

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
(“CW Enerji” veya “Şirket”)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

İçindekiler

Yasal Sorumluluk Sınırı	2
Halka Arza İlişkin Bilgiler.....	2
Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
Finansal Tablolar.....	9
Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	12
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler.....	16

Yasal Sorumluluk Sınırı

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29 maddesine istinaden ICBC Turkey Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ICBC Yatırım") tarafından QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("QNB Finans Yatırım") aracılığıını üstlendiği CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("CW Enerji") paylarının halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım'ın hazırladığı 14.03.2023 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") değerlendirmek amacıyla yazılmış olup, herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Raporda yer verilen tüm bilgi ve rakamlar, 14.04.2023 tarihinde KAP'ta açıklanan CW Enerji Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin ve eklerinin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlardan dolayı ICBC Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

İhraççı	CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("CW Enerji")
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Nisan 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	105.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	123.750.000 TL
Halka Arz Oranı (Ek Satış Dahil)	%20,2 (Ek Satış Dahil: %24,2)
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 18.750.000 TL Ortak Satışı: 6.250.000 TL Ek Satış: 5.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Nominal)	25.000.000 TL (Ek Satış Dahil: 30.000.000 TL)
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluşlar	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. & Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	108,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.715.000.000 TL (Ek Satış Dahil: 3.258.000.000 TL)
Fon Kullanım Yeri	<ul style="list-style-type: none">- İşletme Sermayesi Güçlendirme: %43-%45- Yatırım ve Modernizasyon Harcamaları: %13-%15- Lisanslı veya Lisanssız İşletmede olan GES Santral Alımları: %11-%13- Öz Tüketime Yönelik Çatı ve Arazi Tip GES Kurulması: %10-%12

	<ul style="list-style-type: none">- Depolama Alanlarının Genişletilmesi: %8-%10- Finansman Maliyetinin Azaltılması: %5-%7- Anahtar Teslim Proje Geliştirme Amaçlı olarak Arazi Satın Alımları: %3-%5
Borsa Kodu	CWENE
Tahsisat Grupları	<ul style="list-style-type: none">- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%80)- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%20)

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

Halka Arzdan Elde Edilecek Fonun Kullanım Yeri

Şirket'in sermaye artırımını ile gerçekleşecek halka arzdan 2.036.250.000 TL brüt, 1.962.710.000 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir. CW Enerji'nin halka arzdan sağlanması beklenen gelirleri aşağıdaki amaçlar için kullanması planlanmaktadır.

1. Yurt İçi Üretim Kapasitesinin Artırılması İçin İlave Makine Alınması ve Fabrika İnşaatı

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 miktarının da artan piyasa talebine bağlı olarak artırılması gerektirmekte ve bu ticareti 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 işkolunda da karlılığı artıracacağı öngörülmektedir. Bu amaç doğrultusunda halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık +43-%45'i ciro ve karlılık artışı amaçlı olarak işletme sermayesinde kullanılacaktır.

2. Yatırım ve Modernizasyon Harcamaları

Şirket'in büyüme hedefine paralel olarak; iş makineleri, mevcut makine hatlarının gelişen teknolojiye göre modernizasyonu ve talebe göre artırılması, lisansa sahibi olduğu Araç Şarj İstasyonu Ağı'nın genişletilmesi ve deneme üretimi başlayan EVA üretim kapasitesinin artırılması planları bulunmaktadır. Bu yatırımlar ciro ve karlılık artışında olumlu yönde katkı sağlayacak şekilde planlanacaktır. Bu kapsamda net halka arz gelirinin %13-%15'i bu alanlarda yeni yatırım ve modernizasyon için kullanılacaktır.

3. Lisanslı veya Lisanssız İşletmede olan GES Santral Alımları

Şirket mevcutta bulunan 10,55 MW (10 adet) YEKDEM kapsamında bulunan Lisanssız Güneş Enerji Santrallerine ek olarak yaklaşık 10 MW faaliyetine devam etmekte olan Lisanslı veya Lisanssız Güneş Enerji

santrali satın almayı planlamaktadır. Satın alınması planlanan bu santraller şirkete ilerleyen yıllarda sabit getiri imkanı yaratacaktır. Halka arzdan elde edilen gelirin yaklaşık %11-%13'ünün bu kapsamda kullanılması planlanmaktadır.

4. 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 alış karlılığına önemli oranda katkı sağlanacaktır. Bu kapsamda halka arzdan elde edilen net gelirin yaklaşık %10-%12'si bu amaçla kullanılacaktır.

5. Depolama Alanlarının Genişletilmesi

Şirket'in güneş paneli üretim kapasitesi yapılan yatırımlar sonucunda 2023 ilk yarısında 1800 MW'a ulaşması planlanmaktadır. Artan kapasiteyle uyumlu olarak gerek hammadde gerek üretilen Güneş Enerji Panelleri ve gerekse ticari ürünlerin depolanması için depolama alanlarının genişletilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda 23,000 m² ek hammadde ve ticari ürün depolama alanı 2023 yılı ikinci yarısında inşa edilecektir. Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %5-%10'u bu amaçla kullanılacaktır.

6. Finansman Maliyetinin Azaltılması

Bunun haricinde döviz riski ve finansman giderini azaltma ve finansal rasyoları iyileştirme amaçlı olarak döviz cinsinden krediler kapatılacaktır. Bu bağlamda, hala arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %5-%57'si mevcut kredilerin geri ödenmesinde kullanılacaktır.

7. 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 faaliyetlerini 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.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek satış dahil)	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Tarzan Tarık Sarvan	A	24,675,000	23,5	24,675,000	19,94	24,675,000	19,94
	B	74,025,000	70,5	67,775,000	54,77	62,775,000	50,73
Volkan Yılmaz	A	1,575,000	1,5	1,575,000	1,27	1,575,000	1,27
	B	4,725,000	4,5	4,725,000	3,82	4,725,000	3,81
Halka Açılan Kısım	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 ve Halka Arz İzahnamesi

Şirket Hakkında Özet Bilgi

CW Enerji, hakim ve kurucu ortak Tarzan Tarık Sarvan'ın Almanya'da edinmiş olduğu bilgi ve deneyimleri ülkemizde değerlendirmek fikri doğrultusunda fotovoltaik panel üretimi gerçekleştirerek, 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 EPC (anahtar teslim proje) şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, güneş enerjisi sektöründe faaliyet gösteren ekipmanları üreticileri arasında yer almaktadır. Bu kapsamda panel üretiminin yanı sıra panel üretiminde hammadde olarak kullanılan EVA ve lityum batarya üretimi için tamamlanmış yatırımları bulunmaktadır.

Bu çerçevede, Şirket'in ana faaliyet konusu 4 kategoride toplanabilir:

- Güneş Paneli Üretimi ve Satışı
- EPC – Anahtar Teslim Güneş Enerjisi Santrali Kurulumu
- Güneş Enerjisi Ekipmanları Ticareti
- Diğer

Şirket üretim faaliyetlerini, Antalya ili, Döşemealtı ilçesi, Antalya Organize Sanayi Bölgesi 1. Kısım'da bulunan toplam 44.734 m² alan üzerinde kurulu 28.230 m² kapalı alana sahip üretim tesisinde yürütmektedir. Şirket, mevcut durumda 1800 MW üretim kapasitesine sahiptir. Bunun yanında Antalya Döşemealtı ilçesi, Antalya Organize Sanayi Bölgesi 3. Kısım'da bulunan Şirket'in eski üretim tesisi, depo olarak kullanılmakta olup, toplam 7023 m² alan üzerine kurulu 9747 m² kapalı alana sahiptir. Her iki tesisin mülkiyeti CW Enerji'ye aittir. Türkiye genelindeki satış noktaları ile güneş enerjisinden elektrik üretimi sistemleri için gerekli tüm ürünlerin satışı gerçekleştirilmektedir. Grup'un konsolide brüt satışlarının 31.12.2022 itibarıyla yaklaşık %95,1'i yurtiçi ve %4,9'u yurtdışı satışlardan oluşmaktadır.

Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmelerin önemli aşamaları aşağıda yer almaktadır;

CW Enerji'nin Seçilmiş Tarihsel Gelişimi	
2010-2013	Şirket, 03.12.2020 tarihinde 100.000 TL kuruluş sermayesiyle Antalya Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne tescil edilerek "CW Enerji Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi" unvanı ile kurulmuştur. 2013 yılında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği'nin yürürlüğe girmesi ile birlikte Şirket tarafından 1,3 MW büyüklüğünde 5 adet On-Grid (Şebeke bağlantısı olarak kurulan güneş enerjisi sistemi) projesi üzerinde çalışma başlatılmıştır.
2014-2015	Isparta İl Emniyet Müdürlüğü için kurulumu tamamlanan 50 KwP kurulu güce sahip tesis, Türkiye'de o tarihlerde kurulan sınırlı sayıda Fotovoltaik Sistem Destekli Elektrik Araç Şarj İstasyonları arasında yerini almıştır. 2014 yılı itibarıyla lisanssız güneş santralleri projelerinde devreye alınan tesisler ile CW Enerji iş hacmini artırmıştır. Şirket 2014-2015 döneminde anahtar teslim proje satışlarına ek olarak perakende ve toptan satış alanlarında da satış hacmini artırmış ve 2014 yılında hasılat tutarını 14,6 milyon TL'ye; 2015 yılında 51,4 milyon TL'ye çıkarmıştır. 2015 yılında hem satış ağının hem de ürün gamının genişletilmesi konularında sağlanan büyüme ile birlikte Şirket, güneş paneli üretimi planlarını hayata geçirmek amacıyla Ağustos 2015'te bugün EVA deneme üretiminin devam ettiği Antalya OSB 3. Kısım'da yer alan fabrikanın arazisini satın alarak, üretim faaliyetlerine başlamak üzere mülkiyeti kendine ait tesisinde yatırıma başlamıştır.
2016-2019	2016 yılında tamamlanan yatırımlar ile birlikte yıllık 30 MWp kapasite ile güneş paneli üretimine başlamıştır. Şirket faaliyetlerindeki artış ile birlikte Haziran 2017'de Antalya OSB 1. Kısımda yer alan üretim tesisinin yanında bulunan 4818 m ² 'si kapalı alan olmak üzere toplam 5068 m ² 'lik alan da kiralanarak depo amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. Aynı dönemde yapılan yeni yatırımlarla üretim kapasitesi yıllık 330 MWp'e ulaşmıştır. Temmuz 2017'de fabrika binasının çatısına kurulan 457,6 kWh'lık güneş enerjisi santrali ile Şirket öz tüketiminin önemli bir kısmını kendi karşılamaya başlamıştır. 03.05.2018 tarihinde nevi değişikliğine gidilerek Limited Şirketten Anonim Şirkete dönüşüm yapılmış ve Şirket mevcut unvanı CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. unvanına sahip olmuştur. 2018 Eylül ayı içerisinde Sanayi Tipi Yapıların Çatılarında kullanılacak bina entegre fotovoltaik güneş paneli faydalı model tescili alınmıştır. 2019 yılı itibarıyla kurumsal yapı çalışmalarına yönelik çalışmalarını başlatan Şirket, aynı zamanda Elektrik Piyasasında Lisans Yönetmeliğinde yapılan değişiklik ile mevcut üretim tesislerine ek olarak yardımcı kaynak kurulmasına imkan sağlayan "hibrit santraller" in tanımlanması ve bu kapsamda yardımcı kaynak olarak GES kurulabilmesinin önü açılmıştır.
2020-2021	2017 yılında satın alınan Antalya OSB 1. Kısım'daki arazi üzerinde başlayan yatırımlar çerçevesinde yıllık 500 MWp kapasiteye sahip panel üretim hattı devreye alınarak 2 fabrikada yıllık toplam 920 MWp üretim kapasitesine ulaşılmıştır. Çok yönlü kullanıma uygun güneş panel destekli şemsiye faydalı model tescil ettirilmiştir. 2021 yılında da devam eden yatırımlar sonucu yıllık toplam panel üretim kapasitesi 1399 MWp seviyesine ulaşmıştır. Bu itibarla Şirket, Türkiye'nin önde gelen yerli güneş paneli üreticisi konumuna gelmiştir. İhracat hacminin artırılması amacıyla, 2017 yılında Tarzan Tarık Sarvan tarafından kurulan daha sonra 2018 yılında Sabri Korkmaz'a devredilen CW International Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. payları 06.11.2021 tarihinde Sabri Korkmaz'dan devralınarak, Şirket bünyesine alınmıştır ve bu sayede serbest bölge avantajlarından yararlanılmaya başlanılmıştır.
2022-2023	Almanya ve Avrupa ülkelerine doğrudan satış gerçekleştirilmesi amacıyla Almanya'da TTATT AG unvanlı bir bağlı ortaklık kurulmuştur. Şirket, başta Lübnan, Tunus, Makedonya ve Almanya olmak üzere yaklaşık 43 ülkeye ihracat yapmaktadır. Şirket'in 2022 yılı ihracatı tutarına göre

	<p>Lübnan %19, Tunus %13, Makedonya %16 pay ile ilk sıralarda yer almaktadır. Şirket'in kısa vadeli ihracat hedefi, Avrupa ülkelerine doğrudan satış yaparak Pazar payını global olarak genişletebilmektedir. 2022 yılında, Almanya'da depo kiralayan Şirket başta Benelux ülkeleri, Fransa, İtalya ve doğu bloğu ülkeleri olmak üzere birçok ülkeye ihracat yapabilmek amacı ile bölgesel bayilik görüşmelerine devam etmektedir.</p> <p>Şirket'in 10 adet şubesi bulunmaktadır. Bu şubelerden Fabrika Şubesi ve Bursa Şubesi hariç, diğerleri 2020 ve 2021 yıllarında devralma yoluyla birleşilen 8 adet şirketin 5 farklı ildeki şubeleridir. Birleşme işlemlerinden sonra şubeler Şirket unvanı ile ticaret siciline tescil edilmiştir. Söz konusu 8 şubenin birer ofisi bulunmakla birlikte, ayrı sermayesi, bulunmamakta ve ofisler fiilen kullanılmamaktadır.</p>
--	--

Kaynak: CW Enerji Halka Arz İzahnamesi

Şirket'in Bağlı Ortaklıkları ve İştirakleri

Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla hazırlanan konsolide finansal tablolara konu edilen Türkiye Cumhuriyeti'nde 5 ve Almanya'da 1 adet olmak üzere toplamda 6 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bu bağlı ortaklıklardan; Tasfiye Halinde Merthisar İnşaat Enerji Danışmanlık Sanayi ve Ticaret LTD. Şti., Tasfiye Halinde CGS International Enerji Üretim A.Ş. ve CW Enerji Can Küçüköğlü Restaurant Lütfü Küçüköğlü Adi Ortaklığı konsolide finansal tablolara dahil edilmemiştir. Tasfiye Halinde Merthisar İnşaat Enerji Danışmanlık Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Tasfiye Halinde CGS International Enerji Üretim A.Ş. şirketlerinin terkin işlemleri başlatılmıştır. CW Enerji Can Küçüköğlü Restaurant Lütfü Küçüköğlü Adi Ortaklığı için vergi dairesine kapanış dilekçesi verilmiş ve adi ortaklığın kapanışı gerçekleştirilmiştir. CW International Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş., Ereğli Organizasyon İnşaat Hayvancılık Tarım Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve TTATT AG unvanlı bağlı ortaklıklara ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Ticaret Unvanı	Merkez	Kuruluş Yılı	Faaliyet Konusu	Sermaye Tutarı	CW Enerji İştirak Payı (%)
CW International Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	Türkiye	2017	Güneş enerjisi paneli, güneş enerjisi sistemi ürünleri alım satımı	1.000.000 TL	100
Kapatılan CW Enerji-Can Küçüköğlü Restaurant Lütfü Küçüköğlü Adi Ortaklığı	Türkiye	2018	Küçük Çaltıcak Gğnübirlık Tesisi'ni işletmek amacıyla kurulmuş olup, gayrifaaaldir.	-	99,99
Tasfiye Halinde CGS International Enerji Üretim A.Ş.	Türkiye	2018	Hücre üretimi faaliyeti amacıyla kurulmuştur.	50.000.000 TL	73,83
Ereğli Organizasyon İnşaat Hayvancılık Tarım Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	2020	Güneş enerjisi santralinde ürettiği elektriğın satışı	50.000.000 TL	100

Tasfiye Halinde Merthisar İnşaat Enerji Danışmanlık Sanayi ve Ticaret Ltd. Sti.	Türkiye	2020	Güneş Enerjisi santalinden elektrik enerjisi üretimi faaliyeti amacıyla kurulmuştur.	20.000.000 TL	100
TTAG AG	Almanya	2022	Güneş enerjisi ürünleri ticareti, kurulumu ve yenilenebilir enerji sistemleri hizmeti	50.000 Euro	100

Net Satışlar

Şirket'in ana kategoriler bazında satış gelirlerini aşağıda yer alan tabloda sınıflandırılmıştır:

Net Satışlar (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Güneş Paneli Satışları (Proje Dışı)	319,394,817	559,059,178	2,705,277,147
İnvertör Satışları	13,561,852	40,274,721	147,195,608
Diğer Satışlar*	31,561,061	42,131,472	202,022,778
Proje Satışları (Zamana Yayılı) **	87,893,335	361,530,311	1,703,760,663
Toplam	452,411,065	1,002,995,682	4,758,256,196

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

* Diğer satışlar, GES gelirleri ve mühendislik hizmet geliri, hurda satış geliri, teşvik gelirleri ve teknik servis gibi doğrudan üretim faaliyeti ile ilgili olmayan gelir kalemlerini içermektedir.

** Anahtar teslim projelerde, proje satışı güneş panelleri, invertör ve mühendislik hizmeti satışlarını da kapsamakta olup, bu kapsamda yapılan satışlar zamana yayılı ifade edilmiştir.

Proje satışları, panel, invertör, hizmet olmak üzere sepet ürün olarak gruplandırılmakta olup hakediş usulü tahsilatı yapılmaktadır.

Güneş paneli satışlarının (proje dışı) yıllar itibari ile kırılımı aşağıdaki gibidir;

TL

Panel Tipi	Hücre Tipleri	Panel Gücü (Wp)	2020	2021	2022
PM			262,456,261	521,341,441	2,683,544,179
Normal Panel	Perc Mono Kristal	5 WP – 455 WP	262,456,261	521,341,441	90,995,220
Normal Panel	Perc Mono Kristal	455 WP – 470 WP	-	-	1,575,235,516
Normal Panel	Perc Mono Kristal	545 WP – 570 WP	-	-	986,495,444
Normal Panel	Perc Mono Kristal	670 WP – 680 WP	-	-	30,817,999
PL			56,938,556	28,144,027	19,101,875
Cam Cama Panel	Perc Mono Kristal	5 WP – 455 WP	56,938,556	28,144,027	19,101,875
Cam Cama Panel	Perc Mono Kristal	455 WP – 470 WP	-	-	-
Cam Cama Panel	Perc Mono Kristal	545 WP – 570 WP	-	-	-
Cam Cama Panel	Perc Mono Kristal	670 WP – 680 WP	-	-	-
MB			-	9,573,710	2,464,688

Normal Panel	MultiBusbar	5 WP – 455 WP	-	2,815,193	2,404,688
Normal Panel	MultiBusbar	455 WP – 470 WP	-	6,758,517	-
Normal Panel	MultiBusbar	545 WP – 570 WP	-	-	-
Normal Panel	MultiBusbar	670 WP – 680 WP	-	-	-
IBC					226,405
Esnek Panel	IBC	5 WP – 110 WP	-	-	27,995
Esnek Panel	IBC	110 WP – 455 WP	-	-	187,329
Esnek Panel (Sarj Paneli)	IBC	12 W	-	-	-
Esnek Panel (Katlamalı Çanta)	IBC	110 WP	-	-	11,082
Güneş Paneli Satışları (Proje Dışı)			319,394,817	559,059,178	2,705,277.14

Finansal Tablolar

Bilanço

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
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 vergisi ile ilgili varlıklar	7,285	11,217	25,263
Diğer Dönen Varlıklar	11,259,851	56,348,842	273,006,136
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	225,062,015	495,030,963	3,036,101,229
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar	886,714	62,161	285,241
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	886,714	62,161	285,241

Kullanım Hakkı Varlıkları	93,113,030	422,113,078	426,296,449
Maddi Duran Varlıklar	88,257,720	171,609,720	798,342,271
Maddi Olmayan Varlıklar	2,151,350	40,779,238	44,614,561
Ertelenmiş Vergi Varlığı	50,240,968	-	130,567,300
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	234,649,782	634,564,197	1,400,105,822
TOPLAM VARLIKLAR	459,711,797	1,129,595,160	4,436,207,051
KAYNAKLAR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
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
- <i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>91,739,505</i>	<i>263,032,760</i>	<i>1,161,385,384</i>
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
- <i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>754,045</i>	<i>2,210,026</i>	<i>2,446,831</i>
- <i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>1,131,012</i>	<i>1,135,370</i>	<i>1,313,360</i>
Türev Araçlar	-	-	822,825
Ertelenmiş Gelirler	23,955,690	143,497,095	1,354,910,201
Kısa Vadeli Karşılıklar	434,381	781,862	2,616,182
- <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>205,722</i>	<i>448,987</i>	<i>2,098,516</i>
- <i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>228,659</i>	<i>332,875</i>	<i>517,666</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,720,983	830,349	2,461,644
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	174,615,151	534,235,807	2,663,943,835
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
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
- <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>1,564,469</i>	<i>2,639,307</i>	<i>12,137,497</i>
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,038,270	466,824	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	9470334	-
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	96,487,920	113,850,151	388,585,740
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa 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 veya Giderler	-567,475	289,334,668	287,231,081
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	-567,475	-635,931	-2,739,518
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	-	289,970,599	289,970,599
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birkilmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	-	-	59,889
-Yabancı Para Çevrim Farkları	-	-	89,889
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5,250,000	10,016,986	10,016,986
Geçmiş Yıllar Karlar/Zararları	52,993,856	74,159,215	77,157,548
Net Dönem Karı/Zararı	25,932,345	2,998,333	904,211,972
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	188,608,726	481,509,202	1,383,677,476
TOPLAM KAYNAKLAR	459,711,797	1,129,595,160	4,436,207,051

Gelir Tablosu

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	452,411,065	1,002,995,682	4,758,256,196
Satışların Maliyeti (-)	-382,161,589	-842,940,412	-3,675,674,015
Brüt Esas Faaliyet Karı	70,249,476	160,055,270	1,082,582,181
Pazarlama Giderleri (-)	-8,329,591	-18,252,438	-62,727,484
Genel Yönetim 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
Esas Faaliyet Karı	76,179,312	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	73,571,721	99,480,417	921,665,875
Finansman Giderleri (-)	-38,729,378	-106,958,044	-157,216,946
Vergi Öncesi Karı	34,842,343	-7,477,627	764,448,929
Vergi Geliri / Gideri	-8,909,898	10,475,960	139,763,043
Dönem Vergi Gelir / Gideri	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Gelir / Gideri	-8,909,898	10,475,960	139,763,043
Dönem Karı	25,932,445	2,998,333	904,211,972

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

QNB Finans Yatırım tarafından CW Enerji paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla hazırlanan raporda değerlendirme yöntemleri olarak “İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”)” ve “Piyasa Çarpanları” yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi:

İNA yönteminde kullanılan başlıca varsayım ve kabuller aşağıda belirtilmiştir:

- Şirket’in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD doları cinainden 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 %11,68 kabul edilmiştir.

Net Finansal Borç Özeti	
(+) Toplam Finansal Borç	509,082,528
(-) Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	453,437,266
(-) Toplam Finansal Yatırımlar	112,442,076
Net Finansal Borç (TL)	- 56,796,714
Net Finansal Borç (USD)	- 3,037,810

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

*Şirket’in net finansal borcunun hesaplanmasında 31.12.2022 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmış, ilgili tutar 31.12.2022 TCMB USD/TL alış kuru ile (18.70) ABD dolarına çevrilmiştir.

AOSM		
Öz Sermaye / (Borç + Öz Sermaye)	%50,00	Hedeflenen borçluluk oranı
Borç / (Borç + Öz Sermaye)	%50,00	Hedeflenen borçluluk oranı
Vergi oranı	%20,00	Vergi oranı
Beta	1.00	
Risksiz Getiri Oranı	%9,62	26/04/2029 vadeli TC ABD Eurobond getirisi son 1 yıl ortalaması
Piyasa Risk Primi	%6,00	QNB Finans Yatırım öngörüsü
Öz Sermaye Maliyeti	%15,62	
Borçlanma Maliyeti	%10,12	Uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini
AOSM	%11,86	

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 30.09.2021 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %50 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %9,62 dikkate alınmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Hisse senedi piyasası risk primi (HSPRP) olarak %6 kullanılmıştır.
- Türkiye'deki bir finansal enstrüman olan 10 yıllık tahvil baz alınarak risksiz getiri oranı belirlendiğinden içerisinde ülke riskini barındırdığı değerlendirilmiş ve bu kapsamda ilave bir ülke risk primi mükerrer olacağından dikkate alınmamıştır.
- Uzun vadeli USD Borçlanma maliyeti %10,12 olarak alınmıştır. Bu oran mevcut borçlanma maliyetleri göz önüne alınarak ve Şirket'in yakın gelecekte yeni kredi kullanmayacağı varsayımı ile hesaplanmıştır.
- Vergi oranı 2021'de %25, 2022'de %23 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ancak uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında muhafazakar bakış açısıyla kurumlar vergisi oranı %20 olarak korunmuştur.

AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır. Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %11,86 olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım çalışmasına göre hesaplanan özsermaye değeri ve birim pay değeri şu şekildedir:

İNA Değerleme Sonuçları (USD)	
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	357,172,766
Devam Eden Büyüme Oranı	%1,00
Devam Eden Değer	480,499,487
Firma Değeri	837,672,253
Net Finansal Borç (USD)	- 3,037,810
Piyasa Değeri	840,710,063

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Serbest nakit akımı projeksiyonları, %1 sonsuz büyüme oranı ve sabit AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31 Aralık 2022 bilanço tarihindeki USD -3,037,810 net borç çıkartıldığında **USD 840,710,063** özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi:

Fiyat Tespit Raporu'nda CW Enerji'nin piyasa çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı şirketleri ayrı ayrı ele alınmıştır. Her iki şirket grubunda da aşağıdaki çarpan kullanılmıştır:

- Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK")

Piyasa çarpanları yönteminde baz alınan benzer şirket grupları aşağıda paylaşılmıştır;

- Yurt İçi Benzer Şirketler (%50)
- İNA (%50)

Yurt dışı benzer şirketler kümesi Bloomberg verilerine göre hazırlanmıştır. CW Enerji ile faaliyetleri açısından benzerlik gösterdiği düşünülen yurt dışı şirketlerinin medyan FD/FAVÖK çarpanı 19,00x olarak hesaplanmıştır. Yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanının hesaplamalarda kullanılmaması tercih edilmiştir.

Yurt içi benzer şirketler kümesi Rasyonet verilerine göre hazırlanmıştır. CW Enerji ile faaliyetleri açısından benzerlik gösterdiği düşünülen yurt içi şirketlerin medyan FD/FAVÖK çarpanı 19,60 x olarak hesaplanmıştır.

Benzer Şirket çarpanlarına göre CW Enerji'nin piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri (USD)	FD/FAVÖK 2022
FAVÖK 2022	58,867,385
Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri Çarpanı	19,6x
Çarpan Analizi Firma Değeri	1,152,597,820
Net Finansal Borç	- 3,037,810
Piyasa Değeri	1,155,632,630

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

BİST Yıldız Pazar (USD)	FD/FAVÖK 2022
FAVÖK 2022	58,867,385
BIST Yıldız Pazar Çarpanı	7.6x
Çarpan Analizi Firma Değeri	449,438,837
Net Finansal Borç	- 3,037,810
Piyasa Değeri	452,476,647

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi seçili elektrik ekipman üreticileri çarpanı 19,6x iken BIST Yıldız Pazar çarpanı 7,6x olarak hesaplanmıştır.

Yurt İçi Çarpan Analizi Sonuçları	Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (USD)
Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	%30,00	1,155,632,630
Yurt İçi BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	%70,00	452,476,647
Piyasa Değeri	452,476,647	663,423,442

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50 ve yurt içi benzer şirketler çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir. Yurt dışı benzer 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 Sonucu	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD / FAVÖK 2022	1,123,417,155.000	%0,00	
Yurt İçi Benzer Şirketler FD / FAVÖK 2022	663,423,442.000	%50,00	331,711,721
İNA	840,710,063.000	%50,00	420,355,032
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		%100,00	752,066,753

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 (%)	%20,00
Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)	108.60
Halka Arz Piyasa Değeri (TL)	11,403,000,000

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

* TCMB tarafından açıklanan USD / TL alış kurudur.

Değerleme çalışması sonucu USD olarak hesaplanan CW Enerji piyasa değeri, 14.04.2023 tarihindeki kur ile Türk Lirası'na çevrilmiştir. Ağırlıklandırılmış piyasa değeri 14,25 milyar TL ve iskonto öncesi birim pay değeri 135,73 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz iskontosu olarak %20 iskonto uygulanmış, halka arz birim pay fiyatı 108,60 TL olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede bulunan iskonto sonrası halka arz piyasa değeri de 11,4 milyar TL olarak hesaplanmaktadır.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler

- Halka arza ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan şirket ve sektörel bilgileri anlaşılır ve yeterli bulmaktayız.
- Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Değerleme çalışmasında, Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yer alan maliyet yaklaşımının kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş Nakit Akım yönteminin geleceğe yönelik tahminleri içermesi ve bu tahminlerin yorumlanması aşamasında Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğini düşündüğümüzden bu bölümde elde edilen sonuçların gerçekleştirilebilirliği tarafımızca ayrıca test edilmemiştir.
- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- Öte yandan, sonsuz değer hesabında kullanılan %1'lik büyüme oranını enflasyon dinamikleri ve Şirket'in büyümesi de dikkate alındığında makul bulmaktayız.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamalarına dahil edilen %6'lık piyasa risk priminin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Özsermaye değeri hesaplamasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerine eşit ağırlık verilmesini uygun karşılamaktayız.
- Çarpan analizinde baz alınan yurt içi benzer şirketler ve yurt dışı benzer şirketler gruplarının sağlıklı referanslar oluşturduğunu düşünmekteyiz. Yurt dışı benzer şirketlerin de nihai çarpan analizi hesaplamasına eklenebileceği görüşündeyiz.
- BIST Yıldız Pazar Çarpanı'nın nihai Şirket değerine azaltıcı yönde etki etmesi ve yurt içi çarpan analizinde %70 ağırlıklandırılması, değerlemede muhafazakâr bir yaklaşım sergilendiğini göstermektedir.
- Fiyat tespit raporunda piyasa çarpan analizinde kullanılan çarpan seçimlerini (aykırı değer uygulamaları vb.) olumlu bulmaktayız.
- Sonuç olarak, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemlerine göre hesaplanan CW Enerji özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 108,60 TL halka arz fiyatını makul karşılamaktayız.