

## Güneş paneli üreticisi

### CW Enerji halka açılıyor

Ortak satışı yoluyla 6,25 milyon (ek satış hariç) ve sermaye artırımını yoluyla da 18,75 milyon olmak üzere 25 milyon hissesi (ek satış dahil 30 milyon) halka arz edilecek olan CW Enerji, önemli bir güneş paneli üreticisidir. Halka arz fiyatı hisse başına TL108,60 olup fiyat tespit raporunda %20 halka arz iskontosu olduğu ifade edilmiştir. Toplam halka arz büyüklüğü 2,715 milyar TL (ek satış dahil: 3,258 milyar TL) ve halka arz öncesi şirketin piyasa değeri 11,403 milyar TL olacaktır. Hisse tahsisatı yurt içi bireysel yatırımcılar için %80 (eşit dağıtım), yurt içi kurumsal yatırımcılar için %20 olmak üzere iki gruba yapılacaktır. Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün süre ile fiyat istikrarı işlemleri yapılması planlanmaktadır.

### Türkiye'nin önde gelen güneş paneli üreticisi

2010 yılında Antalya'da kurulan CW Enerji, faaliyetlerine GES projelerinde anahtar kurulum hizmetlerini kapsayan projelerle başlamıştır. Şirket 2021 yılında 1.300 MWp yıllık güneş paneli üretim kapasitesine ulaşmıştır, yeni üretim hattının 2023 yılının ilk yarısında devreye alınmasıyla 1.800MWp kapasiteye ulaşacaktır. Şirket ayrıca Türkiye'nin çeşitli yerlerinde kurduğu mülkiyeti kendisine ait toplam 10.55 MWp kurulu güce sahip 10 adet GES işletmektedir. 2022 yılında net satışlarının %57'sini güneş paneli satışlarından elde ederken, gelirlerin %36'sını anahtar teslim proje satışları ile ana satış kalemlerini oluşturmaktadır.

### Halka arz gelirleri işletme sermayesi ve yatırım ihtiyacında kullanılacak

Halka arzdan elde edilecek gelirin %43-45'ini işletme sermayesinin güçlendirilmesi için kullanılacaktır. %13-15'lik kısmı yatırım ve modernizasyon harcamaları, %10-12'lik kısmı öz tüketime yönelik çatı ve arazi tipi güneş enerji santrali (GES) kurulumu için kullanılması amaçlanmaktadır. Ayrıca %8-10'luk kısmı depolama alanlarının genişletilmesi, %5-7'lik kısmı finansman maliyetlerinin azaltılması ve %3-5'lik kısmı ise anahtar teslimi proje geliştirme amaçlı arazi satın alımı için harcanacaktır.

### Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlendirilmede halka arz iskontosu %20 olarak hesaplanmıştır.

QNB Finans Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akışı yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değeri hisse başına TL135,73'tür. Belirlenen hisse başına değere %20 iskonto alınarak halka arz fiyatı TL108,60 olarak tespit edilmiştir. Şirket hisseleri 2022 finansal sonuçlarına göre 12,9x FD/FAVÖK (halka arz geliri dahil edilmiş) çarpanında işlem görmektedir. BIST Sınai endeksi ve Yıldız Pazar (12 aylık kaydırılmış) ortalaması ise sırasıyla 7,76x ve 6,95x'tir.

## Hisse Detayları

| TL                        | 2020  | 2021    | 2022   |
|---------------------------|-------|---------|--------|
| Net satışlar              | 452   | 1,003   | 4,758  |
| VAFÖK                     | 85    | 96      | 976    |
| Net kar                   | 26    | 3       | 904    |
| Net kar marjı (%)         | 5.7   | 0.3     | 19.0   |
| VAFÖK marjı (%)           | 18.8  | 9.6     | 20.5   |
| Satış büyümesi (%)        | a.d.  | 121.7   | 374.4  |
| Net borç                  | 123   | 186     | (57)   |
| Defter değeri             | 189   | 482     | 1,384  |
| F/K (x)                   | 565.4 | 4,889.7 | 16.2   |
| FD/VAFÖK (x)              | 150.0 | 133.6   | 12.9   |
| PD/DD (x)                 | 77.7  | 30.4    | 10.6   |
| Net borç/VAFÖK (x)        | 1.45  | 1.9     | (0.1)  |
| Net borç/Özsermaye (x)    | 0.65  | 0.39    | (0.04) |
| Özsermaye verimliliği (%) | 0.0   | 0.9     | 97.0   |

| Ortaklık yapısı     | Arz öncesi (%) | Arz sonrası (%)* |
|---------------------|----------------|------------------|
| Tarzan Tarık Sarvan | 94             | 71               |
| Volkan Yılmaz       | 6              | 5                |
| Halka Açık          | 0              | 24               |

(\*) Ek satış dahil

Kaynak: CW Enerji; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Şirket bilgileri

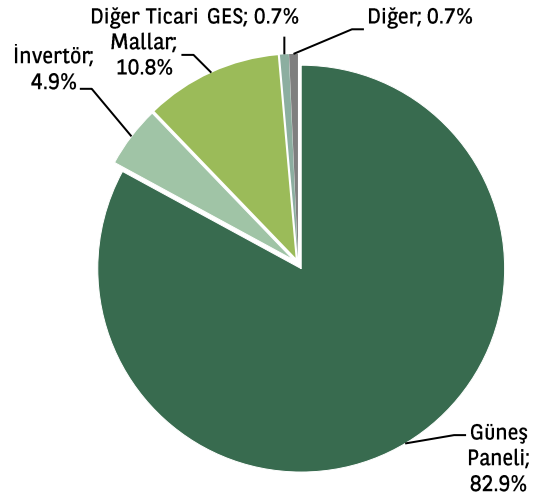
2010 yılında Antalya'da kurulan CW Enerji, faaliyetlerine GES projelerinde anahtar kurulum hizmetlerini kapsayan projelerle başlamıştır. 2016 yılına kadar EPC (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) hizmetleri ile güneş enerjili sulama sistemleri üzerinde faaliyet göstermiştir. 2016'dan bu yana ürün ve hizmet gamını genişleterek güneş paneli üretimi yapmaktadır.

## Üst Yönetim

| İsim                | Görev                  |
|---------------------|------------------------|
| Tarzan Tarık Sarvan | Yönetim Kurulu Başkanı |
| Volkan Yılmaz       | Genel Müdür            |

<https://cw-enerji.com/tr>

## Gelir Dağılımı (2022)



Kaynak: CW Enerji

## Şirket Profili

2010 yılında Antalya'da kurulan CW Enerji, faaliyetlerine GES projelerinde anahtar kurulum hizmetlerini kapsayan projelerle başlamıştır. 2016 yılına kadar EPC (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) hizmetleri ile güneş enerjili sulama sistemleri üzerinde faaliyet göstermiştir. 2016'dan bu yana ürün ve hizmet gamını genişleterek güneş paneli üretimi yapmaktadır. Şirket çatısı altında 31.12.2022 itibariyle toplamda 1.533 mavi ve beyaz yaka çalışan görev yapmaktadır.

Şirket 2021 yılında 1.300 MWp yıllık güneş paneli üretim kapasitesine ulaşmıştır, yeni üretim hattının 2023 yılının ilk yarısında devreye alınmasıyla 1.800MWp kapasiteye ulaşacaktır.

Şirket normal panel, cam panel ve esnek panel olmak üzere üç ana kategoride panel üretimi yapmaktadır. Üretimde 2021'den beri yüksek hücre verimliliği sağlayan monokristal PERC teknolojisi kullanılmaktadır.

Şirket ayrıca Türkiye'nin çeşitli yerlerinde kurduğu mülkiyeti kendisine ait toplam 10.55 MWp kurulu güce sahip 10 adet GES işletmektedir.

Geçtiğimiz yıl EPDK'dan şarj ağı işletmeciliği lisansı alınmıştır. Lityum batarya üretimi için makine kurulumu tamamlanmış olup, seri üretime başlanması planlanmaktadır.

Şirket 2022 yılında net satışlarının %57'sini güneş paneli satışlarından elde ederken, gelirlerin %36'sını anahtar teslim proje satışları oluşturmuştur. Aynı dönemde invertör satışları ciroya %3 katkı sağlarken, doğrudan üretim ile ilgili olmayan diğer satışlar kalemi %4 katkı sağlamıştır.

## Değerleme Özeti

QNB Finans Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için çarpan analizi (%50) ve indirgenmiş nakit akımları yöntemi (%50) kullanılmıştır. Bu yöntem ile hesaplanan şirket değeri hisse başına TL135,73 olmuştur. TL108,60 olan halka arz fiyatı, değerlemeye göre %20 oranında iskontoludur.

Çarpan analizi yöntemi:

- Halka arz fiyatının belirlenmesinde yurtiçi benzer şirketlerden borsada işlem görenlerin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.
- Çarpan analizi yönteminde şirketin 2022 yılı FAVÖK'ü 58,87 milyon ABD doları olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Yurtdışı benzer şirketler çarpan analizi hesaplamasında ve nihai değerlemede dikkate alınmamıştır.
- Yurtiçi çarpan analizinde 2022 yılı finansalları referans alınarak seçili elektrik ekipman üreticileri FD/FAVÖK çarpanına %30 ağırlık verilirken, yurtiçi BIST Yıldız Pazar FD/FAVÖK çarpanı yöntemine %70 ağırlık verilmiştir.
- Böylece çarpan analizinden 663 milyon USD'lik değer bulunmuştur.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi:

- İNA analizinde risksiz getiri oranı için 26/04/2029 vadeli Türkiye Cumhuriyeti ABD Doları Eurobond getirisi son 1 yıl ortalaması olan %9,62 alınmıştır.
- %6,0 piyasa risk primi ve 1 beta kullanılarak şirketin sermaye maliyeti %15,62 bulunmuştur
- Borçlanma maliyeti güncel finansman faiz oranı olan uzun vadeli USD borçlanma maliyetine paralel %10,12 alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı %20 olarak alınmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %11,86 hesaplanmıştır.
- Böylece İNA analiziyle şirketin özsermaye değeri 840,7 milyon ABD doları hesaplanmaktadır.

Bu değerlendirme yöntemleri sonucunda CW Enerji'nin özsermaye değeri TL bulunmuştur. Bu değer halka arz öncesi hisse sayısına bölüldüğünde hisse başına adil değer TL135,73'e denk gelmektedir. %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı TL108,60 olarak tespit edilmiştir.

| Değerleme Özeti (Mn, USD)                         | Piyasa Değeri | Ağırlık     | Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri |
|---|---------------|-------------|----------------------------------|
| Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Yöntemine Göre | 1,123         | 0%          | 0                                |
| Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Yöntemine Göre  | 663.4         | 50%         | 331.7                            |
| İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemine Göre            | 840.7         | 50%         | 420.4                            |
| <b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>           |               | <b>100%</b> | <b>752</b>                       |

| Değerleme Sonucu                           |               |
|--|---------------|
| Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (Mn, USD) | 752.1         |
| USD/TRY Kuru (14.03.2023)                  | 18.9494       |
| Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (Mn, TL)  | 14,251        |
| Ödenmiş Sermaye (Mn, TL)                   | 105           |
| <b>Birim Pay Değeri</b>                    | <b>135.73</b> |
| Halka Arz İskontosu                        | 20%           |
| <b>Halka Arz Birim Fiyatı (TL)</b>         | <b>108.60</b> |
| Halka Arz Piyasa Değeri                    | 11,403        |

## Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Değerlendirmede kullanılan yöntem ve varsayımlar açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" ve "Çarpan Analizi Yöntemi" kullanılmıştır. Değerlemede CW Enerji özsermaye değerini İNA analizine %50, yurtiçi benzer şirketler çarpan analizine %50 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Yurtiçi şirketlere yönelik çarpan analizi yönteminde BIST Yıldız Pazar çarpanına %70, yurtiçi benzer şirket çarpanına %30 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %20 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

## Finansal tablolar

## CW Enerji

| Bilanço (Mn,TL)  | 2020         | 2021           | 2022           |
|--|--------------|----------------|----------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>   | <b>225.1</b> | <b>495.0</b>   | <b>3,036.1</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri  | 23.7         | 36.2           | 453.4          |
| Finansal Yatırımlar  | 0.0          | 0.0            | 112.4          |
| Ticari Alacaklar   | 59.8         | 176.9          | 654.5          |
| Diğer Alacaklar  | 10.0         | 1.6            | 12.6           |
| Stoklar  | 80.4         | 175.0          | 956.2          |
| Peşin ödenmiş giderler   | 39.9         | 48.9           | 573.9          |
| Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar  | 0.0          | 0.0            | 0.0            |
| Diğer Dönen Varlıklar  | 11.3         | 56.3           | 273.0          |
| <b>Duran Varlıklar</b>   | <b>234.6</b> | <b>634.6</b>   | <b>1,400.1</b> |
| Diğer Alacaklar  | 0.9          | 0.1            | 0.3            |
| Kullanım Hakkı Varlığı   | 93.1         | 422.1          | 426.3          |
| Maddi Duran Varlıklar  | 88.3         | 171.6          | 798.3          |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar  | 2.2          | 40.8           | 44.6           |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı   | 50.2         | 0.0            | 130.6          |
| <b>Toplam Varlıklar</b>  | <b>459.7</b> | <b>1,129.6</b> | <b>4,436.2</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>   | <b>174.6</b> | <b>534.2</b>   | <b>2,663.9</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar   | 9.0          | 38.9           | 33.0           |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları   | 21.3         | 56.4           | 65.2           |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar   | 22.6         | 25.7           | 34.4           |
| Ticari Borçlar   | 91.7         | 263.0          | 1,161.4        |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar   | 2.0          | 1.8            | 5.4            |
| Diğer Borçlar  | 1.9          | 3.3            | 3.8            |
| Türev Araçlar  | 0.0          | 0.0            | 0.8            |
| Ertelenmiş Gelirler  | 24.0         | 143.5          | 1,354.9        |
| Kısa vadeli Karşılıklar  | 0.4          | 0.8            | 2.6            |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler  | 1.7          | 0.8            | 2.5            |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>   | <b>96.5</b>  | <b>113.9</b>   | <b>388.6</b>   |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar   | 36.6         | 55.3           | 323.4          |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar   | 57.3         | 45.9           | 53.1           |
| Uzun Vadeli Karşılıklar  | 1.6          | 2.6            | 12.1           |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler  | 1.0          | 0.5            | 0.0            |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü   | 0.0          | 9.5            | 0.0            |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>  | <b>188.6</b> | <b>481.5</b>   | <b>1,383.7</b> |
| Ödenmiş Sermaye  | 105.0        | 105.0          | 105.0          |
| Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler | (0.6)        | 289.3          | 287.2          |
| Kardan Ayırılan Kısıtlanmış Yedekler   | 5.3          | 10.0           | 10.0           |
| Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)  | 53.0         | 74.2           | 77.2           |
| Net Dönem Karı / (Zararı)  | 25.9         | 3.0            | 904.2          |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>  | <b>459.7</b> | <b>1,129.6</b> | <b>4,436.2</b> |

| Gelir Tablosu (Mn,TL)                                 | 2020        | 2021         | 2022           |
|---|-------------|--------------|----------------|
| Hasılat   | 452.4       | 1,003.0      | 4,758.3        |
| Satışların Maliyeti (-)                               | (382.2)     | (842.9)      | (3,675.7)      |
| <b>Brüt Kar</b>                                       | <b>70.2</b> | <b>160.1</b> | <b>1,082.6</b> |
| Pazarlama Giderleri (-)                               | (8.3)       | (18.3)       | (62.7)         |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                           | (11.6)      | (21.0)       | (55.9)         |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)                 | (1.9)       | (0.7)        | (5.2)          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                    | 80.2        | 144.7        | 423.0          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)                | (52.4)      | (186.0)      | (467.8)        |
| <b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>                      | <b>76.2</b> | <b>78.8</b>  | <b>913.8</b>   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                     | 3.2         | 21.5         | 8.2            |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)                 | (5.8)       | (0.7)        | (0.4)          |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>          | <b>73.6</b> | <b>99.5</b>  | <b>921.7</b>   |
| Finansman Giderleri (-)                               | (38.7)      | (107.0)      | (157.2)        |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı       | 34.8        | (7.5)        | 764.4          |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri            | (8.9)       | 10.5         | 139.8          |
| <b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>                    | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>     |
| <b>Ana Ortaklık Paylarına Düşen Dönem Karı/Zararı</b> | <b>25.9</b> | <b>3.0</b>   | <b>904.2</b>   |

## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporunda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.