

CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
25 NİSAN 2023

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, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (Deniz Yatırım) ve QNB Finans Yatırım Menkul Değerler'in (QNB Finans Yatırım) yetkili aracı kurumlar olduğu CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. . (kısaca "İhraççı", "CW Enerji" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım 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

CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.ile Tarzan Tarık Savan,
Halka Arz Tarihleri	26 - 27 - 28 Nisan 2023
Halka Arz Fiyatı	108,60 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	105.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	123.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	24,24% (Ek Satış Dahil)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	30.000.000 TL Lot (Ek Satış Dahil)
Ek Satış Hakkı	Vardır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler	Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve / veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağına ilişkin taahhütte bulunmuştur.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %80'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar Payların %20'si Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Borsa Kodu	CWENE
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	13.04.2023

Kaynak: CW Enerji izahnamesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve fiyat tespit raporu.

3. ŞİRKET PROFİLİ

CW Enerji 2010 yılında Antalya OSB 2.Bölge’de GES projelerine sadece kurulum faaliyeti olan anahtar teslim hizmetleri ile başlamıştır. Şirket güneş enerjisi üretim sistemlerine ilişkin olarak EPC (Engineering, Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) hizmetleri ile güneş enerjisi sulama sistemleri üzerinde faaliyet göstermiştir. Şirket bu kapsamda ihtiyaca özel olarak proje hazırlanması, gerekli ekipmanların temini ve bunların sahada kurularak çalışır şekilde teslim hizmetlerini sunmaktadır. 2013 yılında Lisanssız Enerji Yönetmeliği’nin devreye girmesiyle hızlanan şirket entegre yapıya ulaşmak üzere 2015 yılında Antalya OSB 3.Bölge’de bir arazi satın alarak burada yıllık 30 MWp kapasiteye sahip üretim hattı yatırımına başlamış ve 2016 yılından itibaren ise kurduğu tesislerde güneş paneli üretimi yapmaya başlamıştır. Şirket’in toplam çalışan sayısı 1.127 mavi yaka ve 406 beyaz yaka olmak üzere toplam 1.533 kişidir.

Üretim

Şirketin ana faaliyeti güneş paneli üretimidir. Normal panel, cam panel ve esnek panel olmak üzere üç ana kategori altında farklı panel tipleri üretimi gerçekleştirilmektedir. Üretilen paneller başta güneş enerjisi santralleri ve çatı sistemleri olmak üzere; solar sulama sistemleri, tekne-yat marin sistemleri, kolar dozaj pompaları, bağ evleri, prefabrik evler, karavanlar, trafik sinyalizasyon sistemleri, baz istasyonları, aydınlatma sistemleri, reklam panoları ve bunlarla sınırlı olmamak üzere tüm güneş enerjisi sistemleri kurulumlarında ana girdi olarak kullanılmaktadır. Projelerin büyük çoğunluğunda normal paneller ve cam paneller kullanılırken, esnek paneller ise ağırlıklı olarak tekne-yat-marin sistemlerinde kullanılmaktadır.

Satışlar

Şirket’in ana faaliyeti ve gelir kaynağı üretimini gerçekleştirdiği fotovoltaik güneş panellerinin satışlarıdır. Şirketin hasılatı 2020 yılında 2019 yılına göre 25,6% artarak 452.411.065 TL’ye, 2021 yılında da 2020 yılına göre 122% artışla 1.002.995.682 TL’ye yükselmiştir, Şirketin 2020 yılından itibaren hasılatındaki artışı; enerji sektöründe yapılan yasal düzenlemeler ile sağlanan teşviklere, artan enerji fiyatları ile kısalan yatırım geri dönüş sürelerine, şirketin yaptığı kapasite artırımları ile üretimde sağlanan artışlara ve sonuç olarak sektöre olan yoğun talepten kaynaklanmaktadır.

Net Satışlar (TL)	31.12.2020		31.12.2021		31.12.2022	
Güneş Paneli Satışları (Proje Dışı)	319.394.817	71%	559.059.178	56%	2.705.277.147	57%
İnvertor Satışları	13.561.852	3%	40.274.721	4%	147.195.608	3%
Diğer Satışlar	31.561.061	7%	42.131.472	4%	202.022.778	4%
Proje Satışları	87.893.335	19%	361.530.311	36%	1.703.760.663	36%
Toplam	452.455.261	100%	1.002.995.682	100%	4.758.256.196	100%

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Yatırımlar

Şirket sektörün büyümesine paralel olarak artan talep sonucu 2017 yılında tesislerinin yanında bulunan toplam 5.068 m²'lik alanda kiralanmış, panel üretim kapasitesini 330 MWp güce yükseltmiştir. 2017 yılından sonra sektörün ve şirketin büyümesi daha da hızlanmış ve gelen taleplere cevap verebilmek amacıyla ana fabrikada bulunan Antalya OSB 1.Bölge'deki 44.734 m² büyüklüğündeki arsa satın alarak yeni fabrika yatırımına başlanmıştır. 2018-2023 döneminde hem Antalya OSB 1.Bölge'de bulunan yaklaşık 28.230 m² kapalı alana sahip tesiste hem de Antalya OSB 3.Bölge'de bulunan tesiste yapılan yatırımlar sonucu şirketin güneş paneli üretim kapasitesi 1.300 MWp'e ulaşmıştır. Yatırımları ve teslimatı tamamlanan 500 MWp yıllık üretim kapasitesine sahip yeni üretim hattının 2023 yılının ilk yarısı itibarıyla devreye alınmasıyla birlikte 1.800 MWp yıllık üretim kapasitesine ulaşacaktır. Bunun yanı sıra şirket sektör tecrübesi ve üretim kabiliyetleri dahilinde piyasada oluşan uygun şartları da değerlendirerek Türkiye'nin çeşitli yerlerinde kurduğu mülkiyeti kendisine ait toplam 10,55 MWp kurulu güce sahip 10 adet GES işletmektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Tarzan Tarık Sarvan	A	24.675.000	23,50%	24.675.000	19,94%	24.675.000	19,94%
	B	74.025.000	70,50%	67.775.000	54,77%	62.775.000	50,73%
Muhittin Behiç Harmanlı	A	1.575.000	1,50%	1.575.000	1,27%	1.575.000	1,27%
	B	4.725.000	4,50%	4.725.000	3,82%	4.725.000	3,81%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	25.000.000	20,20%	30.000.000	24,24%
Toplam		105.000.000	100%	123.750.000	100%	123.750.000	100%

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2020	2021	2022
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	225.062.015	495.030.963	3.036.101.229
Nakit ve Nakit Benzerleri	23.669.986	36.249.427	453.437.266
Finansal Yatırımlar	-	-	112.442.076
Ticari Alacaklar	59.758.368	176.921.794	654.493.074
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	5.667.531	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	54.090.837	176.921.794	654.493.074
Diğer Alacaklar	10.033.136	1.646.114	12.634.313
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	7.131.693	1.032.060	4.482.768
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.901.443	614.054	8.151.545
Stoklar	80.436.649	174.977.750	956.190.593
Peşin Ödenmiş Giderler	39.896.740	48.875.819	573.872.508
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	7.285	11.217	25.263
Diğer Dönen Varlıklar	11.259.851	56.348.842	273.006.136
Duran Varlıklar	234.649.782	634.564.197	1.400.105.822
Diğer Alacaklar	886.714	62.161	285.241
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	886.714	62.161	285.241
Kullanım Hakkı Varlığı	93.113.030	422.113.078	426.296.449
Maddi Duran Varlıklar	88.757.720	171.609.720	798.342.271
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.151.350	40.779.238	44.614.561
Ertelenmiş Vergi Varlığı	80.240.968	-	130.567.300
Toplam Varlıklar	459.711.797	1.129.595.160	4.436.207.051
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	174.615.151	534.235.807	2.663.943.835
Kısa Vadeli Borçlanmalar	9.049.231	38.865.374	33.016.076
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	21.318.022	56.382.964	65.221.741
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	22.552.336	25.730.729	34.396.568
Ticari Borçlar	91.739.505	263.032.760	1.161.385.384
-İlişkili Taraflardan Ticari Borçlar	91.739.505	263.032.760	1.161.385.384
Çalışanlara sağlanan faydalara kapsam. Borçlar	1.959.946	1.769.278	5.353.023
Diğer Borçlar	1.885.057	3.345.396	3.760.191
-İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar	754.045	2.210.026	2.446.831
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar	1.131.012	1.135.370	1.313.360
Türev Araçlar	-	-	822.825
Ertelenmiş Gelirler	158.980.870	21.412.576	11.625.483
Kısa vadeli karşılıklar	434.381	781.862	2.616.182
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin	205.772	448.987	2.098.516
Diğer kısa vadeli karşılıklar	228.659	332.875	517.666
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.720.983	830.349	2.461.644
Uzun Vadeli Yükümlülükler	96.487.920	113.850.151	388.585.740
Uzun Vadeli Borçlanmalar	36.619.722	55.349.684	323.378.541
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	57.265.459	45.924.002	53.069.702
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.564.469	2.639.307	12.137.497
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1.564.469	2.639.307	12.137.497
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.038.270	466.824	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	9.470.334	-
Toplam Yükümlülükler	271.103.071	648.085.958	3.052.529.575
Özkaynaklar	188.608.726	481.509.202	1.383.677.476
Ana Ortağa Ait Özkaynaklar	188.608.726	481.509.202	1.383.677.476
Ödenmiş Sermaye	105.000.000	105.000.000	105.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-567.475	289.334.668	287.231.081
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-	-	-
Kardan ayrılmış yedekler	5.250.000	10.016.986	10.016.986
Geçmiş yıl karları/zararları	52.993.856	74.159.215	77.157.548
Net dönem karı	25.932.345	2.998.333	904.211.972
TOPLAM KAYNAKLAR	459.711.797	1.129.595.160	4.436.207.051

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022
Hasılat	452.411.065	1.002.995.682	4.758.256.196
Satışların Maliyeti	-382.161.689	-842.940.412	-3.675.674.015
Brüt Esas Faaliyet Karı	70.249.376	160.055.270	1.082.582.181
Genel Yönetim Giderleri	-8.329.591	-18.252.438	-62.727.484
Pazarlama Giderleri	-11.566.756	-20.987.074	-55.923.658
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.901.284	-695.202	-5.219.842
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	80.170.771	144.651.062	422.951.243
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-52.443.304	-186.010.774	-467.813.833
Faaliyet Karı	76.179.212	78.760.844	913.848.607
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.180.322	21.464.031	8.221.949
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-5.787.913	-744.458	-404.681
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	73.571.621	99.480.417	921.665.875
Finansman Giderleri	-38.729.378	-106.958.044	-157.216.946
Vergi Öncesi Kar	34.842.243	-7.477.627	764.448.929
Vergi Gideri	-8.909.898	10.475.960	139.763.043
Dönem Karı	25.932.345	2.998.333	904.211.972

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Halka arz gerekçeleri

Şirket'in 105.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin, 500.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı dahilinde 18.750.000 TL artırılarak 123.750.000 TL'ye çıkarılması ile elde edilecek brüt fondan sermaye artırımına ilişkin masraflar çıkarıldıktan sonra kalan kaynak; Şirketin faaliyetlerinin sürdürülebilir bir şekilde büyümesinin devam etmesi başta olmak üzere, Şirket'in işletme sermayesinin güçlendirilmesi, yatırım ve modernizasyon harcamaları, Lisanslı veya lisansız işletmede olan GES Santral Alımları, Öz Tüketime yönelik Çatı ve Arazi Tipi GES Kurulması, Depolama Alanlarının Genişletilmesi, Finansman maliyetinin azaltılması ve Anahtar Teslim Proje Geliştirme Amaçlı olarak Arazi Satın Alımlarına yönelik kullanılacaktır.

Halka arz sermaye artırımı ve mevcut ortakların pay satışı yoluyla gerçekleşecek olan halka arzdan 2.036.250.000 TL brüt, 1.962.710.000 TL net gelir etmesi beklenmektedir. Halka arz büyüklüğü 3.258.000.000 TL olacaktır. Halka arz eden pay sahibi Tarzan Tarık Sarvan ise halka arzdan 678.750.000 TL brüt, 659.910.001 TL net (ek satış dahil 1.221.750.000 TL brüt, 1.188.120.116 TL net) gelir elde edecektir.

İşletme Sermayesi Güçlendirme	%43-%45
Yatırım ve Modernizasyon Harcamaları	%13-%15
Lisanslı veya Lisanssız İşletmede olan GES Santral Alımları	%11-%13
Öz Tüketime Yönelik GES Santrali Kurulumu	%10-%12
Depolama Alanlarının Genişletilmesi	%8-%10
Finansman Maliyetinin Azaltılması	%5-%7
Anahtar Teslim Proje Geliştirme Amaçlı Arazi Satın Alımları	%3-%5
Toplam	100%

Kaynak: CW Enerji Fonun Kullanım Yeri Raporu

ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket'in pay sahiplerinden Tarzan Tarık Sarvan'a ait olan paylardan toplam 6.250.000 adet pay ve toplamda 18.750.000 yeni ihraç edilecek pay ile birlikte toplam 25.000.000 adet hamiline yazılı B Grubu pay halka arz kapsamında satılacaktır.

Şirket, pay sahiplerinden Tarzan Tarık Sarvan'ın mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması sebebiyle Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecek olup, Şirket'in sermaye artışı yoluyla elde edeceği halka arz geliri, Şirket büyümesinin sürdürülebilir bir şekilde devam etmesinin desteklenmesi için kullanılacaktır. Şirket'in sermaye artırımını ile ihraç edilecek yeni payların halka az edilmesi sonucunda halka arz masraflarının Şirket'e düşen kısmının çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri ile ilgili detaylı bilgiler ve kullanım yerlerinin dağılımı özet tablo ile aşağıda sunulmaktadır.

- **İşletme Sermayesi Güçlendirme**

Şirket orta ve uzun vadede; büyümenin sürdürülebilir şekilde devam ettirilmesi, Finansman Giderleri ile Kur farkı risklerinin asgari seviyeye indirilmesi ve hammadde tedarikinde yapacağı peşin alımlar ile avantajlı fiyatların sağlanması amaçlarıyla işletme sermayesini güçlendirmeyi hedeflemektedir. Şirket'in artan üretim ve satış hacmi ile birlikte, Güneş Enerji Panellerinin hammadde tedarik ve lojistik süreleri göz önüne alındığında özellikle peşin hammadde alımları yapılarak Finansman Gideri ve Kur Farkı Giderlerinin azaltılmasının Şirket karlılığında olumlu etki yaratacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca Şirket'in Türkiye çapında yaygın satış ağı aracılığı ile faaliyet gösterdiği güneş enerjisi ile ilgili olan tüm ticari malların satışı, bu mallara ilişkin stok miktarlarının da artan piyasa talebine bağlı olarak artırılmasını gerektirmekte ve bu ticari malların satışından elde edilecek gelirler ile de şirket karlılığının artacağı düşünülmektedir. Şirket üretimini ve ticaretini gerçekleştirdiği ürünleri aynı zamanda (anahtar teslim) EPC Projelerinde de kullanmaktadır. Bu itibarla güçlü işletme sermayesi ile sağlanacak avantajlı fiyatların bu işkolunda da karlılığı artıracığı öngörülmektedir. Bu amaç doğrultusunda halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %43-%45'i ciro ve karlılık artışı amaçlı olarak işletme sermayesinde kullanılacaktır.

- **Yatırım ve Modernizasyon Harcamaları**

Şirket'in büyüme hedefine paralel olarak; iş makineleri (forklift, transpalet, vinç, kamyon, tır vb), mevcut makine hatlarının gelişen teknolojiye göre modernizasyonu ve talebe göre artırılması, lisans sahibi olduğu Araç Şarj İstasyonu Ağının genişletilmesi ve deneme üretimi başlayan EVA üretim kapasitesinin artırılması planları bulunmaktadır. Bu yatırımlar ciro ve karlılık artışına olumlu yönde katkı

sağlayacak şekilde planlanacaktır. Bu kapsamda net halka arz gelirin %13-%15'i bu alanlarda yeni yatırım ve modernizasyon için kullanılacaktır.

- **Lisanslı veya lisanssız işletmede olan GES Santral Alımları**

Şirket mevcutta bulunan 10,55 MW (10 Adet) YEKDEM kapsamında bulunan Lisanssız Güneş Enerji Santrallerine ek olarak yaklaşık 10MW faaliyetine devam etmekte olan Lisanslı veya Lisanssız Güneş Enerji santrali satın almayı planlamaktadır. Satın alınması planlanan bu santraller şirkete ilerleyen yıllarda sabit gelir imkanı yaratacaktır. Halka arz edilen net gelirin yaklaşık %11-13'ünün bu kapsamda kullanılması planlanmaktadır.

- **Öz Tüketime yönelik Çatı ve Arazi Tipi GES Kurulması**

Şirket mevcut büyümesine paralel olarak artan enerji ihtiyacını karşılamak amacıyla mevcut kapasitesine ek olarak yeni satın alınacak taşınmazlarda arazi ve/veya çatı tipi lisanssız Güneş Enerji Santrali kurmayı planlamaktadır. Kurulması planlanan yeni kapasite Şirket'in gelecek yıllarda oluşacak ihtiyacını da karşılayacak büyüklükte olacaktır. Bu kapsamda; arazi satın alınması ve sonrasındaki yasal süreçler ile kurulum çalışmaları dikkate alınarak 2023 yıl sonuna kadar tamamlanması hedeflenmektedir. Şirket'in kendi enerjisini üretmesi, nakit akış ve karlılığa önemli oranda katkı sağlayacaktır. Bu kapsamda halka arzdan elde edilen net gelirin yaklaşık %10-%12'si bu amaçla kullanılacaktır.

- **Depolama Alanlarının Genişletilmesi**

Şirket'in güneş paneli üretim kapasitesi yapılan yatırımlar sonucunda 2023 ilk yarısında 1.800 MW'a ulaşması planlanmaktadır. Artan kapasiteyle uyumlu olarak gerek hammadde, gerek üretilen Güneş Enerjisi Panelleri ve gerekse ticari ürünlerin depolanması için depolama alanlarının genişletilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda (Mevcut Ana Fabrikasına ek C Blok 17.000 m2 ve Ek binaya ek 6.000 m2) 23.000 m2 ek hammadde ve ticari ürün depolama alanı 2023 yılı ikinci yarısında inşa edilecektir. Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %8-%10'u bu amaçla kullanılacaktır.

- **Finansman maliyetinin azaltılması**

Bunun haricinde döviz riski ve finansman giderini azaltma ve finansal rasyoları iyileştirme amaçlı olarak döviz cinsinden krediler kapatılacaktır. Bu bağlamda halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %5-7'si mevcut kredilerin geri ödemesinde kullanılacaktır.

- **Anahtar Teslim Proje Geliştirme Amaçlı olarak Arazi Satın Alımları**

Şirket faaliyet konusu olarak yatırımcılara sunmak üzere GES Santrali kurulumları için Türkiye genelinde kapasite, imar, teşvik ve Çağrı Mektubu uyumlu proje geliştirme faaliyetleri yapmaktadır. Bu faaliyetler kapsamında projenin gerçekleştirileceği arazilerin satın alımını yapmaktadır. Mevcut geliştirilmekte olan projelerin arazilerinin satın alımı için halka arzdan elde edilen net gelirin yaklaşık %3-5'inin bu kapsamda kullanılması planlanmaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi, Borsa İstanbul'da yurtdışındaki borsalarda işlem gören ve CW Enerji ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir şirketlerin finansal tablolarından elde edilen sonuçlar ve oranlarından hareketle yapılan bir değerlendirme yöntemidir.

Çarpan analizi yapılırken, sanayi şirket değerlemelerinde sıkça tercih edilen FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Analiz yapılırken şirketin 2022 yılı FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır. Şirketin FD/FAVÖK oranı yurtiçi ve yurtdışında faaliyet alanı benzer şirketler ile kıyaslanmıştır. Yurtdışı benzer şirketler hesaplamaya dahil edilmemiştir. Ayrıca, çarpan analizinde uç değer 25x olarak kabul edilmiştir. BU değer üzerinde olan şirketler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurtdışı çarpan analizi bilgi amaçlı sunularak hesaplamaya dahil edilmezken, yurtdışı borsalarda işlem gören şirketlerin FD/FAVÖK oranı medyan değeri 19,0x olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi çarpan analizinde şirketin faaliyet konusunun en çok benzerlik gösterdiği şirketler Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri ve Alfa Solar şirketleridir. Şirketler sırasıyla Mart-2022 ve Kasım-2022 tarihlerinden bu yana Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Söz konusu şirketlerden Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri FD/FAVÖK oranının uç değer olan 25x'in üzerinde olması sebebiyle hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Bu kapsamda çarpan analizi kümesi genişletilerek elektrik ekipmanları üretimi yapan şirketler incelenmiştir. Bu doğrultuda Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan değeri 19,6x olarak hesaplanmamıştır. Bu doğrultuda 7 şirketin FD/FAVÖK oranları dikkate alınmış olup FD/FAVÖK değeri 25x'in üzerinde olan şirketler uç değer üzerinde olup hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Ayrıca, yurtiçi şirket benzer sayısının az olması ve şirket halka arzının tamamlanması halinde BIST Yıldız Pazar'da işlem görme ihtimali sebebiyle BIST Yıldız Pazar'da işlem gören banka, sigorta ve finansal kurumlar hariç şirketler de çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmaya FD/FAVÖK oranı 25x'in üzerinde olan şirketler dahil edilmemiştir. Bu durumda BIST Yıldız Pazar ABD doları FD/FAVÖK medyan değeri olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi çarpan değerlemesinde Yurtiçi Seçili Elektrik Ekipmanları üreticileri çarpan değeri ile hesaplanan piyasa değerine %30 ağırlık ve BIST Yıldız Pazar çarpan değeri ile hesaplanan piyasa değerine %70 ağırlık verilerek 663 mn USD piyasa değerine ulaşılmaktadır.

Yurtiçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri (USD)	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler	BİST Yıldız Pazar
FAVÖK'2022	58.867.385	58.867.385	58.867.385
FD/FAVÖK Çarpanı 2022	19,6x	19,0x	7,6x
Çarpan Analizi Firma Değeri	1.152.594.820	1.120.379.345	449.438.837
Net Finansal Borç (Net Nakit)	-3.037.810	-3.037.810	-3.037.810
Piyasa Değeri	1.155.632.630	1.123.417.155	452.476.647

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Çarpan Analizi Sonuçları	Ağırlık	Piyasa Değeri (USD)
Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri FD/FAVÖK Çarpanı	30%	1.155.632.630
Yurt İçi BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	70%	452.476.647
Yurt İçi Çarpan Analizi Piyasa Değeri		663.423.442

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Projeksiyonlar 2023 – 2028 yılları arası dönemi kapsamakta olup, ana gelir ve gider kalemleri olarak ABD doları cinsinden olduğu için projeksiyonlar ABD doları olarak hazırlanmıştır.

Şirket'in satış projeksiyonunda 2022 yılında satışlarının %83,0'sini oluşturan panel satışlarının 2023 yılında %85,7'sini, devam eden projeksiyon dönemi boyunca ise toplam satışlarının %85'inden fazlasını oluşturacağı öngörülmektedir. Şirket yeni yatırımları ve deneme üretimlerine de başlamış olduğunu belirttiği EVA, LiFePo4 batarya ve şarj istasyonu satış ve hizmetlerinden elde edilen gelirlerden gerçekleşmesi hedeflenen katkı, henüz halihazırda satışların başlamamış olması ve ihtiyatlı olmak adına projeksiyon çalışmasına dahil edilmemiştir.

Şirket'in artan üretim kapasitesine ve sektör gelişmelerine paralel olarak panel satışlarının da projeksiyon dönemi boyunca artması öngörülmektedir. Şirket'in projeksiyonları kapsamında satışlarının 2023 yılında 1.316 MWp'ye ulaşacağı, 2024 yılında ise 2023 yılına göre %10 satış büyümesi ile 1.448 MWp'e, sonraki yıllarda da her yıl %5 satış büyümesi gerçekleştireceği öngörülmektedir. Şirket, 2025, 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla 1.520 MWp, 1.596 MWp, 1.676 MWp ve 1.715 MWp panel satışına ulaşacağı varsayılmıştır. Şirket projeksiyon dönemi boyunca yurt içi ve yurt dışı panel birim satış fiyatının sabit kalacağını varsaymıştır.

Şirket'in artan panel satışlarına paralel olarak ithal edip sattığı invertör satışlarının da benzer oranda artacağı buna karşın Şirket'in 2022 yılı hasılatı içerisinde %0,7 olarak gerçekleşen GES gelirlerinin, toplam hasılat içerisindeki payının her yıl azalarak %0,3 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Şirket, 2023 yılı için 12,5 milyon USD panel üretim hattı modernizasyon yatırım öngörmektedir. Henüz deneme üretimi aşamasında olması ve satış geliri yaratmaması nedeniyle ihtiyatlı yaklaşım gereği projeksiyonlara dahil edilmeyerek, şirket değerlemesinde dikkate alınmamış olan panel üretiminde kullanılan hammaddelerden EVA için ilave üretim hattı yatırımında kullanılacak 2,4 milyon USD yatırım harcaması öngörülmektedir. Bu yatırımlara ek olarak 2023 yılında 5,0 milyon USD iademe ve bakım harcaması yapılacağı, 2024 yılı için 3,5 milyon USD tutarında panel üretim hattı modernizasyonu yatırımlarına ek olarak 5,0 milyon USD idame ve bakım harcaması yapılacağı varsayılmaktadır. Bu yatırımlara da ek olarak 2025 yılı ve sonrası projeksiyon dönemi boyunca her yıl iademe ve bakım harcamaları yapılacağı varsayılmıştır.

Şirket hasılatını 2022 – 2028 arasında %19,4 YBBO ile büyüyeceği, brüt kar marjının ise 2023 yılında %22,3, 2024 yılı ve projeksiyon dönemi sonuna kadar %17,2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Şirket FAVÖK marjını ise 2023 yılında %20,6 seviyesinde olacağı 2024 yılından itibaren ise projeksiyon dönemi boyunca sırasıyla %15,5, %15,5, %15,6, %15,6 ve %15,7 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Şirket, AOSM'de risksiz getiri oranı olarak 26.04.2029 vadeli TC ABD Doları Eurobond getirisinin son 1 yıl ortalaması olan %9,62 almıştır. Şirket, piyasa risk primi olarak QNB Finans Yatırım öngörüsü olan %6,0'yı almıştır. Şirket özsermaye maliyetini %15,62, borçlanma maliyetini ise %10,12 olarak almıştır. Tüm çerçevesinde serbest nakit akışı projeksiyonları %1,0 devam eden büyüme oranı ve %11,86 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31.12.2022 bilanço tarihindeki 3,0 mn USD net nakit eklenip 841 mn USD piyasa değerine ulaşılmıştır.

İNA (Milyon USD)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Devam Eden Yıl
Toplam Satış Gelirleri	637,8	701,6	736,4	773,1	811,8	830,6	
Değişim		10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%	
Satışların Maliyeti (-)	495,3	581,0	609,9	640,4	672,4	688,0	
Değişim		17,3%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%	
Brüt Kar	142,5	120,6	126,5	132,8	139,4	142,6	
Brüt Kar Marjı	22,3%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	
Faaliyet Giderleri (-)	16,6	18,3	19,2	20,1	21,1	21,6	
Değişim		10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%	
FAVÖK	131,6	108,9	114,5	120,5	127,0	130,7	
FAVÖK Marjı	20,6%	15,5%	15,5%	15,6%	15,6%	15,7%	
Vergi (FVÖK Üzerinden)	-18,2	-20,5	-21,5	-22,5	-23,6	-24,2	
Yatırım Harcamaları	-19,9	-8,5	-6,0	-7,2	-8,6	-10,4	
Net İşletme Sermaye Değişimleri	-32,1	-3,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,5	
Serbest Nakit Akımı	61,4	76,9	86,1	89,9	93,7	95,7	96,7
İskonto Faktörü	0,946	0,845	0,756	0,676	0,604	0,540	
İndirgenmiş Nakit Akımı	58,1	65,0	65,1	60,7	56,6	51,7	

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

İNA DEĞERLEME SONUÇLARI (USD)

Serbest Nakit Akımlarının Bugünü Değeri	357.172.766
Devem Eden Büyüme Oranı	1%
Devam Eden Değer	480.499.487
Firma Değeri	837.672.253
Net Finansal Borç	-3.037.810
Piyasa Değeri	840.710.063

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akımına %50, çarpan analizi yöntemine %50 ağırlık verilerek 14,25 milyar TL hedef değere ulaşılmıştır. Hedef değer hesaplamasında 18,9494 USD/TL döviz kuru dikkate alınmıştır. Bulunan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 108,60 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (ABD Doları)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022	1.123.417.155	0%	-
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022	663.423.442	50%	331.711.721
İNA	840.710.063	50%	420.355.032
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		100%	752.066.752

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)	752.066.752
USD / TL Kuru (14.03.2023)*	18,9494
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)	14.251.213.719
Ödenmiş Sermaye (TL)	105.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	135,73
Halka Arz İskontosu (%)	20%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)	108,60
Halka Arz Piyasa Değeri (TL)	11.403.000.000

*TCMB Tarafından Açıklanan USD / TL alış kurudur.

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler tarafından CW Enerji için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Şirketin fiyat tespitinde kullanılan analiz yöntemlerinin yeterli olduğu görüşünderiz. Bununla birlikte hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmesini makul karşılıyorruz. Sonsuz büyüme oranının %1 alınmasını muhafazakar olmakla birlikte makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK hesaplamasında 25,0x üzerinin uç değer olarak kabul edilmesi nedeniyle hesaplamaya dâhil edilmemiş olmasını makul karşılıyorruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı çarpanların hesaplanmasına karşın yurt içi çarpanlarına göre nispeten yüksek piyasa değeri sonuçların değerlemeye dahil edilmemesini muhafazakar olmak adına makul karşılıyorruz.
- Çarpan analizinde; BİST-Yıldız Pazar çarpanına %70, yüksek değer veren Yurt içi benzer şirketlere %30 ağırlık verilmesini olumlu buluyoruz.
- AOSM hesaplarken kullanılan Beta'nın 1 ve piyasa risk priminin %6 olarak kullanılmasını makul karşılıyorruz.

Sonuç olarak, CW Enerji için hesaplanan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 108,60 TL hedef fiyat belirlenmiştir. 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.