



CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.

***HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU – V***

01.01.2024-31.03.2024 DÖNEMİ

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. Maddesi uyarınca hazırlanmıştır.

1. GENEL BİLGİLER

CW Enerji; hâkim ve kurucu ortak Tarzan Tarık Sarvan'ın Almanya'da edinmiş olduğu bilgi ve deneyimleri ülkemizde değerlendirmek fikri doğrultusunda, enerji sektörünün alt sektörü olan yenilenebilir enerji kaynaklarından güneş enerjisi sektöründe fotovoltaiik panel üreticisi ve EPC (anahtar teslim proje) şirketi olarak üretim ve hizmet faaliyetleri yürütmek amacı ile 2010 yılında Antalya'da kurulmuştur.

Antalya Organize Sanayi Bölgesi ve Antalya Serbest Bölgede yer alan yaklaşık toplam 126.000 m2 alana sahip 2 adet depolama alanı dahil toplam 6 farklı lokasyonda faaliyetlerine devam eden Şirket yıllık 1,8 GW üretim kapasitesine ulaşmıştır.

Şirket, endüstriyel kurulumların yanı sıra konut tipi çatı kurulumlarında da güneş enerjisi çözüm hizmetleri, şebeke bağlantılı (On-Grid) güneş enerjisi sistemleri, şebekeden bağımsız akü/batarya destekli solar sistemler (Off-Grid), hibrit sistemler, güneş enerjili sulama sistemleri, LED aydınlatma sistemleri, güneş enerjili kamera sistemleri ve elektrikli araç şarj istasyonları gibi alanlarda faaliyet göstermektedir.

2022 yılı verilerine göre belirlenen Fortune 500 Türkiye listesinde 267.sırada ve 2023 yılı kapsamında "İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Araştırması'nda, üretimden satışlar kriterine göre 2022 yılı sıralamasına kıyasla 50 basamak birden yükselerek, Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu arasında 177. sırada yerini alan CW Enerji; panel üretiminin yanı sıra panel üretiminde hammadde olarak kullanılan EVA ve ayrıca lityum batarya enerji depolama sistemleri üretimlerine de başlamıştır.

2. RAPORUN KONUSU

İşbu Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın VII.128-1 sayılı Pay Tebliği ("Tebliğ")'nin 29. Maddesi 5. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri ve tespitleri içermektedir. İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

İşbu Rapora temel teşkil eden finansal bilgiler 01.01.2024- 31.03.2024 dönemine ait Şirket'in bağımsız denetimden geçmemiş konsolide finansal tablolarıdır. Finansal tablolar 13.06.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınlanmıştır.

Şirket'in ödenmiş sermayesinin 105.000.000 TL'den 123.750.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen toplam 18.750.000 TL nominal değerli paylar, mevcut ortak Tarzan Tarık Sarvan'a ait 6.250.000 TL nominal değerli paylar ve 5.000.000 TL ek satış dahil 30.000.000 TL nominal değerli paylarının halka arzına ilişkin izahname ve fiyat tespit raporu 14.04.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmıştır. Halka arz işlemi pay başına 108,6 TL satış fiyatından, 26-27-28 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleştirilmiştir. Halka arz edilen Şirket payları 05/05/2023 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da 108,60 TL/pay baz fiyat, "CWENE.E" kodu ve sürekli işlem yöntemiyle işlem görmeye başlamıştır.

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Şirket'in 26-27-28 Nisan 2023 tarihlerinde talep toplaması gerçekleşen halka arzına aracılık eden QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") ve Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Deniz Yatırım") tarafından 14.04.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda

yayımlanan 14.04.2023 tarihli fiyat tespit raporunda Şirket değeri hesaplanırken aşağıdaki Uluslararası Değerleme Standartları'nda (UDS) kullanılan 2 ana değerlendirme yaklaşımı esas alınmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı kapsamında- İndirgenmiş Nakit Analizi Akımları (İNA) Yöntemi**
- **Pazar Yaklaşımı kapsamında- Çarpan Analizi ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi**

Söz konusu değerlendirme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in belirli özelliklerine uygun olarak seçilmiştir.

a) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA):

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır. İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda yer almaktadır:

- Şirket'in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden olduğu için projeksiyonlar ABD Doları olarak hazırlanmıştır.
- Projeksiyonlar 2023-2028 aralığındaki dönemi kapsamaktadır.
- Şirket'in 2028 yılından sonrasına ilişkin devam eden (sonsuz) büyüme oranı %1 olarak öngörülmüştür.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") olarak %11,86 kabul edilmiştir.

b) Çarpan Analizi:

Bu yöntemde Şirket ile, yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizi yönteminde Şirket'in 2022 yılı FAVÖK'ü kullanılmıştır. Bu doğrultuda 2022 yılı FAVÖK tutarı 58,87 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları analizi, değerlemesi yapılacak Şirket'e benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu kapsamda hem Borsa İstanbul'da hem de yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketler incelenmiştir. İnceleme sonucunda CW Enerji'nin faaliyet alanlarında Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler ve yurt dışı borsalarda işlem gören ve CW Enerji'nin ana faaliyet alanlarına uygun şirketler seçilmiştir.

Yurt dışı benzer şirketler nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

4. FİYAT TESPİT RAPORU DEĞERLEME SONUCU

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50, yurt içi çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir. Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi hesaplamasında ve nihai değerlemede dikkate alınmamıştır.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

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	752.066.753

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki

tabloda sunulmaktadır:

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)	752.066.752
USD / TL kuru (14/03/2023) *	18,9494
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)	14.251.213.710
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

*Kaynak 14.04.2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması sonucu 135,73 TL olarak hesaplanan CW Enerji birim pay değerine %20 iskonto uygulanarak fiyat 108,6 TL olarak belirlenmiştir.

5. TAHMİN, GERÇEKLEŞME VERİLERİ VE SONUÇ

Gelir Tablosu Özeti*Milyon	Fiyat Tespit Raporu 2024 Yıl Sonu Tahmin edilen (USD)	Fiyat Tespit Raporu 2024 Yıl Sonu Tahmin edilen Çeyrek Bazında (USD)	31.03.2024 Gerçekleşme (USD)	31.03.2023 Gerçekleşme (USD)	03.2023-2023 Tam Yıla Oranı	31.03.2024 Tahmini USD	31.03.2024 Bazında Tahmini Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	701,6	175,4	76,9	95,9	23,4%	164,1	43,8%
Brüt Kar	120,6	30,2	21,4	21,8	22,8%	27,5	71,0%
Brüt Kar Marjı (%)	17,2%	17,2%	27,8%	22,7%		16,7%	161,9%
FAVÖK	108,9	27,2	16,9	19,7	23,7%	25,8	62,2%
FAVÖK Marjı (%)	15,5%	15,5%	22,0%	20,5%		15,7%	141,9%

*FAVÖK tutarı, Brüt Kar'dan Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin, Ar-Ge Giderlerinin çıkarılması ve sonrasında amortisman giderinin eklenmesi ile bulunmaktadır.

*Finansal tablo rakamları ilgili dönemin TCMB döviz alış kuru ile USD'a çevrilmiştir (31.03.2024:32,29 TL)

Fiyat Tespit Raporu 14.04.2023 tarihli olup, Şirketimizin 2022 yılı 12 aylık gerçekleştirmeleri dikkate alınarak hazırlanmıştır. Şirketimiz payları 05.05.2023 tarihinde Borsada Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamış olup 2023 yılı gerçekleştirmelerine ilişkin ilk değerleme raporu 08.06.2023 tarihinde kamuoyuna duyurulmuştur.

Bu defa Şirketimizin 2024 yılsonu ve 2024 ilk çeyrek sonu tahminlerine ve 2024 yılı ilk çeyrek sonu gerçekleşen verilerine yukarıdaki tabloda yer verilmiştir.

Şirketin faaliyet alanının yenilenebilir enerji kaynaklarından güneş enerjisi ile ilgili olması nedeniyle; ışıınım, güneşlenme süresin, hava sıcaklıkları, iklimi olumsuz etkileyebilecek mevsimsel koşullar ve iklim değışikliği şirketin faaliyetlerini doğrudan etkilemektedir.

Bu faktörlerden herhangi biri dönemsel hasılat rakamlarında değışkenliğe neden olabilir ve karlılığında dalgalanmaya yol açabilmektedir.

Tahmin ve Gerçekleşme Verileri:

Gerçekleşme rakamları; "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi veriler üzerinden hesaplanmıştır.

Şirketimiz 2024 yılı ilk çeyrek hasılatı 76,9 milyon USD, brüt kar 21,4 milyon USD ve FAVÖK 16,9 milyon USD seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılı ilk çeyrek brüt kâr marjı %27,8 ve FAVÖK marjı ise %22,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan faktörlerden hasılat hacmi, 2024 ilk çeyrek için esas alınan fiyat tespit raporu varsayımlarının belirlenmesinde kullanılan hasılat hacminin %43,8'i, brüt kar hacminin %71,0'i ve FAVÖK hacminin %62,2'si seviyesinde gerçekleşmiş; bu kapsamda 2024 yılı ilk çeyrek için esas alınan fiyat tespit raporundaki varsayımların altında kalmıştır.

Hasılat içerisinde 500 kWp üstü ve proje satışlarının %70'ten fazla paya sahip olması nedeniyle karlılık ağırlıklı bu gruptan elde edilmektedir. 500 kWp üstü ve proje satışlarının zamana yayılı ve hak ediş usulü ile yapılıyor olması nedeni ile mali verilere yansıma dönemlerinde değışkenlik söz konusu olmaktadır. Bu kapsamda, hasılat içerisinde %70'ten fazla paya sahip 500 kWp üstü ve proje satışlarının zamana yayılı gerçekleşiyor olması nedeni ile 2024 ilk çeyrek gerçekleştirmelerinde hacimler beklenen seviyelerin altında kalmıştır.

Bunun yanı sıra, Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen ve halka arz edilirken çerçevesi çizilen gelir tablosu projeksiyonu doğrultusunda Şirket'in 2024 ilk çeyrek gerçekleştirm rakamlarının Fiyat Tespit Raporunda belirtilen beklentinin hasılat bazında %43,8 ve karlılık bazında ise %71,0 seviyesinde gerçekleşmesinin sebepleri arasında 2023 yılsonunda da etkisini gösteren aşağıda yer alan sebeplerin etkisinin devam ettiği görülmektedir;

- 29.07.2023 tarihli ve 32263 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Elektrik Piyasasında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik ile Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliğine Eklenen Geçici Madde 9 ile 1 Ağustos 2023 ile 30 Eylül 2023 tarihi arasında şebeke işletmecilerine yeni tesisler için yapılacak başvuruların durdurulması,
- Yeni panel üreticilerinin piyasaya girişi ile değışen rekabet koşulları ve fiyat rekabeti nedeni ile panel satış fiyatlarında gözlemlenen düşüş,
- Çin'de gerçekleşen polisilikon kapasite artışı yatırımlarının faaliyete geçmesi ile birlikte küresel polisilikon arzının ciddi miktarda artış göstermesi ve polisilikon arzında yaşanan bu artışın güneş paneli bileşen fiyatlarına da yansması sonucu 2023 yılı içerisinde wafer, güneş hücresi ve güneş paneli fiyatlarının benzer seviyelerde gerilemesi,
- Teşvik bağlantı anlaşması ve yapı ruhsat süreçlerinin uzaması.

Saygılarımızla,

Denetimden Sorumlu Komite