



**CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE
SANAYİ A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA
İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

25 NİSAN 2023



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	4
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
6. GÖRÜŞ	9

CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.

[CWENE]

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (QNB Finans Yatırım) CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("CW Enerji" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Türkiye'nin güneş paneli üreticilerinden biri olan CW Enerji, 2010 yılındaki kuruluşundan 2016 yılına kadar güneş enerjisi üretim sistemlerine ilişkin olarak; EPC (Engineering, Procurement and Construction - Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) hizmetleri ile güneş enerjili sulama sistemleri üzerinde faaliyet göstermiştir. Şirket bu kapsamda, ihtiyaca özel olarak proje hazırlanması, gerekli ekipmanların temini ve bunların sahada kurularak çalışır şekilde teslim hizmetlerini sunmuştur. Şirket, 2016 yılından itibaren ise kurduğu tesislerde güneş paneli üretimi yapmaya başlamış, ürün ve hizmet gamını genişletmiştir.

Şirket'in toplam çalışan sayısı yönetim kurulu üyeleri hariç olmak üzere, 31.12.2022 itibarıyla, 1.127 mavi yaka ve 406 beyaz yaka olmak üzere toplamı 1.533'tür. 192 idari çalışan, 171 mühendis, 1.110 işçi, 42 teknik servis elemanı, 13 tekniker ve 5 teknisyeni bulunmaktadır. Şirket'in 5 yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır.

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

Şirket'in ve sektörün büyümesine paralel olarak artan talep sonucu 2017 yılında tesislerin yanında bulunan toplam 5.068 m²'lik alan da kiralanmış, panel üretim kapasitesini 330 MWp güce yükseltmiştir. 2017 yılından sonra sektörün ve Şirket'in büyümesi daha da hızlanmış ve gelen taleplere cevap verebilmek amacıyla bugün de ana fabrika konumunda bulunan Antalya OSB 1. Bölge'deki 44.734 m² büyüklüğündeki arsa satın alınarak yeni fabrika yatırımına başlanmıştır. 2018-2023 döneminde hem Antalya OSB 1. Bölge'de bulunan yaklaşık 28.230 m² kapalı alana sahip tesiste hem de Antalya OSB 3. Bölge'de bulunan tesiste yapılan çeşitli yatırımlar sonucu Şirket'in çeşitli kapasitelere sahip güneş paneli üretim kapasitesi 1.300 MWp'e ulaşmıştır. Yatırımları ve teslimatı tamamlanan 500 MWp yıllık üretim kapasitesine sahip yeni üretim hattının 2023 yılının ilk yarısı itibarıyla devreye alınmasıyla birlikte 1.800 MWp yıllık üretim kapasitesine ulaşacaktır. Bunun yanı sıra Şirket, sektör tecrübesi ve üretim kabiliyetleri dâhilinde piyasada oluşan uygun şartları da değerlendirerek Türkiye'nin çeşitli yerlerinde kurduğu mülkiyeti kendisine ait toplam 10,55 MWp kurulu güce sahip 10 adet GES işletmektedir.

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket, 105.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 500.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 18.750.000 TL artırarak 123.750.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamında 18.750.000 adet pay ve ortak satışı kapsamında 6.250.000 adet pay halka arz edilecektir. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması hâlinde mevcut ortaklardan karşılanmak üzere 5.000.000 adet payın dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi hâlinde toplam 30.000.000 payın halka arzı gerçekleştirilecektir.

Halka arz edilecek (Ek satış dâhil) 30.000.000 adet payın halka arz sonrası 123.750.000 TL'ye ulaşılabilecek çıkarılmış sermayesine oranı %24,24'tür.

Şirket paylarının halka arzı Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Sabit Fiyat İle Talep Toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile talep toplama süresi 3 iş günü olup, 26-27-28 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleştirilecektir.

Ek satış hariç, halka arz edilecek 25.000.000 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır;

- 20.000.000 TL nominal değerli %80 oranındaki kısmı Bireysel Yatırımcılara,

- 5.000.000 TL nominal değerli %20 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara gerçekleştirilecek satışlar için tahsis edilmiştir.

Talep toplama süresi sonunda bir yatırımcı grubuna tahsis edilen tutarı karşılayacak tutarda talep gelmesi durumunda, anılan grubun tahsisat oranından diğer gruplara kaydırma yapılamayacaktır. Yeterli talep gelmeyen yatırımcı grubu olması durumunda ise o gruba ait tahsisatın karşılanamayan kısmı öncelikle varsa karşılanamayan taleplerin karşılanması amacıyla Bireysel Yatırımcı grubuna aktarılacaktır. Bu aktarım sonrasında veya Bireysel Yatırımcı grubuna tahsis edilen kadar talep gelmemesi durumunda kalan kısım serbestçe diğer gruplara aktarılabilir. Ek satışın gerçekleşmesi durumunda ise ek satışa konu payların tamamı Bireysel Yatırımcılar grubuna aktarılacaktır.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

CW ENERJİ HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	Pay - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	105.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	123.750.000
Sermaye Artırımı	18.750.000
Ortak Satışı + Ek Satış	6.250.000 + 5.000.000
Toplam	30.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	108.60 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	2.036.250.000
Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar)	678.750.000
Halka Arz Büyüklüğü	2.715.000.000
Ek Satış Olursa Halka Arz Büyüklüğü	3.258.000.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	26-27-28 Nisan 2023
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluşlar	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım Yöntemi
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 ile biten mali yıl dönemlerine ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Dönen Varlıklar	225.062.015	495.030.963	3.036.101.229
Duran Varlıklar	234.649.782	634.564.197	1.400.105.822
TOPLAM VARLIKLAR	459.711.797	1.129.595.160	4.436.207.051
Kısa Vadeli Yükümlülükler	174.615.151	534.235.807	2.663.943.835
Uzun Vadeli Yükümlülükler	96.487.920	113.850.151	388.585.740
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
Hâsılat	452.411.065	1.002.995.682	4.758.256.196
Satışların Maliyeti (-)	(382.161.689)	(842.940.412)	(3.675.674.015)
Brüt Kâr	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 Kârı	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 Kârı	73.571.621	99.480.417	921.665.875
Finansman Giderleri (-)	(38.729.378)	(106.958.044)	(157.216.946)
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	34.842.243	(7.477.627)	764.448.929
Vergi Gelir/Gideri	(8.909.898)	10.475.960	139.763.043
Net Dönem Kârı/Zararı	25.932.345	2.998.333	904.211.972

5. DEĞERLEME HAKKINDA

A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır. İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda yer almaktadır:

- Şirket'in ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak USD cinsinden olduğu için projeksiyonlar USD 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) %11,86 olarak kabul edilmiştir.

AOSM hesaplamasının ana bileşenleri aşağıda verilmektedir:

AOSM		
Öz Sermaye / (Borç + Öz Sermaye)	%50	Hedeflenen borçluluk oranı
Borç / (Borç + Öz Sermaye)	%50	Hedeflenen borçluluk oranı
Vergi Oranı	%20	Vergi oranı
Beta	1,00	
Risksiz Getiri Oranı	%9,62	26.04.2029 vadeli T.C. USD Eurobond getirisi son 1 yıl ort.
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	

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması hâlinde farklı piyasa değeri ve pay değerine ulaşılabilir. Tüm bu varsayımlar altında serbest nakit akışı projeksiyonları, %1,0 devam eden büyüme oranı ve %11,86 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31.12.2022 bilanço tarihindeki 3,0 mn USD net nakit eklenip 841 mn USD piyasa değerine ulaşılmaktadır.

Mn USD	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Devam Eden Yıl
FAVÖK	131,6	108,9	114,5	120,5	127,0	130,7	
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	0,946	0,845	0,756	0,676	0,604	0,540	
İndirgenmiş serbest nakit akımı	58,1	65,0	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	%1,0
Devam Eden Değer	480.499.487
Firma Değeri	837.672.253
Net Finansal Borç	-3.037.810
Piyasa Değeri	840.710.063

B) 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 mn USD olarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları analizi, değerlemesi yapılacak Şirket'e benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu kapsamda hem Borsa İstanbul'da hem de yurt dışı 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.

Çarpan analizi kapsamında kullanılan yurt dışı şirketlerin temel piyasa bilgileri ve değerlendirme çarpanları aşağıdaki tabloda verilmektedir. Değerleme kapsamında 31.12.2022 itibarıyla son 12 ay FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. İlgili FD/FAVÖK çarpanlarının 14.03.2023 tarihindeki değeri baz alınmıştır.

Şirket	Piyasa Değeri (Milyon USD)	Firma Değeri (Milyon USD)	FD/FAVÖK 2022
LONGi Green Energy Technology Co., Ltd.	46.232	40.679	19,6x
JA Solar Technology Co., Ltd.	20.214	19.979	19,5x
Trina Solar Co., Ltd	17.947	18.072	20,4x
Xinjiang Daqo New Energy Co., Ltd.	14.801	11.781	3,5x
Shanghai Aiko Solar Energy Co., Ltd.	6.797	6.943	14,6x
Canadian Solar Inc.	2.543	4.084	6,2x
JinkoSolar Holding Co., Ltd.	2.530	7.938	21,9x
Jolywood (Suzhou) Sunwatt Co., Ltd.	2.378	2.502	18,6x
Medyan			19,0x

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

Bu veriler doğrultusunda toplam 8 şirketin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış, 2022 FD/FAVÖK çarpanı 25x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve hesaplama dâhil edilmemiştir.

Yurt dışı halka açık benzer şirket çarpan analizi sonucu ortaya çıkan değer bilgi amaçlı olup, nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (USD)	FD/FAVÖK 2022
FAVÖK 2022	58.867.385
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı	19,0x
Çarpan Analizi Firma Değeri	1.120.379.345
Net Finansal Borç	-3.037.810
Yurt Dışı Çarpan Analizi Piyasa Değeri	1.123.417.155

Yurt içinde elektrik ekipmanları üretimi gerçekleştiren ve aşağıda gösterilen benzer şirketlerin ilgili çarpanları, çarpan analizinde kullanılmıştır.

Şirket	Piyasa Değeri (Milyon USD)	Firma Değeri (Milyon USD)	FD/FAVÖK 2022
Astor Enerji	2.777,9	2.819,1	21,6x
Girişim Elektrik	1.578,9	1.592,8	21,4x
Alfa Solar	740,8	696,0	24,6x
Yeo Teknoloji	338,1	347,5	19,6x
Say Yenilenebilir Enerji	123,6	117,1	12,0x
Gersan Elektrik	56,4	62,3	9,5x
Manas Enerji Yönetimi	36,6	41,5	19,5x
Medyan			19,6x

Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin USD FD/FAVÖK 2022 medyan değeri 19,6x olarak hesaplanmaktadır.

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 dâhil 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 dâhil 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 dâhil edilmemiştir. Bu doğrultuda BİST – Yıldız Pazar USD FD/FAVÖK 2022 medyan değeri 7,6x olarak hesaplanmaktadır.

İlgili FD/FAVÖK çarpanlarınının 14.03.2023 tarihindeki değeri baz alınmıştır.

Yurt içi halka açık benzer şirket çarpan analizi sonucu ortaya çıkan değer aşağıda sunulmaktadır:

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	1.152.594.820
Net Finansal Borç	-3.037.810
Piyasa Değeri	1.155.632.630

BİST Yıldız Pazar (USD)	FD/FAVÖK 2022
FAVÖK 2022	58.867.385
BİST Yıldız Pazar Çarpanı	7,6x
Çarpan Analizi Firma Değeri	449.438.837
Net Finansal Borç	-3.037.810
Piyasa Değeri	452.476.647

Yurt İçi Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Yurt içi çarpan değerlemesinde Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipmanları Üreticileri çarpan değeri ile hesaplanan piyasa değerine %30 ağırlık ve BİST – Yıldız Pazar çarpan değeri ile hesaplanan piyasa değerine %70 ağırlık verilerek 663 mn USD piyasa değerine ulaşılmaktadır.

Yurt İçi Çarpan Analizi Sonuçları	Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (USD)
Yurt İçi Seçili Elektrik Ekipman Üreticileri FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	%30	1.155.632.630
Yurt İçi BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	%70	452.476.647
Yurt İçi Çarpan Analizi Piyasa Değeri		663.423.442

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında 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.

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

Değerleme Özeti (USD)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022	1.123.417.155	%0,0	-
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022	663.423.442	%50,0	331.711.721
İNA	840.710.063	%50,0	420.355.032
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		%100,0	752.066.752

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)	752.066.752
USD/TRY 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
Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)	108,60
Halka Arz Piyasa Değeri (TL)	11.403.000.000

Değerleme çalışması sonucu USD olarak hesaplanan CW Enerji piyasa değeri, 14.03.2023 tarihindeki kur ile Türk Lirasına çevrilmiştir. Ağırlıklandırılmış piyasa değeri 14,3 mlr 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 mlr TL olarak hesaplanmaktadır.

6. GÖRÜŞ

QNB Finans Yatırım'ın Şirket için hazırladığı Fiyat Tespit Raporu'nun yeterli miktarda kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz. Rapor içerisinde Şirket ve faaliyette bulunulan sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.

Şirket'in halka arz sonrasında yıldız pazarda işlem göreceğini göz önünde bulundurarak çarpan analizinde yıldız pazar çarpanlarına yer verilmesini makul bulmaktayız. Ayrıca nihai çarpan analizi hesaplamasında görece düşük piyasa değeri sonucu çıkan yıldız pazar çarpanına yüksek ağırlık (%70) verilmesini yatırımcı bakımından olumlu olarak nitelendirmekteyiz.

Yurt içi piyasa çarpanları analizinde, Şirket ile üretilen ürünler ve faaliyet alanlarının en çok benzerlik gösterdiği düşünülerek seçilen şirketlerin nispeten yakın zamanda halka açıldığını ifade etmek gerekir. Zira bu durum yüksek çarpan etkisine ve dolayısıyla yüksek piyasa değeri sonucunun oluşmasına neden olmaktadır.

Çarpan analizi hesaplamasında yüksek piyasa değeri sonucunu veren yurt dışı çarpanının kullanılmamasını pozitif bulmaktayız. Seçilen ve uçdeğer nedeniyle elimine olmayan yurt dışı benzer şirketlerin biri Kanada diğerleri Çin'dendir. Seçilen şirketlerin F/K, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarının da bilgi olarak verilmesi yatırımcıya detaylı ve karşılaştırılabilir bilgi açısından faydalı olabilirdi.

Yurt içi şirket değerlemelerinde yer verilen ve halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edilen F/K, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanları değerlemede kullanılmasa da bilgi olarak sunulabilirdi.

Son yıllarda artan enerji maliyetlerinin de etkisiyle güneş enerjisi yatırımlarının ciddi bir ivme kazandığını gözlemlemekteyiz. Ancak yine de, Şirketin 2022 yılı 59 milyon USD seviyesinde olan FAVÖK değerinin 2023 yılında 132 milyon USD seviyesine gelebilmesi konusunda çekincemiz vardır. 14 Mayıs 2023 tarihinde cumhurbaşkanlığı ile milletvekilliği seçimleri yapılacaktır. Para politikasındaki olası strateji değişikliğinden dolayı politika faizi ile USD/TRY kurunda belli bir süre için dalgalanma riski olasılığı bulunmaktadır. Bu belirsizlik güneş enerjisi yatırımlarındaki iştihanın menfi yönde etkilenmesini tetikleyebilir.

Şirket'in işletme sermayesi yönetimi açısından stok ve alacakların devir hızı kritik öneme sahiptir. Şirket'in bağımsız denetim raporu dipnotuna göre 2022 yılında alınan sipariş avansları bir önceki yıla göre yaklaşık 10 kat artış göstermiştir. Bu tutarın verilen sipariş avansı ödemelerinde, artan ticari alacakların finansmanında ve stok tedarikinde kullanıldığı dikkat çekmektedir. Alınan siparişlerdeki artış oranı kadar stok ve verilen sipariş avansı artışı olması makul olmakla birlikte Şirket'in beklenen siparişlerinin ne kadar olduğuna fiyat tespit raporunda yer verilmemiştir.

Sonuç olarak, QNB Finans Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla belirlenen %20 halka arz iskontosu ile 108,6 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

Bu rapor, Piramit Menkul Kıymetler tarafından sadece raporun ilk kısmında yer verilen amaç doğrultusunda hazırlanmıştır. Hiçbir şekilde bir yatırım önerisi veya halka arza katılmasına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Yatırımcılar, yatırım kararlarını, Şirket izahnamesini inceleyerek vermelidirler.