

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (SMRTG)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



İçindekiler	Sayfa
şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Halka Arz Özeti	6
Halka Arz Gelirinin Kullanımı	8
Kullanılan Değerleme Yöntemleri	9
Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş	12
Finansal Tablolar	13
Uyarı Notu	15

Şirket Hakkında

- Şirket fiilen güneş enerjisi, yenilenebilir enerji ve elektrik enerjisi alanlarında faaliyet göstermekte olup başlıca faaliyet konuları arasında güneş panelleri ve elektrik enerjisi üretimi, yenilenebilir enerji ve ilişkili sistemler ile ilgili her türlü benzer ürünün imalatı, geliştirilmesi, pazarlanması, alım ve satımı ile elektrik enerjisi üretimi, dağıtımı, perakende satışı, toptan satışında bulunmak ve elektrik enerjisi sektörüne yönelik olarak araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde bulunmak ve elektrik şebekeleri ve elektrik üretim tesisleri de dahil olmak üzere, elektrik enerjisi sektörüne yönelik olarak anahtar teslim projeler yönetmek, özellikle güneş, rüzgâr, akarsu gibi yenilenebilir ve alternatif enerji kaynaklarından yararlanmaya yönelik elektrik ve elektronik aletler dahil olmak üzere her çeşit elektrik ve elektronik aletlerin üretimini, pazarlamasını, ithalat ve ihracatını yapmaktadır.
- Şirket fiilen güneş enerjisi, yenilenebilir enerji ve elektrik enerjisi alanlarında faaliyet göstermekte olup, güneşten elektrik enerjisi üretimi için panel üretimi yapmakta, doğrudan elektrik enerjisi, yenilenebilir enerji üretmemektedir.
- Şirket, 11.08.2014 tarihinde "Avrupa GES Yenilenebilir Enerji Üretim Sanayi Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile İstanbul 'da kurulmuştur. Kurulduktan 2 yıl sonra 28.11.2016 tarihinde "Smart Güneş Teknolojileri Araştırma ve Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" olarak tür değiştirmiştir.
- Şirket, 2014 yılından beri güneş enerjisi sektöründe çalışmalar gerçekleştirmekte olup, 2017 yılında Gebze'de 420 MW üretim kapasiteli tesisin ilk etabını devreye almış, 2018 yılında ikinci ve 2020 yılında üçüncü etap yatırımları ile de 1,2 GW kapasiteye ulaşmıştır.
- Şirket, İstanbul'un Beykoz ilçesinde yer alan yerleşkesinde merkezi yönetim faaliyetlerini, Kocaeli'nin Gebze ilçesinde yer alan 23.410 m²'lik alan üzerine kurulu fabrikada üretim faaliyetlerini yürütmektedir.
- Şirket, halihazırda güneş paneli üretmekte, yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satış, anahtar teslim güneş santrali kurulumu, bakım ve onarım hizmetlerini vermektedir. 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla 11 ülkeye ihracatı bulunmaktadır. Şirket'in Gebze'deki üretim tesisinin yanı sıra Almanya ve Ukrayna'da panel satışı ve proje geliştirme faaliyetleri gerçekleştirmek üzere kurulmuş yurt dışı bağlı ortaklıkları bulunmaktadır.

- Yurt dışı satış stratejisi kapsamında etki alanını geliştirmek için Şirket, Ukrayna'da 22.01.2019 tarihinde Smart Solar Ukr LLC ve Almanya'da 22.02.2019 tarihinde Smart Solar Technology GrnbH ve 27.02.2019 tarihinde icarus Solar GmbH ticaret unvanlı bağlı ortaklıklarını kurmuştur.
- Şirket'in müşteri portföyü içerisinde özel sektör kuruluşları ile son kullanıcılar yer almaktadır ve ağırlıklı olarak herhangi bir bayilik, aracılık yahut distribütörlük ağı kurulmaksızın direkt satış kanalı tercih edilmektedir.
- Şirket, ana faaliyetlerinin yanı sıra, müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda, GES kurulumu için gerekli kablo, batarya sistemleri, invertör, çelik konstrüksiyon, OG ekipmanı, trafo, güneş takip sistemi gibi ürünlerin alım ve satımını gerçekleştirmektedir.
- Şirket yurt içi ve yurt dışında aşağıda belirtilen ürün ve hizmet alanlarında faaliyet göstermektedir:

I. Güneş Paneli Üretimi ve Satışı

- Güneş enerjisinden elektrik üretiminde kullanılan farklı standartlarda birçok tipte ve özellikle güneş paneli üretimi yapan Şirket, ürettiği bu ürünlerin aynı zamanda ihracatını da yapmaktadır.

2.Mühendislik ve Projelendirme

2a - Mühendislik Hizmetleri

- Yurt içi ve yurt dışındaki projelere mühendislik tasarım hizmetlerini kapsamaktadır. Mühendislik hizmetleri kapsamında Şirket, hali hazırda mevcut müşteri portföyüne değer mühendisliği yaklaşımı ile güneş enerjisi santrali tasarımı, uygun teknolojinin seçimi, modül yerleşimi, uygun invertör seçimi, santralin uzaktan izleme ve SCADA altyapısı, son 20 yılın NASA meteoroloji verilerine göre uluslararası kabul edilmiş simülasyon programları ile güneş enerjisi santralının tüm kayıplar sonrasında şebekeye vereceği net enerji miktarının hesaplanması gibi süreçlerde hizmet vermektedir.
- Ayrıca sektörde faaliyet göstermekte olan mevcut GES'lerin üretim kapasitelerinin artırılmasına yönelik olarak, talep üzerine GES projelerini inceleyerek bunların panel yenileme ve santral bileşenlerini güçlendirme ihtiyaçlarını belirlemek bu yönde hizmet sunmak da bulunmaktadır.

2b - Arazi Seçimi Danışmanlığı

- Şirket, güneş santrali projelerinde müşterilerine arazi seçimi konusunda da destek vermektedir. Arazi seçimi için güneş potansiyeli durumu, arazinin toprak yapısı (topografik yapısı), gölgelenme durumu, arazinin kirlenme ve tozlanma durumu, arazinin ENH ile olan ilişkisi, hava şartlarının uygunluğu ve ulaşım yollarının durumu incelenmektedir.

2.c Santral Bileşenleri Temini

- Şirket'in çalıştığı projelerde gerekli olan bütün ürün ve hizmetlerin rekabetçi şartlarda tedarik edilmesi konusunda hizmet vermektedir. Ayrıca gerekli lojistik organizasyonların yapılması konusunda da danışmanlık hizmeti sağlamaktadır.

2.d Anahtar Teslimi GES Kurulum Hizmeti

- Şirket, müşterilerine anahtar teslimi GES kurulum hizmeti de sunmaktadır. Teknik ve finansal fizibilite çalışması ile başlayan anahtar teslim GES kurulum hizmeti süreci; arazi seçimi, santral inşası, proje onay ve kabul işlemleri, ENH projelendirmesi ve kurulumu, test ve devreye alma, trafo merkezi ve dağıtım merkezi tasarımı ve kurulumunu kapsamaktadır.
- Şirket bünyesinde 30 Eylül 2021 itibarıyla toplam 533 çalışan ve 4 adet yönetim kurulu üyesi olmak üzere toplamda 537 kişi bulunmaktadır.
- Şirket hammadde ve ticari mal tedariklerini, yurt içinde ve yurt dışında bulunan farklı tedarikçilerden yaptığı alımlar ile gerçekleştirmektedir. Toplam alımlar içinde ilişkili taraflardan yapılan alımların payı 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Eylül 2021 tarihleri itibarıyla sırasıyla %93,6, %84,3, %55,7 ve %71,3 olarak gerçekleşmiştir.

Halka Arz Özeti

- Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin 127.500.000 TL'den 153.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabacak 25.500.000 TL nominal değerli 25.500.000 adet B grubu pay ve mevcut tek pay sahibi Smart Holding A.Ş.'ye ait 6.340.000 TL nominal değerli 6.340.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 31.840.000 TL nominal değerli 31.840.000 adet B grubu pay halka arz edilmektedir. Şirket'in halka açıklık oranının çıkarılmış sermayesine oranı %20,81'i olacaktır.
- Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, halka arz edilen 31.840.000 adet payın %20'sine tekabül eden Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin mevcut tek pay sahibi Smart Holding A.Ş.'ye ait toplam 6.368.000 TL nominal değerli 6.368.000 adet B grubu payın toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi halinde toplam 38.208.000 TL nominal değerli 38.208.000 adet B grubu payın halka arzı gerçekleşecektir. Ek Satışa Konu Paylar'ın tamamının ek satış kapsamında satılması halinde, temsil ettikleri çıkarılmış sermaye oranı %24,97 olacaktır.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermayedeki Payı (TL)	Pay Grubu	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Ortak							
Smart Holding A.Ş.	35,000,000	A	27.45%	35,000,000	22.88%	35,000,000	22.88%
	92,500,000	B	72.55%	86,160,000	56.31%	79,792,000	52.15%
Halka Açık				31,840,000	20.81%	38,208,000	24.97%
Sermaye Artışı		B		25,500,000	16.67%	25,500,000	16.67%
Ortak Satışı		B		6,340,000	4.14%	12,708,000	8.31%
Toplam	127,500,000		100.0%	153,000,000	100.0%	153,000,000	100.0%

Kaynak: Şirket İzahname

İhraççı	Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim San. ve Tic. A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Satan Ortak	Smart Holding A.Ş.'ye ait 6.340.000 TL nominal değerli 6.340.000 adet B grubu pay
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	127.500.000 TL nominal
Aracılık Yöntemi	En iyi gayret aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı - Ortak Satışı
Talep Toplama Tarihi	16-17-18 Mart 2022 (Çarşamba-Perşembe-Cuma)
Talep Toplama Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım
Halka Arz Fiyatı	14 TL
	Ortak Satışı 6.340.000 TL nominal
	Sermaye Artırımı 25.500.000 TL nominal
Halka Arz Edilen Pay Adedi	Ek Satış 6.368.000 TL nominal
	Ek Satış Hariç Toplam Büyüklük 31.840.000 TL nominal
	Ek Satış Dahil Toplam Büyüklük 38.208.000 TL nominal
	318.400 TL nominal değerdeki %1 oranındaki kısmı Grup Çalışanları
	6.368.000 TL nominal değerdeki %20 oranındaki kısmı Bireysel Yatırımcılar
Tahsisat Grupları	12.417.600 TL nominal değerdeki %39 oranındaki kısmı Yüksek Başvurulu Yatırımcılar
	12.736.000 TL nominal değerdeki %40 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Halka Açıklık Oranı	%20,81 (Ek satış olması halinde: %24,97)
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş, Smart Enerji paylarına yönelik olarak fiyat istikrarı işlemlerinde bulunmayı planlamaktadır. Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gündür.
	Hücre Yatırımı %30-35
	Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları %3-5
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	İşletme Sermayesi %30-35
	Yeni Yatırımlar %20-25
	Dikey Entegrasyon %2-3
	Teknoloji Girişimlerine Yatırım %3-5.

Kaynak: Şirket İzahname , QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

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 kullanılması 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 halka arzdan maliyetler arındırılmamış haliyle 335,1mn TL nakit kaynak elde etmeyi planlamaktadır. Sermaye artırımını yolu ile elde edilen fonun kullanım yerleri aşağıda detaylandırılmıştır:

- %30-%35 'ine karşılık gelen bölümü ile Hücre Yatırımı,
- %3-%5'ine karşılık gelen bölümü ile Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları,
- %30-%35'ine karşılık gelen bölümü ile İşletme Sermayesi,
- %20-%25' ine karşılık gelen bölümü ile Yeni Yatırımlar,
- %2-%3 'üne karşılık gelen bölümü ile Dikey Entegrasyon,
- %3-%5'ine karşılık gelen bölümü ile Şirket faaliyetleri ile ilişkili teknolojiler konusunda ürün geliştiren girişim firmalarına yatırım alanlarında kullanılması planlanmaktadır.

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. için yapılan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve Çarpan Analiz yöntemleri kullanılmıştır. Hedef öz sermaye değeri hesaplanmasında, İNA yöntemine %30, yurt dışı benzer şirketlere %20, BİST Elektrik Endeksi'ne %25, BİST Yıldız Pazar'a ise %25 ağırlık verilmiştir.
- İNA gelir projeksiyonlarında, Şirket'in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden olduğu için projeksiyonlar ABD doları olarak hazırlanmıştır. Projeksiyon dönemi 2022 – 2031 olmak üzere 10 sene için yapılmıştır. Şirket'in geçmiş dönemlerde ilişkili taraf satışları bulunmaktadır ve projeksiyon dönemi boyunca bu faaliyetlerin devam edeceği varsayılmıştır. Şirket'in 2031 yılından sonrasına ilişkin terminal (sonsuz) büyüme oranı % 1 olarak alınmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti "AOSM" olarak %15,51 kabul edilmiştir.
- Projeksiyonlar dahilinde Şirket'in bağlı ortaklıklarından Smart İHK ve Smart Sumec gelirleri bulunmamaktadır. Smart Sumec operasyonlarının Şirket içinde devam edeceği değerlendirilmiştir. Smart İHK'nin defter değeri, Şirket'in ortaklığı nispetinde İNA yöntemi ile bulunan özsermaye değerinin üzerine eklenmiştir.
- İşletme sermayesi devir hızlarının 2022'de 2021 dokuz aylık bilançoda gözükken devir hızlarıyla paralel, ticari alacak tahsil süresi 164 gün, stok devir süresi 51 gün ve ticari borç geri ödeme süresi 110 gün olarak gelişeceği öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi boyunca ise daha uzun tahsilat vadesi olan mühendislik ve projelendirme satışlarının toplam satışlara oranının azalmasıyla ticari alacak vadelerinin 120 gün seviyesine ineceği varsayılmıştır. Stok devir hızının projeksiyon dönemi boyunca 51 gün olarak sabit kalacağı, ticari borç vadesinin ise 60 gün seviyelerine ineceği öngörülmüştür.
- Şirket yapacağı yatırımlar neticesinde satışlarını projeksiyon dönemi boyunca %24 YBBO ile büyüteceğini öngörmektedir. Özellikle daha karlı olan yurt dışı satışlarının artışıyla 2022 %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'ye ulaşacağı varsayılmıştır.
- İNA yönteminde %1,0 sonsuz büyüme oranı ve %15,51 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 30 Eylül 2021 bilanço tarihindeki 13,5 mn USD net borç düşülüp buna ek olarak Smart İHK bağlı ortaklığının defter değerinin (340 bin USD) Şirket'in ortaklık oranı nispetinde eklenmesi sonucunda 249,2mn USD öz sermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA Değerleme Özeti**(000 ABD\$)**

İNA Firma Değeri	262.358
Toplam Net Finansal Borç	13.476
İNA Öz Sermaye Değeri	248.882
Smart IHK Defter Değeri	340
Öz Sermaye Değeri	249.222

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Çarpan analizi yönteminde Şirket ile benzer yurt içi halka açık şirket bulunmaması nedeniyle, yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler Firma Değeri / FAVÖK çarpanları ile BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.
- Yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin 2021 FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve örnekleme dahil edilmemiştir. Toplam 10 şirketin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlıklı ortalamalarının 13,18x olduğu hesaplanmıştır.
- Borsa İstanbul'da işlem gören benzer firma kriterlerine uygun şirket bulunmadığı için BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar'ın değerlendirilmesine yansıtılmıştır. Ayrıca Şirket'in halka arz sonrası BİST Elektrik Endeksi'nde ve BİST Yıldız Pazar'ında yer alacağı öngörüldüğü sebebiyle söz konusu endeksler hesaplama dahil edilmiştir.
- BİST Elektrik Endeksi FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlıklı ortalamalarının 8,84x olduğu ve BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK 2021 firma değeri bazlı ağırlıklı ortalamalarının 5,34x olduğu gözlemlenmektedir. FD/FAVÖK çarpanı 20x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve ağırlıklı ortalamaya dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler**FD/FVAÖK 2021 (000 ABD\$)**

Çarpan Analizi Firma Değeri	194.779
Toplam Net Finansal Borç	13.476
Çarpan Analizi Yöntemi ile Öz Sermaye Değeri	181.303
Smart IHK Defter Değeri	340
Öz Sermaye Değeri	181.643

BİST Elektrik Endeksi**FD/FVAÖK 2021 (000 ABD\$)**

Çarpan Analizi Firma Değeri	130.644
Toplam Net Finansal Borç	13.476
Çarpan Analizi Yöntemi ile Öz Sermaye Değeri	117.168
Smart IHK Defter Değeri	340
Öz Sermaye Değeri	117.508

BİST Yıldız Pazar**FD/FVAÖK 2021 (000 ABD\$)**

Çarpan Analizi Firma Değeri	78.926
Toplam Net Finansal Borç	13.476
Çarpan Analizi Yöntemi ile Öz Sermaye Değeri	65.450
Smart IHK Defter Değeri	340
Öz Sermaye Değeri	65.790

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (000 ABD\$)	Ağırlık	Sonuç (000 ABD\$)
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FVAÖK 2021	181.643	20%	36.329
BIST Elektrik Endeksi FD/FVAÖK 2021	117.508	25%	29.377
BIST Yıldız Pazar FD/FVAÖK 2021	65.790	25%	16.447
INA	249.222	30%	74.767
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (000 ABD\$)			156.920

Değerleme Sonucu

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (000 ABD\$)	156.920
ABD\$/TL Kuru (04.03.2022)	14.189
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (000 TL)	2.226.588
Nominal Sermaye Tutarı	127.500.000
Pay Başına Değer	17.50
Halka Arz İskonto Oranı	20.0%
Halka Arz İskontolu Pay Başına Değer	14.0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak, değerlendirme çalışması sonucu 17,50TL olarak hesaplanan Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim San. ve Tic. A.Ş. birim pay değerine %20 iskonto uygulanarak halk arz fiyatı 14,0TL olarak belirlenmiştir.**

Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş

- Şirket'in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD\$ doları cinsinden olduğu için projeksiyonların ABD doları olarak hazırlanmasını, 2022 – 2031 olmak üzere projeksiyon dönemini makul buluyoruz .
- Şirket yapacağı yatırımlar neticesinde satışlarını projeksiyon dönemi boyunca %24 YBBO ile büyüteceğini, gelirlerin ağırlıklı ABD\$ bazlı olmasının desteği ile makul buluyoruz. Ayrıca, yenilenebilir enerji kaynaklarına olana ilgi ve ihtiyacın artmasına paralel olarak, FAVÖK marjının 2022 yılında %13 iken, 2031 yılında %17'ye ulaşacağı varsayımını uygun buluyoruz. Bununla birlikte genel olarak yatırımlarda gecikme veya aksama olmasının bir risk unsuru olabileceğini düşünüyoruz.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz faiz oranı %7,53 olarak kullanılmıştır. Hesaplama, 17/02/2045 vadeli TC ABD Dolan Eurobond getirisi son 6 ay ortalaması kullanılmasını, 2031 yılından sonrasına ilişkin terminal (sonsuz) büyüme oranının %1 olarak alınmasını sonuç olarak Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %15,51 hesaplanmasını uygun buluyoruz. Ayrıca Net işletme sermayesi hesaplanmasında kullanılan ortalama gün sayıları, geçmiş dönemler ile karşılaştırıldığında makuldür.
- Çarpan analizi yönteminde Şirket ile benzer yurt içi halka açık şirket bulunmaması nedeniyle, yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler Firma Değeri / FAVÖK çarpanları ile BİST Elektrik Endeksi ve BİST Yıldız Pazar Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılmasını makul buluyoruz.
- **TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun (FTR) kapsamlı, net ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yöntemleri ve projeksiyonlar yeterince açıklanmıştır. Kullanılan metotlar ve sonuçları incelendiğinde 14,0TL olarak hesaplanan halka arz için fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**

BİLANÇO (TL)	2018	2019	2020	9A2021
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.698.616	8.323.197	25.869.747	11.634.229
Ticari Alacaklar	141.438.539	236.666.280	200.745.984	338.587.675
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	24.264.553	17.024.340	19.804.461	109.697.256
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	117.173.986	219.641.940	180.941.523	228.890.419
Diğer Alacaklar	17.229.954	15.029.333	18.198.149	11.137.020
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	2.795.958	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	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	152.082.514	105.457.172
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	22.033.942	14.184.108	78.575.532	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	7.237.376	4.829.734	73.506.982	105.457.172
Diğer Dönen Varlıklar	4.034.095	2.543.742	21.017.073	14.476.328
Toplam dönen varlıklar	237.314.622	334.871.701	500.880.569	570.977.117
Duran Varlıklar				
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	2.859.202	7.658.878
Toplam duran varlıklar	49.971.505	61.681.717	77.177.364	100.629.875
Toplam Varlıklar	287.286.127	396.553.418	578.057.933	671.606.992
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.088.387	276.82	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	137.520.919	199.695.374
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	3.013.626	3.296.140	20.363.202	27.640.177
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	34.965.973	47.573.847	117.157.717	172.055.197
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
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	308.582	-	1.876.994	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	683.668	5.599.011	3.828.310
Ertelenmiş Gelirler	85.391.820	182.658.508	212.050.078	173.126.394
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	630.974	1.080.100	2.320.596	5.003.881
Kısa vadeli Karşılıklar	496.461	636.53	2.913.410	2.726.948
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	284.441	1.345.452	5.818.574	13.646.259
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	140.886.134	290.704.008	439.247.657	500.860.948
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
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	139.475.098	81.288.247	48.862.331	-
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	81.288.247	48.862.331	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	139.475.098	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	278.498	438.485	760.599	2.581.214
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	140.173.340	89.103.294	64.783.958	31.955.196
Öz Kaynaklar	6.226.653	16.746.116	74.026.318	138.790.848
Toplam Kaynaklar	287.286.127	396.553.418	578.057.933	671.606.992

Kaynak: Şirket İzahname

KAR VEYA ZARAR TABLOSU (TL)	2018	2019	2020	9A20	9A21
Hasılat	3 18.903.102	401.776.810	579.697.636	347.102.194	516.305.343
Satışların Maliyeti (-)	310.827.762	3 12.418.668	459.117.786	281.430.616	446.869.102
Brüt Kâr	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)
Satış, Pazarlama 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)	(114.025.461)	3 18.814.255)	230.748.748)	305.781.382)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	(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 Vergi Öncesi Karı/Zararı	(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/Zararı	(2.912.631)	10.593.246	57.741.901	25.787.165	27.405.456
Dönem Kar/Zararı	(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 paylan	(2.912.631)	10.405.260	54.932.336	23.780.718	25.543.014

Kaynak: Şirket İzahname

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.

Garanti BBVA Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak
No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr