

# ‘Fiyat Tespit Raporu’ Değerlendirme Analiz Raporu

25/04/2023

## CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 no’lu Pay Tebliği’nin 29.maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. (“Yatırım Finansman”) tarafından QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“QNB Finans Yatırım”), hazırladığı CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. (Kısaca “İhraççı”, “CW Enerji” ya da “Şirket”) halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

### ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi 2010 yılında kurulmuştur. Şirket’in ana faaliyet konusu; güneş panelleri, invertörler, altyapı malzemeleri ve güneş enerjisi sistemleri ile ilgili ürünlerin üretimi, montajı ve satışı; yenilenebilir enerji ile ilgili makine, teçhizat ve yedek parça gibi her türlü araç ve gereçleri iç ve dış pazarda almak, satmak ve ithalat ve ihracatını yapmaktır. Şirket’in 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla personel sayısı 1.533’tür. Şirket’in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası			Ek Satış Dahil		
	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)
Tarzan Tarık Sarvan	A	24.675.000	23,50	A	24.675.000	19,94	A	24.675.000	19,94
	B	74.025.000	70,50	B	67.775.000	54,77	B	62.775.000	50,73
Volkan Yılmaz	A	1.575.000	1,50	A	1.575.000	1,27	A	1.575.000	1,27
	B	4.725.000	4,50	B	4.725.000	3,82	B	4.725.000	3,82
Halka Açık	-	-	-	B	25.000.000	20,20	B	30.000.000	24,24
<b>Toplam</b>	<b>A+B</b>	<b>105.000.000</b>	<b>100</b>	<b>A+B</b>	<b>123.750.000</b>	<b>100</b>	<b>A+B</b>	<b>123.750.000</b>	<b>100</b>

### HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. halka arzında sermaye artırım ve ortak satış kapsamında 25.000.000 ( Ek Satış Halinde; 30.000.000) adet pay satışı yapılması planlanmaktadır. Halka açıklık oranının %20,20 (Ek Satış Halinde: %24,24) seviyesinde olması beklenmektedir.

Halka arz fiyatı hisse başına 108,60 TL olarak açıklanmıştır. Halka arz için talep toplama 26-27-28 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleştirilecektir.

## Halka Arz Verileri & Arz Yapısı

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Nisan 2023
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysele Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	105.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	18.750.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	6.250.000 TL
Ek Pay Satışı (Nominal)	5.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	123.750.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	2.715.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	3.258.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	%20,20
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	%24,24
Tahsisat	Bireysel Yatırımcılar: %80 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %20
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	108,6 TL
Fiyat İstikrarı	Payların BİST'te işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün süre ile planlanmaktadır. brüt halka arz gelirinin %25'si ile sınırlı olacaktır.
Taahhütler	Şirket ve ortaklar 1 yıl boyunca satmama taahhüdü vermiştir.

Kaynak: CW Enerji Lehnamesi

## Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Yeri Oranı
İşletme Sermayesi Güçlendirmesi	%43-45
Yatırım Modernizasyon Harcamaları	%13-15
Lisanslı veya Lisanssız İşletmede olan GES Santral Alımları	%11-13
Öz Tüketime Yönelik Çatı ve Arazi Tipi GES Santrali Kurulumu	%10-12
Depolama Alanlarının Genişletilmesi	%8-10
Finansman Maliyetlerinin Azaltılması	%5-7
Anahtar Teslim Proje Geliştirme Amaçlı Arazi Satın Alımları	%3-5

Kaynak: CW Enerji Fon Kullanım Yeri Raporu

## Finansal Durum

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 tarihlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

<b>Finansal Durum Tablosu (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</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
<i>İlişkili Taraflardan Alacaklar</i>	7.131.693	1.032.060	4.482.768
<i>İlişkili Taraflardan Olmayan Alacaklar</i>	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 Vergisiyle İlgili Varlıklar	7.285	11.217	25.263
Diğer Dönen Varlıklar	11.259.851	56.348.842	273.006.136
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>225.062.015</b>	<b>495.030.963</b>	<b>3.036.101.229</b>
Diğer 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 Duran Varlıklar	2.151.350	40.779.238	44.614.561
Ertelenmiş Vergi Varlığı	50.240.968	--	130.567.300
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>234.649.782</b>	<b>634.564.197</b>	<b>1.400.105.822</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>459.711.797</b>	<b>1.129.595.160</b>	<b>4.436.207.051</b>
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
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>	205.722	448.987	2.098.516
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	228.659	332.875	517.666
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.720.983	830.349	2.461.644
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>174.615.151</b>	<b>534.235.807</b>	<b>2.663.943.835</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	36.619.722	55.349.684	323.378.541
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	57.265.469	45.924.002	53.069.702
Uzun Vadeli Karşılıklar			
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	1.564.469	2.639.307	12.137.497
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.038.270	466.824	
Uzun Vadeli Karşılıklar		9.470.334	
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>96.487.930</b>	<b>113.850.151</b>	<b>388.585.740</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>271.103.081</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 Gelir ve Giderler	-567.475	289.334.668	287.231.081
- Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kazançları/kayıpları	-567.475	-635.931	-2.739.518
- Duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları/azalışları	--	289.970.599	289.970.599
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	5.250.000	10.016.986	10.016.986
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	52.993.856	74.159.215	77.157.548
Net Dönem Karı veya Zararı	25.932.345	2.998.333	904.211.972
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	188.608.726	481.509.202	1.383.617.587
Kontrol gücü olmayan paylar			
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>188.608.726</b>	<b>481.509.202</b>	<b>1.383.617.587</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>459.711.807</b>	<b>1.129.595.160</b>	<b>4.436.207.051</b>

Kaynak: CW Enerji Özel Bağımsız Demetçi Raporu

Şirket'in toplam varlıkları 2022 yıl sonu itibarıyla 2021 yıl sonuna göre %292 oranında artış göstermiştir. Toplam varlıklardaki artışın sebebi Şirket'in avanslı çalışmaya ağırlık vermesi ve tedarik sıkıntılarını engellemek amacıyla yüksek stok tutmasıdır. 31.12.2022 tarihi itibarıyla, toplam varlıkların %68,4'ünü dönen varlıklar, %31,6'sını duran varlıklar oluşturmaktadır.

31.12.2022 tarihi itibarıyla, kısa vadeli borçlanmalar 31.12.2021 tarihine göre %15,1 oranında azalarak 33 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in 56.796.714 milyon TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihlerinde sona eren dönemler itibarıyla Şirket'in özkaynakları sırasıyla 188,6 milyon TL, 481,5 milyon TL ve 1.383,7 milyon TL'dir. Özkaynakların toplam aktif büyüklüğüne oranı 31.12.2020 tarihinde %41, 31.12.2021 tarihinde %42 ve 31.12.2022 tarihinde %31,2'dir.

### Kar veya Zarar Tablosu

Şirket'in 01.01.2020 - 31.12.2020, 01.01.2021 - 31.12.2021 ve 01.01.2022 - 31.12.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	452.411.065	1.002.995.682	4.758.256.196
Satışların Maliyeti (-)	-382.161.689	-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>
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>15,53%</b>	<b>15,96%</b>	<b>22,75%</b>
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
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>76.179.212</b>	<b>78.760.844</b>	<b>913.848.607</b>
<b>Faaliyet Karı Marjı</b>	<b>16,84%</b>	<b>7,85%</b>	<b>19,21%</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 Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>73.571.621</b>	<b>99.480.417</b>	<b>921.665.875</b>
Finansman Giderleri (-)	-38.729.378	-106.958.044	-157.216.946
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	34.842.243	-7.477.627	764.448.929
Dönem Vergi Gideri (Geliri)	-	-	-
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>
<b>Net Dönem Kar Marjı</b>	<b>5,73%</b>	<b>0,30%</b>	<b>19,00%</b>

Kaynak: CW Enerji Özel Bağımsız Demetçi Raporu

Şirket'in satışları 2022 yılında, bir önceki yıla oranla %374 oranında artış göstererek 4.758,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in hasılatındaki artışa enerji sektörüne sağlanan teşvikler, artan enerji fiyatları ve Şirket'in kapasite artırımları neden olmuştur. Aynı dönem içerisinde satışların maliyeti kalemi %336 oranında artış göstererek 3.675,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

FAVÖK marjı, yıllar itibarıyla artarak 2020 yılında %12,7 2021 yılında %13,7 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjının artması ile FAVÖK marjının 2021 yılında 2020 yılına göre artmasını sağlamıştır. 2021 yılında %13,7 olarak gerçekleşen FAVÖK marjı, 2022 yılında %21,4 seviyesine yükselmiştir.

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) dikkate alınmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışı ("İNA") analizinde kullanılan projeksiyon dönemi 2023-2028 yılları arasında kapsamaktadır.

Şirket'in hasılatı projeksiyon dönemi boyunca %19,4 YBBO ile büyüyeceği öngörülmüştür. Panel, inventör ve diğer ticari mal satışlarında, 2023 yılı brüt kar marjı seviyesi 2022 yılı gerçekleşmesine paralel olarak tahmin edilmiş olup, 2024 yılından itibaren brüt kar marjı ihtiyatlilik kapsamında düşüş öngörülmüştür.

İşletme sermayesi devir hızlarının 2023'te, geçmiş son üç dönem finansal durum tabloları itibarıyla hesaplanan devir hızlarının ortalamasına paralel gelişeceği, projeksiyon dönemi boyunca ise sabit olacağı varsayılmıştır.

Şirket'in faaliyet giderleri pazarlama giderleri, genel yönetim giderleri ile araştırma ve geliştirme giderlerinden oluşmakta olup tahmin dönemi boyunca 2022 yılı gerçekleşmesine paralel olarak %2,6 olarak gerçekleşmesi planlanmaktadır.

Şirket'in tahmin dönemi boyunca satış hedeflerine paralel olarak ek bir üretim kapasitesi yatırım harcaması gerekmemekle birlikte, 2023 yılı için 12 milyon ABD Doları modernizasyon yatırımı öngörülmüştür. Şirket, EVA( güneş paneli üretiminde kullanılan kimyasal ürün) için ilave üretim hattı yatırımında kullanılacak 2,4 milyon ABD Doları yatırım harcaması öngörmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akışı analizinde kullanılan AOSM ABD Doları cinsinden hesaplanmış olup, risksiz getiri oranı için %9,6, risk primi %6,0, beta 1.0 varsayımları kullanılmıştır. Borçlanma maliyeti için %10,1, tahmin dönemi boyunca borcun ağırlığı %50 özkaynak ağırlığı olarak ise %50 oranı kullanılmıştır. Nihai büyüme oranı olarak ise %1 kullanılmıştır. AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

AOSM Hesaplaması (USD)	
Risksiz Getiri	9,6%
Hisse Senedi Risk Primi	6,0%
Borç / (Borç + Özsermaye)	50,0%
Beta	1,00
Vergi Oranı	20,0%
Sermaye Maliyeti	15,6%
Borç Maliyeti (Rd)	10,1%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	8,1%
<b>AOSM</b>	<b>11,86%</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

mn USD	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Nihai Dönem
FAVÖK	131,60	108,90	114,50	120,50	127,00	130,70	
Vergi (FVÖK üzerinden)	(18,2)	(20,5)	(21,5)	(22,5)	(23,6)	(24,2)	
Yatırım	(19,9)	(8,5)	(6,0)	(7,2)	(8,6)	(10,4)	
İşletme Sermayesi Değişimi	(32,1)	(3,0)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(0,5)	
Serbest Nakit Akımı	61,4	76,9	86,2	89,9	93,7	95,7	96,7
İskonto Faktörü	0,95	0,85	0,76	0,68	0,60	0,54	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>58,1</b>	<b>65,0</b>	<b>65,1</b>	<b>60,7</b>	<b>56,6</b>	<b>51,7</b>	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı</b>	<b>357</b>						
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	1,0%						
<b>Devam Eden Değer</b>	<b>480</b>						
<b>Firma Değeri</b>	<b>837</b>						
Net Borç	-3						
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>840</b>						

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

İndirgenmiş Nakit Akışı analizi sonucunda 840 milyon TL'lik özkaynak değerine ulaşılmıştır.

### Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Şirket yerli ve yabancı benzer şirketlerle karşılaştırılmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yerli ve yabancı şirketler için 14.03.2023 kapanış itibarıyla S&P CapitalIQ ve Rasyonet platformlarından elde edilmiştir.

Hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketler çarpanları ile yapılan değerlemelerde FD/FAVÖK kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde Şirket'in son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılmıştır. 2022 yılı FAVÖK tutarı 58,87 milyon ABD doları olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin ABD Doları FD/FAVÖK 2022 son 12 ay medyan değeri 19,0x olarak hesaplanmaktadır.

Yabancı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Longi Green Energy Technology Co. Ltd.	19,6x
First Solar, Inc.	422,3x
JA Solar Technology Co., Ltd	19,5x
Trina Solar Co., Ltd	20,4x
Xianjiang Daqo New Energy Co., Ltd	3,5x
Shanghai Aiko Solar Energy Co., Ltd	14,6x
Shenzhen S.C New Energy Technology Corp.	47,8x
Risen Energy Co., Ltd	36,0x
Shoals Technologies Group, Inc.	41,2x
Canadian Solar Inc.	6,2x
JinkoSolar Holding Co., Ltd.	21,9x
Jolywood Sunwatt Co., Ltd	18,6x
Sunnova Energy International Inc.	136,7x
Eging Photovoltaic Technology Co., Ltd	46,2x
Maxeon Solar Techonologies, Ltd	A.D.
<b>Medyan</b>	<b>19x</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler (USD)	FD/FAVÖK
FAVÖK (2022)	58.867.385
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı	19
Çarpan Analizi Firma Değeri	1.120.379.345
Net Finansal Borç	3.037.810)
<b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>1.123.417.155</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

Yurt İçinde elektrik ekipmanları üretimi gerçekleştiren aşağıda gösterilen şirketler çarpan analizinde kullanılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin ABD Doları FD/FAVÖK 2022 medyan değeri 19,6x olarak hesaplanmaktadır. Yurt İçi 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 incelenmiş olup ABD Doları FD/FAVÖK 2022 medyan değeri 7,6x olarak hesaplanmaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Astor Enerji	21,6x
Girişim Elektrik	21,4x
Kontrolmatik	66,9x
Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri	74,9x
Ulusoy Elektrik	89,4x
Alfa Solar	24,6x
Yeo Teknoloji	19,6x
Say Yenilebilir Enerji	12,0x
Anel Elektrik	A.D.
Gersan Elektrik	9,5x
Emek Elektrik	84,2x
Manas Enerji Yönetimi	19,5x
San-El Elektrik	A.D.
<b>Medyan</b>	<b>19,6x</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri (USD)	FD/FAVÖK
FAVÖK (2022)	58.867.385
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı	19,6x
Çarpan Analizi Firma Değeri	1.152.594.820
Net Finansal Borç	3.037.810)
<b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>1.155.632.630</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

BIST Yıldız Pazar (USD)	FD/FAVÖK
FAVÖK (2022)	58.867.385
BIST Yıldız Pazar Çarpanı	7,6x
Çarpan Analizi Firma Değeri	449.438.837
Net Finansal Borç	(3.037.810)
<b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>452.476.647</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespiti Raporu

## Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50, piyasa çarpanları yöntemine %50 ağırlık verilmiştir. Değerleme çalışması sonucu TL olarak hesaplanan özkaynak değerine %20 iskonto uygulanarak TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Pay başı fiyat ise 108,60 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)
İNA	840.710.063	%50	420.355.032
Yurt İçi Benzer Şirketler	663.423.442	%50	331.711.721
Yurt Dışı Benzer Şirketler	1.123.417.155	%0	-
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>			<b>752.066.752</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Fiyatı Hesabı	
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	105.000.000
Birim Pay Değeri	135,73
Halka Arz İskonto Oranı	20%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	108,60
<b>Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>	<b>11.403.000.000</b>

Kaynak: CW Enerji Fiyat Tespit Raporu

## NİHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.

Değerleme metodu olarak, İNA Analizi ve Çarpan Değerlemesi yöntemlerinin eşit ağırlıklar ile kullanılmasını uygun bulmaktayız.

Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurt içi benzer şirketler, Yıldız Pazar çarpanları ve yurt dışı benzer şirketler kullanılmıştır. Yurt içi çarpan analizinde ihtiyatlılık gereği göreceli düşük değer gösteren BİST Yıldız Pazar çarpanlarının %70 ağırlık ile kullanılmasını ve yurt dışı benzer şirketler çarpan sonucundan göreceli yüksek değer gelmesi sebebiyle nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamış olmasını olumlu karşılamaktayız.

İndirgenmiş Nakit Akışı yönteminde, nakit akımlarının ABD Doları bazında öngörülmesini, tahmin dönemi varsayımlarını ve %1 olarak kullanılan uç büyüme oranını uygun bulmaktayız.

%20 olarak uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, İNA, Piyasa Çarpanı ve Sektör Çarpanı yöntemleri uygulanarak ulaşılan özsermaye değerine ve uygulanan %20 oranında iskonto sonucu ulaşılan 108,60 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşünderiz.



## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

### **UYARI NOTU:**

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

### **Hizmet Noktalarımız**

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75		