

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.

24/04/2023

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	108,60 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Mevcut Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	105.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	123.750.000
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	25.000.000 (Ek Satış Dahil: 30.000.000)
<i>Sermaye Artırımı</i>	18.750.000
<i>Ortak Satışı</i>	6.250.000
Halka Arz Büyüklüğü	3.200.000.000 TL
Halka Açıklık oranı	%20,20 (Ek Satış Dahil: %24,24)
Ek Satış	5.000.000
Tahsisat Grupları:	
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara	%80
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara	%20
Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara	-
Şirket Çalışanlarına	-
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Nisan 2023
BIST İşlem Kodu	CWENE.E
Halka Arza İlişkin Taahhütler	Ortaklar tarafından verilen taahhütler: Şirket 1 yıl boyunca bedelsiz sermaye artırımı yapmayacağını, 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımı dahil olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde pay satışı yapmayacağını; Şirket ortakları Tarzan Tarık Sarvan ve Volkan Yılmaz ise 1 yıl boyunca pay satışı yapmayacaklarını ve 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan pay satışı yapmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.

2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- 43-45%:** İşletme sermayesinin finansmanı
13-15%: Yatırım ve modernizasyon harcamaları
11-13%: Güneş Enerjisi Santrali alımları
10-12%: Öz tüketime yönelik çatı ve arazi tipi Güneş Enerjisi Santrali kurulumu
8-10%: Depolama alanlarının genişletilmesi
5-7%: Finansman maliyetinin azaltılması
3-5%: Proje geliştirme amaçlı arazi satın alımları

3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi 2010 yılında kurulmuş fotovoltaik enerji üretim sektöründe faaliyet gösteren üretim ve hizmet firmasıdır. Yıllık 1,8 GW güneş paneli üretim kapasitesiyle Avrupa ve Türkiye'nin en büyük güneş paneli üretim firmalarından biridir. Türkiye'nin yanı sıra Avrupa ve Uzak Doğu'da da 2009 yılından bu yana güneş paneli üretimi gerçekleştirmektedir. CW Enerji, güneş enerji santrallerinin (GES) yatırım ve teknik danışmanlığı, projelendirme, sistem tasarımı, lisanslı ve lisanssız santral kurulumları, lisans alımı ve işletme, ayrıca lisanssız üretim yönetmeliğine uygun olarak projeler planlama, projelendirme, finans ve uygulama ile kurulum sonrası teknik bakım, onarım konularında da hizmet vermektedir. Endüstriyel kurulumların yanı sıra evsel çatı kurulumlarında da çözümler sunmaktadır. Şebeke bağlantılı (On-Grid) sistemlerin yanı sıra şebekeden bağımsız akü destekli sistemler (Off-Grid), güneş enerjili sulama sistemleri, LED aydınlatma sistemleri, güneş enerjili kamera sistemleri ve elektrikli araç şarj istasyonları gibi alanlarda da hizmet vermektedir.

Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Pay Tutarı (TL)	Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Oranı (%)
		Tarzan Tarık Sarvan	A	24.675.000	23,50	24.675.000	19,94
	B	74.025.000	70,50	67.775.000	54,77	62.775.000	50,73
Volkan Yılmaz	A	1.575.000	1,50	1.575.000	1,27	1.575.000	1,27
	B	4.725.000	4,50	4.725.000	3,82	4.725.000	3,82
Halka Açık	B	.	.	25.000.000	20,20	30.000.000	24,24
TOPLAM		105.000.000	100.00	123.750.000	100.00	123.750.000	100.00

4. DEĞERLEME ÖZETİ

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, İNA yöntemine %50 ve yurt içi benzer şirketler çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir. Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi hesaplamasında ve nihai değerlemede dikkate alınmamıştır.

Değerleme çalışması sonucu USD olarak hesaplanan CW Enerji piyasa değeri, fiyat tespit raporu tarihindeki kur ile Türk Lirasına çevrilmiştir. Ağırlıklandırılmış piyasa değeri 14,3 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.

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

Piyasa Değeri ve Halka Arz Birim Pay Değeri			
Değerleme Özeti	Ağırlık	Şirket Değeri (USD)	Ağırlıklı Değer USD
İNA	%50	840.710.063	420.355.032
Çarpan Analizi	%50	663.423.442	331.711.721
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (USD)			752.066.752
USD / TL kuru (14/03/2023)			18,9494
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)			14.251.213.719
Pay adedi			105.000.000
Halka Arz İskontosu (%)			%20
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)			108,60

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi

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.

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.

Yurtiçi benzer şirketler olarak Kontrolmatik, Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri, Ulusoy Elektrik, Alfa Solar, Yeo Teknoloji, Say Yenilenebilir Enerji, Anel Elektrik, Gersan Elektrik, Emek Elektrik, Manas Enerji ve San-EI Elektrik'in ABD Doları FD/FAVÖK 2022 medyan değeri 19,6x olarak hesaplanmıştır. Bu veriler doğrultusunda toplam 7 şirketin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış, 2022 FD/FAVÖK çarpanı 25x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

Ayrıca yurt içi benzer şirket sayısının az olması ve Şirket halka arzının tamamlanması durumunda BİST Yıldız Pazar'da işlem görmesi beklentisi nedeniyle BİST Yıldız Pazar'da işlem gören banka, sigorta ve finansal kurumlar hariç şirketler de çalışmaya dahil edilmiştir.

Toplam 200 adet BİST - Yıldız Pazar şirketi (banka, sigorta ve finansal hizmetler şirketleri hariç) incelenmiştir. 2022 FD/FAVÖK çarpanı 25x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir. Bu doğrultuda BİST - Yıldız Pazar ABD Doları FD/FAVÖK 2022 medyan değeri 7,6x olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak(TL)	Ağırlık
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	1.155.632.630	%30
BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	452.476.647	%70
Özkaynak Değeri	663.423.442	%100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Analizi

İndirgenmiş nakit akımlarında projeksiyonlar 2023-2028 yılları için ve Amerikan doları bazında yapılmıştır. Risk primi olarak %6, risksiz getiri oranı olarak ise projeksiyon döneminde 26/04/2029 vadeli TC ABD Doları Eurobond getirisi son 1 yıl ortalaması olan %9,62 seviyesinde alınmıştır. Borçlanma maliyeti Uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini olarak %10,12 olarak alınmıştır. 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. Buna göre indirgenmiş nakit akımlarında firma değeri 837.672.253 Amerikan doları olarak hesaplanmış, bu tutardan 3.037.810 Amerikan doları tutarındaki net borç düşüldükten sonra indirgenmiş nakit akımları sonucunda 840.710.063 Amerikan doları tutarında öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- Şirket' in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklıolarak 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.

mn USD	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Devam Eden Yıl
FAVÖK	131,6	108,9	114,5	120,5	127	130,7	
Vergi (FVÖK üzerinden)	-18,2	-20,5	-21,5	-22,5	-23,6	-24,2	
Yatırım	-19,9	-8,5	-6	-7,2	-8,6	-10,4	
İşletme Sermayesi Değişimi	-32,1	-3	-0,9	-0,9	-1	-0,5	
Serbest nakit akımı	61,4	76,9	86,2	89,9	93,7	95,7	96,7
İskonto Faktörü	0,946	0,845	0,756	0,676	0,604	0,54	
İndirgenmiş serbest nakit akımı	58,1	65	65,1	60,7	56,6	51,7	
İNA Değerleme Sonuçları (USD)							
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	357.172.766						
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	1,00%						
Devam Eden Değer	480.499.487						
Firma Değeri	837.672.253						
Net Finansal Borç	-3.037.810						
Piyasa Değeri	840.710.063						

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde iki temel olarak Pazar yaklaşımı - Piyasa Çarpanları Analizi (“Çarpan Analizi”) ve Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) kullanılmış olmasını, çarpan analizinde Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemine %30, BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemine %70 ağırlık verilmiş olmasını, sonraki aşamada, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizine eşit ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Çarpan Analizi ve İNA ile Şirket’in halka arz öncesi özkaynak değeri 14,3 milyar TL olarak hesaplanmış olup, halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 108,60 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.

EK 1: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Özet Bilançolar

VARLIKLAR- TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Dönen varlıklar	225.062.015	495.030.963	3.036.101.229
Nakit ve Nakit Benzerleri	23.669.986	36.249.427	453.437.266
Finansal Yatırımlar	-	-	112.442.076
Ticari Alacaklar	59.758.368	176.921.794	654.493.074
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
Pesin Odenmiş Giderler	39.896.740	48.875.819	573.872.508
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	7.285	11.217	25.263
Diğer Dönen Varlıklar	11.259.851	56.348.842	273.006.136
Duran Varlıklar	234.649.782	634.564.197	1.400.105.822
Diğer Alacaklar	886.714	62.161	285.241
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
Toplam Varlıklar	459.711.797	1.129.595.160	4.436.207.051

KAYNAKLAR- TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	174.615.151	534.235.807	2.663.943.835
Kısa Vadeli Borçlanmalar	9.049.231	38.865.374	33.016.076
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	21.318.022	56.382.964	65.221.741
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	22.552.336	25.730.729	34.396.568
Ticari Borçlar	91.739.505	263.032.760	1.161.385.384
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
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	754.045	2.210.026	2.446.831
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1.131.012	1.135.370	1.313.360
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
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	205.722	448.987	2.098.516
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	228.659	332.875	517.666
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.720.983	830.349	2.461.644
Uzun Vadeli Yükümlülükler	96.487.920	113.850.151	388.585.740
Uzun Vadeli Borçlanmalar	36.619.722	55.349.684	323.378.541
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	57.265.459	45.924.002	53.069.702
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.564.469	2.639.307	12.137.497

Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1.564.469	2.639.307	12.137.497
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.038.270	466.824	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	9.470.334	-
Özkaynaklar	188.608.726	481.509.202	1.383.677.476
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
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.250.000	10.016.986	10.016.986
Geçmiş Yıllar Karları	52.993.856	74.159.215	77.157.548
Net Dönem Karı	25.932.345	2.998.333	904.211.972
TOPLAM KAYNAKLAR	459.711.797	1.129.595.160	4.436.207.051

EK 2: CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. Gelir Tablosu

(TL)	2020	2021	2022
Hasılat	452.411.065	1.002.995.682	4.758.256.196
Satışların Maliyeti (-)	-382.161.689	-842.940.412	-3.675.674.015
Brüt Esas Faaliyet Karı	70.249.376	160.055.270	1.082.582.181
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	76.179.212	78.760.844	913.848.607
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.180.322	21.464.031	8.221.949
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-5.787.913	-744.458	-404.681
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	73.571.621	99.480.417	921.665.875
Finansman Giderleri (-)	-38.729.378	-106.958.044	-157.216.946
Vergi Öncesi Karı	34.842.243	-7.477.627	764.448.929
Vergi Geliri/Gideri	-8.909.898	10.475.960	139.763.043
Dönem Vergi Gideri	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri/ Gideri	-8.909.898	10.475.960	139.763.043
Dönem net karı	25.932.345	2.998.333	904.211.972

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.