

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri AR-GE Üretim San. ve Tic. A.Ş

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
16 MART 2022

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş ile TSKB liderliğinde Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Ar-Ge Üretim Sanayi Ve Ticaret A.Ş (kısaca "İhraççı", "Smart" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

SMART GÜNEŞ TEKNOLOJİLERİ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	16 - 17 - 18 Mart 2022
Halka Arz Fiyatı	14,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Oransal Dağıtım Tahsilat grubu için kalan tahsisat miktarının, kalan talep miktarına bölünmesiyle "arzun talebi karşılama oranı" bulunacaktır. Aynı zamanda Grup Çalışanlarına halka arz fiyatı üzerinden %10 oranının iskonto uygulanacaktır.
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	127.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	153.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,8% (25,0% ek satış dahil)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	25.500.0000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 6.340.000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı
Ek Satış Hakkı	6.368.000 TL/Lot

Fiyat İstikrarı İşlemleri

Planlanmaktadır. Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. Fiyat istikrarı fonu için satan ortaklara ait halka arz edilecek paylardan 6.340.000 TL nominal değerdeki pay satışından elde edilecek hasılat (88,8 Milyon TL) ve ek pay satışının gerçekleşmesi durumunda ek satıştan gelecek fon kullanılacaktır.

- Hakim ortak Smart Holding A.Ş. 31.12.2022 itibarıyla net satışlarının en az 163,6 milyon ABD doları, aynı tarih itibarıyla FAVÖK tutarının da 21,0 milyon ABD doları düzeyinde gerçekleşeceğini taahhüt etmektedir. Bu rakamlara ulaşılamaması halinde izahnamenin 26.6. bölümünde yer alan hesaplama yöntemi baz alınarak şartlara tabi olarak yatırımcılara ilave B Grubu pay verilmesi konusunda taahhütte bulundu.

Taahhütler & Teşvik

- Şirket, halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını ve mevcut ortaklar 1 yıl boyunca paylarını dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olacak şekilde satışa konu etmeyeceğini taahhüt etmiştir. Aynı zamanda fiyat istikrarı sonucunda satın alınan payların 6 ay süre ile satışa konu edilmeyeceği taahhüt edildi.

Borsa Kodu

SMRTG

Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

SPK Onay Tarihi

10.3.2022

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Ar-Ge Üretim Sanayi Ve Ticaret A.Ş 2014 yılında güneş enerjisi, yenilenebilir enerji ve elektrik enerjisi sektöründe faaliyet gösterecek şekilde İstanbul'da kurulmuştur.

Şirketin İstanbul Beykoz ilçesinde merkez ofisi, Gebze'de 1,20 GW üretim kapasiteli 23.410 m2 alana sahip fabrikası mevcuttur. TOBB tarafından hazırlanan Kapasite raporuna göre Şirket %90 verim ile saatte 380 güneş paneli üretim kabiliyetine sahiptir. Şirket bünyesinde 31 Aralık 2021 dönemi itibarıyla 540 çalışan bulunmaktadır ve fabrika 24 saat boyunca faaliyet göstermektedir.

Şirketin 7 adet bağlı ortaklığı bulunmakta, bu ortaklıklardan 4 tanesi yurtiçi merkezli, 3 tanesi yurtdışı merkezlidir. Şirketin Almanya'da Smart Solar Technology GmbH ve Icarus Solar GmbH adında, Ukrayna'da da Smart Solar Ukr LLC adında panel satışı ve proje faaliyetlerini gerçekleştirme amaçlı bağlı ortaklıkları mevcuttur.

Şirketin ana faaliyet konusu güneş pili ve güneş paneli üretimi, yurtiçi ve yurtdışına panel satışı, anahtar teslim güneş paneli kurulumu, bakım ve onarımıdır. Şirket doğrudan elektrik enerjisi ve yenilenebilir enerji üretmemektedir. Şirket ana faaliyetlerine ek olarak GES ve EPC ekipmanı alım satımını gerçekleştirmektedir.

Şirket Eylül 2021 tarihi itibarıyla 11 ülkeye ürün ve hizmet ihracatı yapmakta olup satışlarında direkt satış kanalı tercih etmektedir. Şirketin müşteri portföyü içerisinde özel sektör kuruluşları ve son kullanıcılar bulunmakta olup, müşterilere mühendislik, projelendirme ve güneş paneli satış hizmeti sunulmaktadır.

Şirket mevcut üretim faaliyetlerine yeni hücre ve ilave panel üretim kapasitesi yatırımlarını dahil ederek organik büyümeye devam etmeyi amaçlamaktadır. Şirket yurtdışı iş geliştirme faaliyetlerini öncelikli olarak Kuzey Amerika bölgelerinde takip etmektedir.

Şirket güneş panellerinin yapısını oluşturan yarı iletken teknolojiye güneş hücrelerinin üretimini planlamakta olup planlanan bu üretimle ihracat potansiyelini artırmayı hedeflemektedir. İleriki 10 yıl içerisinde 20 GW'lık bir potansiyel olabileceği değerlendirilmektedir.

Şirket Pazar payı üstünlüğü olan Mono PERC teknolojisi ile öncelikli yatırımlarını yapacaktır. Şirket 05.11.2021 tarihindeki Yönetim Kurulu kararına istinaden İzmir Aliğa OSB'de 58.309 m2 arazi tahsis etmiş, toplam yatırım tutarı 87.000.000 ABD doları olacak şekilde 1200 MW hücre üretimi ve 1200 MW Güneş paneli üretimi kapasiteli fabrikanın kurulması yönünde karar almıştır.

Şirket hammadde tedarikinde dışa bağımlıdır. Hammadde arz ve fiyatında yükseliş olması, finansman maliyetlerinin yükselmesi, yenilenebilir enerji mevzuatında yapılabilecek olumsuz değişiklikler olması durumunda maliyetler artabilir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)	Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil) Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil) Payı (%)
Smart Holding Anonim Şirketi	A	35.000.000	27,45%	35.000.000	22,88%	35.000.000	22,88%
	B	92.500.000	72,55%	86.160.000	56,31%	79.792.000	52,15%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	31.840.000	20,81%	38.208.000	24,97%
Toplam		127.500.000	100%	153.000.000	100%	153.000.000	100%

Kaynak: Smart Güneş İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2018	2019	2020	9A2021
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	237.314.62	334.871.70	500.880.56	570.977.11
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.698.616	8.323.197	25.869.747	11.634.229
Ticari Alacaklar	141.438.53	236.666.28	200.745.98	338.587.67
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	24.264.553	17.024.340	19.804.461	109.697.25
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	117.173.98	219.641.94	180.941.52	228.890.41
Diğer Alacaklar	17.229.954	15.029.333	18.198.149	11.137.020
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	2.795.958	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	17.229.954	12.233.375	18.198.149	11.137.020
Stoklar	42.642.100	53.295.307	82.967.102	89.684.693
Peşin Ödenmiş Giderler	29.271.318	19.013.842	152.082.51	105.457.17
Diğer Dönen Varlıklar	4.034.095	2.543.742	21.017.073	14.476.328
Duran Varlıklar	49.971.505	61.681.717	77.177.364	100.629.87
Diğer Alacaklar	317.254	356.612	440.630	530.598
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	317.254	356.612	440.630	530.598
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	11.640.245	7.247.517	6.819.883
Maddi Duran Varlıklar	43.305.076	40.105.625	56.275.474	84.422.491
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	281.694	174.361	854.541	1.198.025
Ertelenmiş Vergi Varlığı	6.067.481	9.404.874	12.359.202	7.658.878
Aktif Toplamı	287.286.12	396.553.41	578.057.93	671.606.99
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	140.886.13	290.704.00	439.247.65	500.860.94
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.088.387	276.820	57.497.688	83.888.881
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.273.926	46.059.232	2.876.377	7.952.119
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	5.765.938	6.901.081	5.174.132
Ticari Borçlar	37.979.599	50.869.987	137.520.91	199.695.37
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	3.013.626	3.296.140	20.363.202	27.640.177
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	34.965.973	47.573.847	117.157.71	172.055.19
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.431.944	1.327.773	3.872.929	5.818.650
Diğer Borçlar	308.582	683.668	7.476.005	3.828.310
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	308.582	-	1.876.994	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	683.668	5.599.011	3.828.310
Ertelenmiş Gelirler	85.391.820	182.658.50	212.050.07	173.126.39
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	630.974	1.080.100	2.320.596	5.003.881
Kısa vadeli Karşılıklar	496.461	636.530	2.913.410	2.726.948
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	284.441	1.345.452	5.818.574	13.646.259
Uzun Vadeli Yükümlülükler	140.173.34	89.103.294	64.783.958	31.955.196
Uzun Vadeli Borçlanmalar	419.744	266.127	12.874.983	26.974.678
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	7.110.435	2.286.045	2.399.304
Ticari Borçlar	139.475.09	81.288.247	48.862.331	-
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	81.288.247	48.862.331	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	139.475.09	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	278.498	438.485	760.599	2.581.214
Özkaynaklar	6.226.653	16.746.116	74.026.318	138.790.84
Toplam Kaynaklar	287.286.12	396.553.41	578.057.93	671.606.99

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Hasılat	318.903.102	401.776.810	579.697.636	347.102.194	516.305.343
Satışların Maliyeti	-310.827.762	-	-	-	-
Brüt Kar	8.075.340	89.358.142	120.579.850	65.671.578	69.436.241
Genel Yönetim Giderleri	-7.062.303	-11.601.086	-15.797.096	-8.793.694	-19.397.341
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-6.855.356	-30.965.717	-9.977.731	-7.626.590	-7.770.209
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	123.733.548	81.167.715	284.783.673	214.224.925	319.918.233
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-123.561.973	-	-	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	-5.670.744	13.933.593	60.774.441	32.727.471	56.405.542
Finansman Gelirleri	27.015	6.850.690	15.768.130	6.632.058	9.845.779
Finansman Giderleri	-746.945	-10.916.715	-17.663.746	-14.742.793	-29.077.046
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	-6.390.674	9.867.568	58.878.825	24.616.736	37.174.275
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-1.219.516	-2.298.808	-4.004.172	-3.390.797	-5.003.881
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	4.697.559	3.024.486	2.867.248	4.561.226	-4.764.938
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	-2.912.631	10.593.246	57.741.901	25.787.165	27.405.456
Dönem Karının / Zararının Dağılımı:					
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	187.986	2.809.565	2.006.447	1.862.442
- Ana Ortaklık Payları	-2.912.631	10.405.260	54.932.336	23.780.718	25.543.014

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket'in halka arzdan nakit kaynak elde ederek kurumsallaşması, Şirket'e doğrudan ve dolaylı değer yaratacak yatırımların ve yatırım fırsatlarının fonlanması, Ar-Ge kapasitesinin geliştirilmesi, dikey entegrasyonun devam ettirilmesi, ulusal ve uluslararası satış ağının güçlendirilmesi, stratejik ortaklıklar yapılması ve tanınırlığın artırılması amaçlarıyla kullanılacağı planlanmaktadır. Şirket, gerçekleştirilecek halka arzdan elde edeceği gelir ile daha hızlı büyümeyi, kârlılığını arttırmayı ve uluslararası alanda yeni pazarlara açılmayı da hedeflemektedir.

Halka arz sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahibinin tasarrufunda olacaktır. Şirket sermaye artırımını yoluyla halka arzdan brüt 357 milyon TL, net 335.128.843 TL gelir elde etmesi beklemektedir.

Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü	445.760.000
Hücre Yatırımı	30-35%
Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları	3-5%
İşletme Sermayesi	30-35%
Yeni Yatırımlar	20-25%
Dikey Entegrasyon	2-3%
Şirket faaliyetleri ile ilişkili teknolojiler konusunda ürün geliştiren girişim firmalarına yatırım	3-5%
Toplam	100%

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fonun Kullanım Yeri Raporu

- **Hücre Yatırımı:** Şirket halka arzdan elde edilmesi beklenen fonun %30-35'i ile gerçekleştireceği hücre üretimi tesisi yatırımının ve bu yatırım sonucu oluşacak işletme sermayesinin finansmanında kullanacaktır. Bu yatırımın bir parçası olarak şirketin hücre üretiminde kullanacağı elektrik enerjisini kendi üretmek üzere kuracağı lisanssız güneş enerjisi elektrik santralının kurulması da bu kapsamda finanse edilecektir. Şirketin karbon ayak izini sıfıra indirmek için kuracağı güneş enerjisi santrali ürettiği elektriği kendi satın aldığı elektrik ile mahsuplaşacak, üretilen elektrik tüketilenden az ise farkı sistemden alacak, ürettiği elektrik tükettiğinden fazla ise sanayi tarifesi üzerinden sisteme satacak ve yenilenebilir enerji kullandığı için karbon ayak izi oluşturmayacaktır. Diğer taraftan şirket YEKA ihalelerine de girecek ve devlet alım garantili enerji santrali kurmak için ihale kazanmaya çalışacaktır. YEKA sözleşmeleri gereğince oluşturduğu karbon sertifikaları kendisine ait olacaktır. Şirket bu karbon sertifikaları ile kendi karbon ayak izini sıfırlayacak olan bir fabrika sayesinde karbon ayak izi olmayan ürünleri sunmayı hedeflemektedir. 2026 sonrasında Avrupa'da ithalat rejiminde ek karbon vergisi uygulanacağı duyurulmuştur.
- **Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları:** Şirket, teknoloji yoğun bir sektörde faaliyet göstermesi nedeniyle, sermaye artırımı sonucunda sağlayacağı kaynağın %3-5'ini Ar-Ge ve Ür-Ge yatırımlarında kullanmayı planlamaktadır. Ar-Ge ve Ür-Ge konusunda yapılacak laboratuvar kurulumunun ilgili ölçüm ve deney cihazlarının satın alınmasına yönelik yatırımların şirketin orta ve uzun dönemli performansını pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in hali hazırda Gebze'de bulunan fabrikasında panel üretimi sürmektedir. Son 1 yılda yapılan yeni hat yatırımları ile mevcut işlerin büyümesi ve yurt dışı satış kanalları ve projelerinin giderek daha fazla gelişmesinden kaynaklanan işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amacıyla halka arzdan elde edilecek fonun %30-35'lik kısmının kullanılması planlanmaktadır.
- **Yeni Yatırımlar:** Şirket yeşil hidrojen, şarj istasyonları, batarya sistemleri, uluslararası marka hakları satın alma, perakende ve/veya online satış kanalları gibi inovatif ve sinerji yaratacak konularda yeni şirket kurma, şirket satın alma ya da şirket birleşmeleri yoluyla büyümek üzere halka arzdan elde edeceği kaynağın %20-25'ini kullanmayı planlamaktadır.
- **Dikey Entegrasyon:** Şirket, dikey entegrasyonun devamını sağlamak üzere ingot ve wafer üretimi için proje geliştirme ve detaylı fizibilite çalışmalar yapmak üzere elde edeceği fonun %2-3'ünü bu amaç doğrultusunda kullanmayı planlamaktadır.

- **Şirket Faaliyetleri İle İlişkili Teknolojiler Konusunda Ürün Geliştiren Girişim Firmalarına Yatırım:** Şirket, mevcut işini desteklemek ve geliştirmek amacıyla, şirket faaliyetleri ile ilişkili teknolojiler konusunda ürün geliştiren, araştırma yapan firmalara yatırım yapmayı planlamaktadır. Böylelikle farklı ve son teknolojiye ulaşım konusunda avantaj sağlamayı yeni girişimlere yönelik yatırımlar ile halka arzdan elde edilmesi beklenen fonun %3-5'ini kullanmayı planlamaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %70, indirgenmiş nakit akımına %30 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Şirket ile benzer yurt içi halka açık şirket bulunmaması nedeniyle, yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ile BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Analiz çalışmasında kullanılan FAVÖK tutarlarından, Şirketin bağlı ortaklıklarından önümüzdeki dönem faaliyetlerine devam etmeyecek olan Smart IHK'nın FAVÖK tutarı çıkartılmıştır. Smart Sumec FAVÖK tutarı ise Şirketin ortaklığı oranında (%50) dikkate alınmıştır. Smart IHK'nın defter değeri, Şirketin ortaklığı nispetinde halka açık benzer şirket çarpan yöntemi ile bulunan öz sermaye değerinin üzerine eklenmiştir.

Çarpan analizi yönteminde Şirketin 2021 yılı düzeltilmiş FAVÖK'ü kullanılmıştır. Değerleme kapsamında ise 2021 FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK çarpanları 01.03.2022 tarihinde alınmıştır.

6.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlıklı ortalamalarının 13.18x olduğu gözlemlenmektedir. Toplam 10 şirketin FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan şirketler uç değer kabul edilmiş ve analize dahil edilmemiştir.

Yurt dışı benzer şirket çarpanları yöntemine göre 181.643.000 USD özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (bin USD)	FD/FAVÖK 2021
Çarpan Analizi Firma Değeri	194.779
Toplam Net Borç	13.476
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri	181.303
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	181.643

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fiyat Tespit Raporu

6.1.2 Sektör Çarpanları

Sektör Çarpanları analizinde BİST Elektrik endeksi ve BİST Yıldız Pazar değerlendirilmiştir. BİST Elektrik Endeksi FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlıklı ortalamalarının 8.84x olduğu gözlemlenmektedir. BİST Yıldız Pazar'da ise FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlıklı ortalamalarının 5.34x olduğu gözlemlenmektedir. İki sektör için de değerlendirme yapılırken FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan şirketler uç değer kabul edilmiş ve analize dahil edilmemiştir.

BİST Elektrik Endeksi çarpanları yöntemine göre 117.508.000 USD, BİST Yıldız Pazar çarpanları yöntemine göre 65.790.000 USD özsermaye değeri hesaplanmıştır.

BİST Elektrik Endeksi (bin USD)	FD/FAVÖK 2021
Çarpan Analizi Firma Değeri	130.644
Toplam Net Borç	13.476
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri	137.168
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	117.508

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fiyat Tespit Raporu

BİST Yıldız Pazar (bin USD)	FD/FAVÖK 2021
Çarpan Analizi Firma Değeri	78.926
Toplam Net Borç	13.476
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri	65.450
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	65.790

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fiyat Tespit Raporu

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2022-2031 yıllarını kapsamaktadır. Şirket, 2022 yılında satışlarının %80'inin modül satışlarından, %20'sinin ise mühendislik ve projelendirme satışlarından geleceğini öngörmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca mühendislik ve projelendirme satışlarının toplam satışlara oranının azalacağı ve 2031 yılında %6 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Şirket önümüzdeki dönemde stratejik hedefleri doğrultusunda modül satışlarına öncelik vermektedir. Yeni hat yatırımının etkisi ile 2022 yılında 131,6 mn ABD Doları panel satışına ulaşmayı hedeflemektedir. 2026 yılında panel satışlarının 362,4 mn ABD dolarına ulaşacağı, 2031 yılında ise 1.069,8 mn ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmaktadır. 2022 yılında 32 mn ABD doları olan mühendislik ve projelendirme satışlarının ise 2026 yılında 43,9 mn ABD dolarına ulaşacağı, 2031 yılında ise 65,2 mn ABD dolarına ulaşacağı varsayılmaktadır.

Şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2022 yılında %3 olacağı ve projeksiyon dönemi boyunca aynı seviyede seyredeceği varsayılmıştır.

Şirket, yapacağı yatırımlar neticesinde satışların projeksiyon dönemi boyunca %24 YBBO büyüyeceğini öngörmektedir. Özellikle daha kârlı olan yurt dışı satışlarının artışıyla 2022 yılında %16 seviyesinde olan brüt kar marjını 2031 yılında %20'ye yükselteceği varsayılmıştır. Buna paralel olarak FAVÖK marjının ise 2022 yılında %13 iken, 2031 yılında %17 seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 17.02.2045 vadeli TC ABD Doları Eurobond getirisi son 6 ay ortalaması olan %7,53 alınmıştır. Piyasa risk primi %7, Şirkete özgü risk primi %2 kabul edilmiştir. Kaldıraçlı beta 1,87, kaldıraçsız beta 1,11 hesaplanmıştır. Borçlanma maliyeti olarak uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini olan %9 alınmıştır. Toplam finansmandaki borç oranı 2021/09 mali tablolarına göre %46'dır. Efektif vergi oranı %20 seviyesindedir. 2031 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranı %1 alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %15,51 hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre %1 sonsuz büyüme oranı ve %15,51 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 30 Eylül 2021 bilanço tarihindeki 13,5 mn ABD doları net borç düşülüp buna ek olarak Smart IHK bağlı ortaklığının defter değerinin (340 bin USD) Şirketin ortaklık oranı nispetinde eklenmesi sonucunda 249.222.000 USD özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA Değerleme Özeti	Bin USD
İNA Firma Değeri	78.926
Toplam Net Borç	13.476,0
İna Özsermaye Değeri	248.882
Smart IHK Defter Değeri	340
Özsermaye Değeri	249.222

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %30, yurt dışı benzer şirketlere %20, BİST Elektrik Endeksine %25, BİST Yıldız Pazar'a %25 ağırlık verilerek 156.920.000 USD hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değer 04.03.2022 tarihindeki TCMB USD/TL alış ve satış kuru ortalaması olan 14,189 seviyesinden TL'ye çevrilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz için 14,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (bin ABD Doları)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2021	181.643	20%	36.329
BİST Elektrik Endeksi FD/FAVÖK 2021	117.508	25%	239.377
BİST Yıldız PAZAR FD/FAVÖK 2021	65.790	25%	16.447
İNA	249.222	30%	74.767
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			156.920

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin USD)	156.920
USD/TL kuru (04.03.2022)*	14,189
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin TL)	2.226.588
Ödenmiş Sermaye (TL)	127.500.000
Birim Pay Değeri (TL)	17,5
Halka Arz İskontosu (%)	20%
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	14,0

* Rapor tarihinden bir önceki iş gününde TCMB tarafından açıklanan USD/TL alış ve satış kuru ortalaması

Kaynak: Smart Güneş Teknolojileri Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Sektöre ve Şirket'in sektördeki yerine ilişkin bilgiler oldukça açık ve detaylıdır.

Fiyat tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılmıştır. Muhafazakar yaklaşmak adına, değerlemede İNA yöntemine %30, Piyasa Çarpanları Yöntemine %70 ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.

Çarpan analizi yönteminde Şirket ile benzer yurt içi halka açık şirket bulunmaması nedeniyle, yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ile BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Diğer çarpanların da değerlemeye katılması halinde farklı bir sonuç çıkacağını dikkate alıyoruz.

Şirketin finansal kalemleri ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden hesaplandığından projeksiyon döneminin 2022 – 2031 arası alınmasını normal karşılıyoruz.

İNA yönteminde USD bazlı risksiz getiri oranı olarak %7,53 olarak alınmasını makul buluyoruz.

Fiyat tespitinde kullanılan yüzde 20 iskontonun daha yüksek olabileceğini düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Smart Güneş Teknolojileri için pay başına 14 TL halka arz fiyatının yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşünderiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.