlamıştır. Söz konusu anlaşmalar dikkate alınarak devam eden yatırımlar ile ulaşacağı yeni kapasitesinin 2 yıl boyunca yaklaşık %65'ini bu şirketlere ayırmayı planlamış ve bu sayede satış baskısını azaltarak tam kapasite üretim yapmayı hedeflemiştir.

**Mali Tablolar**

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ile 30.06.2021 ve 30.06.2022 ara dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Net Satışlar	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>%11,2</b>	<b>%19,2</b>	<b>%17,5</b>	<b>%10,7</b>	<b>%17,8</b>
Faaliyet Karı	12.401.963	41.199.055	16.726.952	6.475.561	91.471.637
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>%9,0</i>	<i>%17,6</i>	<i>%3,8</i>	<i>%4,4</i>	<i>%13,1</i>
<b>Dönem Karı</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 Kar Marjı</b>	<b>%7,2</b>	<b>%16,6</b>	<b>%11,0</b>	<b>%3,9</b>	<b>%19,9</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ile 30.06.2022 ara dönemine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Dönen Varlıklar	71.725.941	168.667.252	402.667.710	894.659.069
Duran Varlıklar	7.097.179	12.876.433	37.939.568	77.227.609
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>78.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.211.211	116.403.231	327.295.022	751.591.277
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.538.706	7.226.094	4.486.484	2.602.276
Özkaynaklar	19.073.203	57.914.360	108.825.772	217.693.125
Ödenmiş Sermaye	3.250.000	3.250.000	40.000.000	40.000.000
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>72.823.120</b>	<b>181.543.685</b>	<b>440.607.278</b>	<b>971.886.678</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

### 3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin 2022 – 2030 yılları arasındaki serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içinde faaliyet gösteren benzer şirketler ve yurtiçinde faaliyet gösteren seçilmiş sanayi şirketleri gruplandırılmış olup Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akışı analizi %60 ve Çarpan Analizi %40 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

Yapılan projeksiyonlarda 2022 – 2030 yılları arasında satışların ürün ve yurt içi/yurt dışı kırımları gösterilmiştir.

Satışlar (mn, USD)	2022 2Y	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Panel Satışları	80,7	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
Panel Satışları - Yurt İçi	80,7	268,2	245,4	219,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5
Panel Satışları - Yurt Dışı	0,0	0,0	0,0	14,7	58,7	58,7	58,7	58,7	58,7
Ticari Mal ve Satışlar	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hasılat	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Projeksiyon döneminde 2022 2. yarıyıl, 2023 ve 2024 yılları için brüt kar marjlarında bir miktar düşüş beklenmekte, 2025 ve sonrasında ise brüt kar marjlarında dengelenme öngörülmektedir.

mn, USD	2022 2Y	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
Brüt Kar	9,8	29,2	25,5	29,6	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
Brüt Kar Marjı	%11,8	%10,9	%10,4	%12,7	%14,9	%14,9	%14,9	%14,9	%14,9
FAVÖK	9,5	28,5	24,3	28,5	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
FAVÖK Marjı	%11,4	%10,6	%9,9	%12,2	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4
FVÖK	9,2	27,7	23,3	27,5	33,5	33,5	33,4	33,3	33,4
FVÖK Marjı	%11,1	%10,3	%9,5	%11,7	%13,9	%13,9	%13,9	%13,9	%13,9

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

İNA çalışması şirketin 2022- 2030 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, USD	2022 2Y	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	83,2	268,2	245,4	234,1	240,2	240,2	240,2	240,2	240,2
Satışların Değişimi		%106,1	-%8,5	-%4,6	%2,6	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Amortisman	0,3	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2
FAVÖK	9,5	28,5	24,3	28,5	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Dönem Vergi Gideri	0,0	0,0	4,0	5,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Yatırım Harcamaları	-8,4	-8,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Net İş. Ser. Değ	20,1	14,7	9,9	10,5	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Serbest Nakit Akımları	-19,0	5,7	9,4	11,5	13,5	26,9	26,9	26,9	26,8
Sonsuz Büyüme SNA Bugünkü Değeri	58,5								
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	92,6								
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	-								
<b>Firma değeri</b>	<b>151,1</b>								
Net Finansal Borç	- 16,5								
Toplam Özsermaye değeri	167,6								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Değerleme çalışmasında 11.05.2047 vadeli T.C. Eurobond'un son 6 aylık ortalama getirisi olan %9,52 risksiz faiz oranı, %6,0 piyasa risk primi ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak %12,08 AOSM oranına ulaşılmıştır. Sonsuz büyüme oranı ise %1,0'da tutulmuştur.

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı (Türkiye Eurobond 25 yıl)	%9,52
Hisse Risk Primi	%6,0
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	%15,52
Borç Maliyeti	%7,0
Vergi Oranı	%20,0
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	%5,6

Borç Oranı	%35,0
AOSM	%12,08
Sonsuz Büyüme Oranı	%1,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

### Çarpan Analizine ilişkin;

Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları hesaplanmıştır.

BİST'de işlem gören Elektrik ürünleri üretici şirketleri grup 1 olarak beraber ele alınmıştır. Çarpan analizinde şirketlerin 30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık döneme ait çarpan değerleri kullanılmıştır.

Grup 1 Benzer Şirketler	Ülke	FD/FAVÖK 12A22	F/K 12A22
Emek Elektrik	Türkiye	8,7	46,9
Gersan Elektrik	Türkiye	13,5	46,5
Girişim Elektrik	Türkiye	16,5	28,2
Manas Enerji	Türkiye	20,4	48,2
Say Yenilenebilir	Türkiye	15,8	16,1
Smart Güneş	Türkiye	82,8	86,9
Ulusoy Elektrik	Türkiye	327,2	-
<b>Medyan</b>		<b>15,8</b>	<b>22,2</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Grup 1'de sınıflandırılmış benzer şirketler kullanılarak yapılan değerlemede 15,8x FD/FAVÖK ve 22,2x F/K değerleri elde edilmiştir.

Piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki yıldız pazarda işlem gören sanayi şirketleri Grup 2'de beraber ele alınmıştır.

Grup 2 Benzer Şirketler	Ülke	FD/FAVÖK 12A22	F/K 12A22
Anatolia Tanı	Türkiye	11,0	7,2
Bagfaş	Türkiye	4,5	11,1
Barem Ambalaj	Türkiye	11,4	13,8
Boğaziçi Beton	Türkiye	13,1	32,9
Çemtaş	Türkiye	4,8	4,8
Dardanel	Türkiye	17,6	74,4
Ege Gübre	Türkiye	7,8	16,5
Ege Profil	Türkiye	5,5	8,2
Ege Seramik	Türkiye	4,9	5,0
Elite Naturel	Türkiye	9,8	21,0
Erbosan	Türkiye	8,2	8,8

Erciyas Çelik Boru	Türkiye	21,7	68,2
Europap Tezol Kağıt	Türkiye	13,8	7,7
Good-Year	Türkiye	4,9	9,4
Kalekim Kimyevi	Türkiye	13,3	11,7
Karel Elektronik	Türkiye	12,7	69,4
Kervan Gıda	Türkiye	9,8	15,0
Konya Kağıt	Türkiye	8,3	6,5
Koroplast Temizlik	Türkiye	10,8	78,3
Meditera Tıbbi	Türkiye	15,2	11,0
Mondi Turkey	Türkiye	7,2	8,4
Parsan	Türkiye	14,6	13,7
Rubenis Tekstil	Türkiye	9,9	11,8
Sun Tekstil	Türkiye	8,3	11,2
Tat Gıda	Türkiye	15,7	14,7
Türk İlaç Ve Serum	Türkiye	58,4	135,3
<b>Medyan</b>		<b>9,9</b>	<b>11,0</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Grup 2'de bulunan benzer şirketler kullanılarak yapılan değerlemede 9,9x FD/FAVÖK ve 11,0x F/K değerleri elde edilmiştir.

Grup 1'e %40, grup 2'ye %60 ağırlık uygulanarak 12A22 FD/FAVÖK ortalamasına göre şirket değeri 2.466mn TL ve F/K ortalamasına göre 2.813mn TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi	FD/FAVÖK	F/K
	12A22	12A22
Grup 1 Değeri (%40)	3.100	4.026
Grup 2 Değeri (%60)	2.044	2.004
<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>	<b>2.466</b>	<b>2.813</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Değerleme Özeti	FD/FAVÖK	F/K
	12A22	12A22
Şirket Değeri (mn, TL)	2.466	2.813
Ağırlıklandırma	%50	%50
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (mn, TL)	1.233	1.407
<b>Ağırlıklandırılmış Toplam Şirket Değeri (mn, TL)</b>	<b>2.639</b>	
<b>Iskontosuz Birim Pay Değeri</b>	<b>65,98</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP



Çarpan analizi çerçevesinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan değerler sırasıyla %50-50 olarak eşit ağırlıklandırılmıştır.

Yurt içi benzer şirketler ile seçilmiş sinai şirketleri iki farklı grupta analiz edilerek TL2.639mn özsermaye değeri ve hisse başına TL65,98 fiyat hesaplanmıştır.

#### Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn TL)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri
İNA	3.116	%60	1.870
Çarpan Analizi	2.639	%40	1.056
<b>İskontosuz Hisse Değeri</b>			<b>2.925</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

İNA Analizine %60 ve Çarpan Analizine %40 oranda ağırlık verilmiştir. Buna göre TL2.925mn iskonto öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	Taban Fiyat
Çıkarılmış Sermaye	40.000.000
Pay Başına Fiyat	73,13
Halka Arz İskontosu	%20,00
Şirket Piyasa Değeri (mn TL)	2.340
Halka Arz Pay Fiyatı	58,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Bulunan değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına TL58,50 fiyat hesaplanmıştır.

#### 4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı %20 oranında iskontoludur. Bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde %1 oranında yer alan uç büyüme oranını şirketin faaliyet gösterdiği sektörü de dikkate alarak uygun buluyoruz.
- İNA analizinde hesaplama dahil edilen AOSM'nin %12,08 alınmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurtdışı benzer şirket değerlerinden yararlanılmasının değerlendirmeyle ilgili ek görüşümüzü destekliyor.

**UYARI NOTU**

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), 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.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve 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 tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.