

# CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

25 Nisan 2023



## İÇİNDEKİLER

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 1- HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER .....   | 1 |
| 2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ .....    | 2 |
| 3- FİNANSAL BİLGİLER .....             | 3 |
| 4- DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ ..... | 5 |
| 5- NİHAİ GÖRÜŞ .....                   | 8 |

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, CW Enerji A.Ş.'nin halka arzının, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 1- Halka Arza İlişkin Bilgiler

**Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

|                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İhraççı:                                   | CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirket                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| İhraççı Hakkında:                          | CW Enerji, 2010 yılındaki kuruluşundan 2016 yılına kadar güneş enerjisi üretim sistemlerine ilişkin olarak; (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) hizmetleri ile güneş enerjili sulama sistemleri üzerinde faaliyet göstermiştir. Şirket bu kapsamda, ihtiyaca özel olarak proje hazırlanması, gerekli ekipmanların temini ve bunların sahada kurularak çalışır şekilde teslim hizmetlerini sunmuştur. Şirket, 2016 yılından itibaren ise kurduğu tesislerde güneş paneli üretimi yapmaya başlamış, ürün ve hizmet gamını genişletmiştir.                                                  |
| Halka Arz Yöntemi:                         | En İyi Gayret Aracılığı - Sabit Fiyat ile Talep Toplama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer): | Sermaye Artırımı: 18.750.000 TL<br>Ortak Satış: 6.250.000 TL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Ek Satış:                                  | Ek Satış: 5.000.000 TL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı:     | Ek Satış Hariç : %20,20<br>Ek Satış Dahil : %24,24                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Talep Toplama Tarihleri:                   | 26 - 27 - 28 Nisan 2023                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Halka Arz Fiyatı:                          | 108,60 TL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Halka Arz Büyüklüğü:                       | Ek Satış Hariç : 2.715 mn TL<br>Ek Satış Dahil : 3.258 mn TL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Borsa Kodu/Pazar:                          | CWENE / Yıldız Pazar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:          | Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %43-%45'ini işletme sermayesini güçlendirme, %13-%15'lik kısmını yatırım ve modernizasyon harcamaları, %11 - %13'lük kısmını lisanslı veya lisanssız işletmede olan GES santral alımları, %10 - %12'lik kısmını öz tüketime yönelik GES santrali kuruluma, %8 - %10'luk kısmıyla depolama alanlarının genişletilmesi, %5- %7'lik kısmıyla finansman maliyetinin azaltılması ve %3-%5'lik kısmını anahtar teslim proje geliştirme amaçlı arazi satın alımları olarak değerlendirilmesi gibi harcama kalemlerinde kullanmayı planlamaktadır. |
| Fiyat İstikrarı İşlemleri                  | Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. Fiyat istikrarı fonu için satan ortaklara ait Payların halka arzından karşılanmak üzere toplam kaynak, ek satış gerçekleştirilmemesi durumunda brüt halka arz gelirin %20'si ile sınırlı olacaktır. Halka arzın ve ek satışın gerçekleşmesi durumunda ise toplam kaynak brüt halka arz gelirin %25'i ile sınırlı olacaktır.                                                                                                                                           |

**Kaynak: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu**

**Tablo 2 – Ortaklık Yapısı**

| Ortağın Adı Soyadı  | Pay Grubu | Halka Arz Öncesi   |               | Halka Arz Sonrası  |               | Halka Arz Sonrası        |               |
|---------------------|-----------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------------|---------------|
|                     |           | Sermaye            |               | Sermaye            |               | Sermaye - Ek Satış Dahil |               |
|                     |           | TL                 | Pay           | TL                 | Pay           | TL                       | Pay           |
| Tarzan Tarık Sarvan | A         | 24.675.000         | 23,5%         | 24.675.000         | 19,9%         | 24.675.000               | 19,9%         |
|                     | B         | 74.025.000         | 70,5%         | 67.775.000         | 54,8%         | 62.775.000               | 50,7%         |
| Volkan Yılmaz       | A         | 1.575.000          | 1,5%          | 1.575.000          | 1,3%          | 1.575.000                | 1,3%          |
|                     | B         | 4.725.000          | 4,5%          | 4.725.000          | 3,8%          | 4.725.000                | 3,8%          |
| Halka Açık Kısım    | B         |                    | 0,0%          | 25.000.000         | 20,2%         | 30.000.000               | 24,2%         |
| <b>Toplam</b>       |           | <b>105.000.000</b> | <b>100,0%</b> | <b>123.750.000</b> | <b>100,0%</b> | <b>123.750.000</b>       | <b>100,0%</b> |

**Kaynak: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu**

## **2- Şirket Hakkında Verilen Özet Bilgi**

### **2.1- Faaliyet Konusu Hakkında:**

CW Enerji; enerji üretim sektöründe üretim ve hizmet faaliyetleri yürütmek amacı ile 2010 yılında Antalya'da kurulmuştur. Şirket, enerji sektörünün alt sektörü olan yenilenebilir enerji kaynaklarından güneş enerjisi sektöründe fotovoltaik panel üreticisi ve anahtar teslim proje şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, güneş enerjisi sektöründe faaliyet gösteren ekipman üreticileri arasında yer almaktadır. Bu kapsamda panel üretiminin yanı sıra panel üretiminde ham madde olarak kullanılan EVA ve lityum batarya üretimi için tamamlanmış yatırımları bulunmaktadır. Şirketin ana faaliyet konusu 4 kategoride toplanabilir; Güneş Paneli Üretimi ve Satışı, Anahtar Teslim Güneş Enerjisi Santrali Kurulumu, Güneş Enerjisi Ekipmanlarının Ticareti ve diğer endüstriyel kurulumların yanı sıra konut tipi çatı kurulumlarında da güneş enerjisi çözüm hizmetleri sunmaktadır. Şirket, şebeke bağlantılı güneş enerjisi sistemleri, şebekeden bağımsız akü/batarya destekli sular sistemler, hibrit sistemler, güneş enerjili sulama sistemleri, LED aydınlatma sistemleri, güneş enerjili kamera sistemleri ve elektrikli araç şarj istasyonları gibi alanlarda da faaliyet göstermekte ve hizmet sunmaktadır.

CW Enerji, 2010 yılındaki kuruluşundan 2016 yılına kadar geçen sürede güneş enerjisi üretim sistemlerine ilişkin olarak; mühendislik, tedarik ve inşaat hizmetleri ile güneş enerjili sulama sistemleri üzerinde faaliyet göstermiştir. Şirket bu kapsamda, ihtiyaca özel olarak proje hazırlanması, gerekli ekipmanların temini ve bunların sahada kurularak çalışır şekilde teslim hizmetlerini sunmuştur. Şirket, 2016 yılından itibaren ise kurduğu tesislerde güneş paneli üretimi yapmaya başlamış, ürün ve hizmet gamını genişletmiştir.

Şirket, faaliyetlerine 2010 yılında Antalya OSB 2.Bölge'de GES projelerine sadece kurulum faaliyeti olan anahtar teslim kurulum hizmetleri ile başlamıştır. 2013 yılında Lisanssız Enerji Yönetmeliği'nin devreye girmesiyle hızlanan yatırımlarla birlikte şirket, "entegre yapı"ya ulaşmak üzere 2015 yılında Antalya OSB 3.Bölge'de bir arazi satın alarak burada yıllık 30 MWp kapasiteye sahip üretim hattı yatırımına başlamıştır. 2016 yılı itibarıyla şirket merkezi bu adrese taşınmış ve panel üretim faaliyetleri burada sürdürülmüştür.

Şirketin ve sektörün büyümesine paralel olarak artan talep sonucu 2017 yılında tesislerin yanında bulunan toplam 5.068 M<sup>2</sup>'lik alan da kiralanmış, panel üretim kapasitesini 330 MWp güce yükseltmiştir. 2017 yılından sonra sektörün ve şirketin büyümesi daha da hızlanmış ve gelen taleplere cevap verebilmek amacıyla bugün de ana fabrika konumunda bulunan Antalya OSB 1. Bölge'deki 44.734 m<sup>2</sup> büyüklüğündeki arsa satın alınarak yeni fabrika yatırımına başlanmıştır. 2018 – 2023 döneminde hem Antalya OSB 1. Bölgede bulunan yaklaşık 28.230 m<sup>2</sup> kapalı Alana sahip tesiste hem de Antalya OSB 3. Bölgede bulunan tesiste yapılan çeşitli yatırımlar sonucu şirketin çeşitli kapasitelere sahip 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.

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %43-%45'ini işletme sermayesini güçlendirme, %13-15'lik kısmını yatırım ve modernizasyon harcamaları, %11-13'lük kısmını lisanslı veya lisanssız işletmede olan GES santral alımları, %10-%12'lik kısmını öz tüketime yönelik GES santrali kurulumuna, %8-10'luk kısmıyla depolama alanlarının genişletilmesi, %5-7'lik kısmıyla finansman maliyetinin azaltılması ve %3-5'lik kısmını anahtar teslim proje geliştirme amaçlı arazi satın alımları olarak değerlendirilmesi gibi harcama kalemlerinde kullanmayı planlamaktadır.

### 3- Finansal Bilgiler

**Tablo 3 – CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. – Karşılaştırmalı Bilanço**

| Bilanço (TL)                                                                                 | 31.12.2020         | 31.12.2021           | 31.12.2022           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                                                       | <b>225.062.015</b> | <b>495.030.963</b>   | <b>3.036.101.229</b> |
| 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          |
| Diğer Alacaklar                                                                              | 10.033.136         | 1.646.114            | 12.634.313           |
| 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          |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                                                       | <b>234.649.782</b> | <b>634.564.197</b>   | <b>1.400.105.822</b> |
| Diğer Alacaklar                                                                              | 886.714            | 62.161               | 285.241              |
| Kullanım Hakkı Varlığı                                                                       | 93.113.030         | 422.113.078          | 426.296.449          |
| Maddi Duran Varlıklar                                                                        | 88.257.720         | 171.609.720          | 798.342.271          |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                                                                | 2.151.350          | 40.779.238           | 44.614.561           |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                                                                     | 50.240.968         | -                    | 130.567.300          |
| <b>TOPLAM AKTİFLER</b>                                                                       | <b>459.711.797</b> | <b>1.129.595.160</b> | <b>4.436.207.051</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                                                             | <b>174.615.151</b> | <b>534.235.807</b>   | <b>2.663.943.835</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                                                                     | 9.049.231          | 38.865.374           | 33.016.076           |
| Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları                                                  | 21.318.022         | 56.382.964           | 65.221.741           |
| Kiralama İşlemlerden Borçlar                                                                 | 22.552.336         | 25.730.729           | 34.396.568           |
| Ticari Borçlar                                                                               | 91.739.505         | 263.032.760          | 1.161.385.384        |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar                                             | 1.959.946          | 1.769.278            | 5.353.023            |
| Diğer Borçlar                                                                                | 1.885.057          | 3.345.396            | 3.760.191            |
| Türev Araçlar                                                                                | -                  | -                    | 822.825              |
| Ertelenmiş Gelirler                                                                          | 23.955.690         | 143.497.095          | 1.354.910.201        |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                                                              | 1.720.983          | 830.349              | 2.461.644            |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                                                      | 434.381            | 781.862              | 2.616.182            |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                                             | <b>96.487.920</b>  | <b>113.850.151</b>   | <b>388.585.740</b>   |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                                                     | 36.619.722         | 55.349.684           | 323.378.541          |
| Kiralama İşlemlerden Borçlar                                                                 | 57.265.459         | 45.924.002           | 53.069.702           |
| 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            | -                    |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>                                                                  | <b>271.103.071</b> | <b>648.085.958</b>   | <b>3.052.529.575</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                                                              | 105.000.000        | 105.000.000          | 105.000.000          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler | (567.475)          | 289.334.668          | 287.231.081          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler                  | -                  | -                    | 59.889               |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                                          | 5.250.000          | 10.016.986           | 10.016.986           |
| Geçmiş Yıl Kar/(Zararları)                                                                   | 52.993.856         | 74.159.215           | 77.157.548           |
| Net Dönem Karı/(Zarar)                                                                       | 25.932.345         | 2.998.333            | 904.211.972          |
| <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>                                                                    | <b>188.608.726</b> | <b>481.509.202</b>   | <b>1.383.677.476</b> |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                                                                      | <b>459.711.797</b> | <b>1.129.595.160</b> | <b>4.436.207.051</b> |

Kaynak: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

**3- Finansal Bilgiler****Tablo 4 – CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. – Karşılaştırmalı Gelir Tablosu**

| <b>Gelir Tablosu (TL)</b>                                    | <b>31.12.2020</b> | <b>31.12.2021</b>  | <b>31.12.2022</b>    |
|--------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Hasılat                                                      | 452.411.065       | 1.002.995.682      | 4.758.256.196        |
| Satışların Maliyeti                                          | -382.161.689      | -842.940.412       | -3.675.674.015       |
| <b>Brüt Kar</b>                                              | <b>70.249.376</b> | <b>160.055.270</b> | <b>1.082.582.181</b> |
| Genel Yönetim Giderleri                                      | -11.566.756       | -20.987.074        | -55.923.658          |
| Pazarlama Giderleri                                          | -8.329.591        | -18.252.438        | -62.727.484          |
| 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         |
| <b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>                             | <b>76.179.212</b> | <b>78.760.844</b>  | <b>913.848.607</b>   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                            | 3.180.322         | 21.464.031         | 8.221.949            |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                            | -5.787.913        | -744.458           | -404.681             |
| <b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b> | <b>73.571.621</b> | <b>99.480.417</b>  | <b>921.665.875</b>   |
| Finansman Gelirleri/Giderleri (-)                            | -38.729.378       | -106.958.044       | -157.216.946         |
| <b>Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>    | <b>34.842.243</b> | <b>-7.477.627</b>  | <b>764.448.929</b>   |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri</b>             | <b>-8.909.898</b> | <b>10.475.960</b>  | <b>139.763.043</b>   |
| Dönem Vergi Gideri/Geliri                                    | 0                 | 0                  | 0                    |
| Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri                               | -8.909.898        | 10.475.960         | 139.763.043          |
| <b>Dönem Karı/Zararı</b>                                     | <b>25.932.345</b> | <b>2.998.333</b>   | <b>904.211.972</b>   |

*Kaynak: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu*

#### 4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

QNB Finans Yatırım, CW Enerji A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini eşit ağırlıklandırarak kullanmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (FD/FAVÖK)
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

##### 4.1- Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde, Firma Değeri/FAVÖK çarpanı dikkate alınmış ve çarpan hem yurt içi hemde yurt dışı borsalarda işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerin değerleri için kullanılmıştır. Seçilen şirket kümesinde yapılan incelemeler sonrasında CW Enerji'nin faaliyet alanına uygun işlem görmekte olan şirketler seçilmiştir. Yurt dışı benzer şirketler nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamış, ilgili çarpan değerlerinin ortaya çıkan sonucu bilgi amaçlı paylaşılmıştır.

**Tablo 5 – CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Değerinin Firma Değeri / FAVÖK**

| Yurt Dışı Benzer Şirketler (USD)          | FD/FAVÖK 2022      |
|-------------------------------------------|--------------------|
| FAVÖK 2022                                | 58.867.385         |
| <b>Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı</b> | <b>19.0x</b>       |
| Çarpan Analizi Firma Değeri               | 1.120.379.345      |
| Net Finansal Borç                         | (3.037.810)        |
| <b>Piyasa Değeri</b>                      | <b>840.710.063</b> |

| Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri (USD)          | FD/FAVÖK 2022        |
|-------------------------------------------------------------|----------------------|
| FAVÖK 2022                                                  | 58.867.385           |
| <b>Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri Çarpanı</b> | <b>19.6x</b>         |
| Çarpan Analizi Firma Değeri                                 | 1.152.594.870        |
| Net Finansal Borç                                           | (3.037.810)          |
| <b>Piyasa Değeri</b>                                        | <b>1.155.632.630</b> |

| BIST Yıldız Pazar (USD)                                     | FD/FAVÖK 2022      |
|-------------------------------------------------------------|--------------------|
| FAVÖK 2022                                                  | 58.867.385         |
| <b>Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri Çarpanı</b> | <b>7.6x</b>        |
| Çarpan Analizi Firma Değeri                                 | 449.438.837        |
| Net Finansal Borç                                           | 3.037.810          |
| <b>Piyasa Değeri</b>                                        | <b>452.476.647</b> |

| Yurt içi Çarpan Analizi Sonuçları                                    | Ağırlık (%) | Piyasa Değeri (USD) |
|----------------------------------------------------------------------|-------------|---------------------|
| Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri FDFAVÖK Çarpanı Yöntemi | 30%         | 1.155.632.630       |
| Yurt içi BIST Yıldız Pazar FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi                  | 70%         | 452.476.647         |
| <b>Yurt içi Çarpan Analizi Piyasa Değeri</b>                         |             | <b>663.423.442</b>  |

**Kaynak: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu**

#### 4.2- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

##### 4.2.1- CW Enerji'nin Konsolide Olmayan (Solo) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

QNB Finans Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun CW Enerji İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

- ✓ CW Enerji'nin satış gelirleri güneş paneli, invertör, güneş enerjisi santrali kurulumu için gereken diğer ticari mal satışlarına ek olarak sahip olduğu GES santrallerinden elektrik satış gelirleri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Şirket bu kapsamda 2023-2029 yılları için satışlarını dolar bazında projekte etmiş olup yıllar itibarıyla satış tutarlarındaki gelişim 2023 yılında 638 milyon USD olup yıllar itibarıyla artarak 2029 yılında 831 milyon USD'ye ulaşması öngörülmüştür.
- ✓ 2020 - 2022 yılları arasında sırasıyla %15,5, %16,0 ve %22,8 seviyelerinde gerçekleşen brüt kar marjına karşın 2023 yılı için brüt kar marjının 50 baz puan azalışla %22,3 seviyesinde gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. Tahmin döneminin ilerleyen yıllarında ise brüt kar marjının %17,2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- ✓ CW Enerji'nin 2022 yılında %2,6 olan faaliyet giderlerinin satışlara oranının, projeksiyon dönemin içerisinde de benzer bir seyir izleyeceği ve devam eden yıllarda %2,6 seviyesinde sabit kalacağı beklenmektedir.
- ✓ Projeksiyon döneminde, CW Enerji'nin 2022 yılında gerçekleşmiş olan %21,4 olan FAVÖK marjının ilerleyen yıllarda dalgalı bir seyir izlemesi öngörülmüştür. 2023 yılında FAVÖK marjının 80 baz puan gerileyerek %20,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken, devam eden yıllarda ortalama FAVÖK marjının %15,6 seviyesinde gerçekleşmesi öngörüldü. 2024 ve 2025 yıllarında %15,5, 2026 ve 2027 yıllarında %15,6 ve 2028 %15,7 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- ✓ Net işletme sermayesi ihtiyacı kapsamında, işletme sermayesi devir hızlarının 2023'te geçmiş son 3 dönem (2020, 2021 ve 2022) bilanço dönemleri itibarıyla hesaplanan devir hızlarının ortalamasına paralel gelişeceği, projeksiyon dönemi boyunca ise sabit olacağı varsayılmıştır.
- ✓ Şirketin projeksiyon dönemi boyunca hedeflediği satış gelişimi için ek bir üretim kapasite yatırımı harcaması yapması gerekmemekle birlikte, 2023 yılı için 12,5 milyon USD panel üretim hattı modernizasyon yatırımı öngörülmektedir. Bu yatırımlara ek olarak 2025 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl idame ve bakım harcamaları yapılacağı varsayılmaktadır.

İNA sonucunda, CW Enerji'nin özsemaye değeri 840.7 mn \$ olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 6 – CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Solo Değeri**

| İNA Değerleme Sonuçları (USD)                   |                    |
|-------------------------------------------------|--------------------|
| <b>Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri</b> | <b>357.172.766</b> |
| Devam Eden Değer Büyüme Oranı                   | 1%                 |
| <b>Devam Eden Değer</b>                         | <b>480.499.487</b> |
| <b>Firma Değeri</b>                             | <b>837.672.253</b> |
| Net Finansal Borç                               | (3.037.810)        |
| <b>Piyasa Değeri</b>                            | <b>840.710.063</b> |

*Kaynak: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. . Fiyat Tespit Raporu*

**4.3- Sonuç**

QNB Finans Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları metodu incelenmiş olup, nihai aşamada İNA %50 ve Piyasa çarpanları %50 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri belirlenmiştir. **Bu analiz sonucunda CW Enerji A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 14.251.213.719 TL olup hisse başı fiyatı 135,73 TL hesaplanmaktadır.** Tespit edilen değere %20,00 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, **halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 108,60 TL olarak tespit edilmiştir.**

**Tablo 8 – CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Değerleme Sonucu Tablosu**

| Değerleme Sonucu (ABD Dolar)                  | 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                      |
| <b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)</b> |               | <b>100%</b> | <b>752.066.753</b>               |
| USD / TL (14.03.2023)*                        |               |             | 18,9494                          |
| <b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)</b>  |               |             | <b>14.251.213.719</b>            |
| Ödenmiş Sermaye (TL)                          |               |             | 105.000.000                      |
| <b>Birim Pay Değeri (TL)</b>                  |               |             | <b>135,73</b>                    |
| Halka Arz İskontosu (%)                       |               |             | 20%                              |
| <b>Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)</b>        |               |             | <b>108,60</b>                    |
| Halka Arz Piyasa Değeri (TL)                  |               |             | 11.403.000.000                   |

*Kaynak CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu*

**5- Nihai Görüş**

- ✓ Fiyat Tespit Raporunda CW Enerji ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yönteminin birlikte ve eşit ağırlıklandırılarak kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- ✓ Piyasa yaklaşımı analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılma gerekçeleri ile FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarının neden kullanılmamış olduğuna dair ayrıntılı açıklamalara yer verilmesinin makul, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Çarpan analizi kapsamında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin incelenmesini daha sağlıklı değer tespiti için olumlu olduğunu, ancak yurt dışı benzer şirket çarpanlarına yer verilmemesinin nedenlerine dair detaylı ve anlaşılır açıklamaya yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- ✓ Yurt içi benzer şirket çarpanlarına dair analizde BİST Yıldız Pazar ve Elektrik Ekipman Üreticileri alanında faaliyet gösteren şirketlerin ayrı ayrı ele alınmasını ve sırasıyla %70 ve %30 şeklinde ağırlıklandırılarak değerlendirilmesinin makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Nihai değerlendirme aşamasında İNA ve yurt içi benzer şirket çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasını ve bulunan piyasa değerine uygulanan %20 halka arz iskontosunun makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, CW Enerji A.Ş. için 108,60 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

**ÇEKİNCE**

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.