



CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.

***HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU – VIII***

01.01.2024-31.12.2024 DÖNEMİ

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. Maddesi uyarınca hazırlanmıştır.

1. GENEL BİLGİ

CW Enerji, kurucu ortak ve hâkim hissedar Tarzan Tarık Sarvan'ın Almanya'da edindiği bilgi ve deneyimlerini Türkiye'de değerlendirme vizyonu doğrultusunda, 2010 yılında Antalya'da kurulmuştur. Şirket, yenilenebilir enerji kaynaklarından güneş enerjisi sektöründe faaliyet gösteren bir fotovoltaik panel üreticisi ve EPC (Anahtar Teslim Proje) şirketi olarak sektördeki yerini almıştır.

Şirket, Antalya Organize Sanayi Bölgesi ve Antalya Serbest Bölge'de bulunan yaklaşık 245.000 m² alana yayılmış yedi farklı lokasyonda faaliyetleri sürdürülmekte olup yıllık 1.8 GW üretim kapasitesine sahiptir. CW Enerji, endüstriyel kurulumların yanı sıra, konut tipi çatı kurulumları, şebeke bağlantılı (On-Grid) güneş enerjisi sistemleri, şebekeden bağımsız akü/batarya fiberli güneş sistemleri (Off-Grid), hibrit sistemler, güneş enerji sulama sistemleri, LED aydınlatma sistemleri, güneş enerjisi kamera sistemleri ve elektrikli araç şarj istasyonları gibi geniş bir yelpazede güneş enerjisi çözümleri sunmaktadır.

Bunun yanı sıra, CW Enerji EVA ham madde üretimi, lityum batarya enerji depolama sistemleri üretimi, yatırımı devam etmekte olan alüminyum çerçeve üretimi ve çeşitli faydalı, gelişmiş modellerle sektöre katma değerler sağlamaya devam etmektedir.

2. RAPORUN KONUSU

İşbu Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın VII.128-1 sayılı Pay Tebliği ("Tebliğ")'nin 29. maddesinin beşinci fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri ve tespitleri içermekte olup, Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

İşbu Rapora temel teşkil eden finansal bilgiler 01.01.2024- 31.12.2024 dönemine ait konsolide finansal tablolarıdır. Finansal tablolar 11.03.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınlanmıştır.

Şirket'in ödenmiş sermayesinin 105.000.000 TL'den 123.750.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen toplam 18.750.000 TL nominal değerli paylar, mevcut ortak Tarzan Tarık Sarvan'a ait 6.250.000 TL nominal değerli paylar ve 5.000.000 TL ek satış dahil 30.000.000 TL nominal değerli paylarının halka arzına ilişkin izahname ve fiyat tespit raporu 14.04.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmıştır. Halka arz işlemi pay başına 108,6 TL satış fiyatından, 26-27-28 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleştirilmiştir. Halka arz edilen Şirket payları 05/05/2023 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da "CWENE.E" kodu ve sürekli işlem yöntemiyle işlem görmeye başlamıştır.

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Şirket paylarının halka arz yoluyla satışı "Sabit Fiyatla Talep Toplama" yöntemi ile 26-27-28 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleşmiş ve halka arza Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ile birlikte aracılık eden QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") tarafından hazırlanan 14.03.2023 tarihli fiyat tespit raporunda Şirket değeri hesaplanırken aşağıdaki Uluslararası Değerleme Standartları'nda (UDS) kullanılan 2 ana değerlendirme yaklaşımı esas alınmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı kapsamında- İndirgenmiş Nakit Analizi Akımları (İNA) Yöntemi**
- **Pazar Yaklaşımı kapsamında- Çarpan Analizi ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi**

Söz konusu değerlendirme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in belirli özelliklerine uygun olarak

seçilmiştir.

a) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA):

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 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.

b) Çarpan Analizi:

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. Piyasa çarpanları analizi, değerlemesi yapılacak Şirket'e benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu kapsamda 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.

4. FİYAT TESPİT RAPORU DEĞERLEME SONUCU

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50, yurt içi 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 (ABD Doları)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022	1.123.417.155	%0	-
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022	663.423.442	%50	331.711.721
İNA	840.710.063	%50	420.355.032
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		%100	752.066.753

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 / 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

Değerleme Sonucu	
Halka Arz İskontosu (%)	%20
Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)	108,60
Halka Arz Piyasa Değeri (TL)	11.403.000.000

*Kaynak 14.03.2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması sonucu 135,73 TL olarak hesaplanan CW Enerji birim pay değerine %20 iskonto uygulanarak fiyat 108,6 TL olarak belirlenmiştir.

5. TAHMİN, GERÇEKLEŞME VERİLERİ VE SONUÇ

Gelir Tablosu Özeti *Milyon	Fiyat Tespit Raporu 2024 Yıl Sonu Tahmin edilen (USD)	31.12.2024 Gerçekleşme (USD)	31.12.2023 Gerçekleşme (TL)	31.12.2023 Gerçekleşme (USD)	31.12.2024 Tahmini USD	31.12.2024 Bazında Tahmini Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	701,6	298,2	16.608,3	470,8	701,6	42,5%
Brüt Kar	120,6	72,8	3.879,5	110,0	120,6	60,4%
B.Kar Marjı(%)	17,2%	24,4%	19,9%	23,4%	17,2%	142,0%
FAVÖK	108,9	59,6	3.367,1	95,4	108,9	54,7%
FAVÖK Marjı (%)	15,5%	20,0%	17,1%	20,3%	15,5%	128,7%

*FAVÖK tutarı, Brüt Kar'dan Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin, Ar-Ge Giderlerinin çıkarılması ve sonrasında amortisman giderinin eklenmesi ile bulunmaktadır.

*Finansal tablo rakamları ilgili dönemin TCMB döviz alış kuru ile USD'ye çevrilmiştir (31.12.2024:35,2803 TL)

**31.12.2023 rakamları 31.12.2024 rakamlarına göre alım gücü açısından yeniden değerlendirilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu 14.03.2023 tarihli olup, Şirketimizin 2022 yılı 12 aylık gerçekleştirmeleri dikkate alınarak hazırlanmıştır. Şirketimiz payları 05.05.2023 tarihinde Borsada Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamış olup 2023 yılı gerçekleştirmelerine ilişkin ilk değerleme raporu 08.06.2023 tarihinde kamuoyuna duyurulmuştur. Bu defa Şirketimizin 2024 yıl sonu tahminlerine ve 2024 yıl sonu gerçekleşen verilerine yukarıda yer alan tabloda yer verilmiştir.

Şirketimizin yenilenebilir enerji faaliyetlerinin güneş enerjisine dayalı olması sebebiyle, operasyonlarımız doğrudan ısıtım seviyesi, güneşlenme süresi, hava sıcaklıkları, iklim koşulları ve iklim değişikliği gibi faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörlerde meydana gelebilecek herhangi bir değişiklik, dönemsel gelirlerde dalgalanmalara ve kârlılıkta farklılıklara neden olabilmektedir.

Tahmin ve Gerçekleşme Verileri:

Gerçekleşme rakamları, "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı kapsamında enflasyon düzeltilmesine tabi veriler üzerinden hesaplanmıştır.

Şirketimizin 2024 yılı hasılatı 298,2 Milyon USD, Brüt Kar 72,8 Milyon USD ve FAVÖK 59,6 Milyon USD seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılı brüt kâr marjı %24,4 ve FAVÖK marjı ise %20,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde dikkate alınan faktörlerden biri olan hasılat hacmi, 2024 yılı sonuçlarına göre, fiyat tespit raporunda kullanılan varsayımlar ile kıyaslandığında %42,5 oranında gerçekleşmiştir. Aynı şekilde, brüt kâr tutarı %60,4 seviyesinde, FAVÖK tutarı ise %54,7 seviyesinde

gerçekleşmiş olup, her iki parametre de Fiyat Tespit Raporu'ndaki varsayımların altında kalmıştır.

Ancak, her iki parametre kârlılık seviyesinde kar marjları açısından Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan tahminlerden daha iyi bir performans sergilenmiştir. Bu durum, maliyet yönetiminde sağladığımız iyileştirmelerin yanı sıra, operasyonel verimlilik kapsamında üretim süreçlerine otomasyon sistemlerini entegre etmemiz, iş akışlarını yeniden yapılandırmamız ve kaynak kullanımını optimize etmemizin olumlu sonuçlar verdiğini göstermektedir.

500 kWp üstü ve proje satışlarının hasılat içerisinde %70'ten fazla paya sahip olması nedeniyle karlılık ağırlıklı olarak bu gruptan elde edilmektedir. 500 kWp üstü ve proje satışlarının tamamlanma sürelerinin uzaması nedeniyle mali verilere yansıma dönemlerinde değişkenlik söz konusu olmaktadır. Bu kapsamda, hasılat içerisinde %70'ten fazla paya sahip 500 kWp üstü ve proje satışlarının zamana yayılı gerçekleşiyor olması ve tamamlanma sürelerinde değişkenlik olması nedeniyle 2024 gerçekleştirmelerinde hacimler beklenen seviyelerin altında kalmıştır.

Bunun yanı sıra, Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen gelir tablosu projeksiyonlarına dayanarak, Şirket'in 2024 yılı gerçekleşme rakamlarının, hasılat bazında %42,5, brüt kâr tutarında ise %60,4 seviyesinde gerçekleşerek Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan karlılık marjlarını yakalanmış olsa da tutar olarak beklentilerin altında kalmasının başlıca nedenleri çeşitli sektör dinamiklerinden kaynaklandığı değerlendirilmektedir. 2024 Yılı Sonunda bu düşüşe neden olan ana faktörler aşağıdaki gibidir;

Regülasyon değişiklikleri kapsamında, 29 Temmuz 2023 tarihli Resmî Gazete 'de yayımlanan yönetmelik değişikliği ile 1 Ağustos- 30 Eylül 2023 tarihleri arasında yeni tesis başvuruları geçici olarak durdurulmuştur. Bu durum, mevcut projelerin tamamlanma süreçlerini bir sonraki döneme kaydırarak şirket gelirlerini doğrudan etkilemiş, ayrıca uzun dönemlere yayılan ve hak ediş usulü ile gerçekleşen tahsilatlarımızın hasılat yansıma süreçlerini geciktirmiştir. Öte yandan, yeni panel üreticilerinin pazara girmesiyle sektörde yoğun bir rekabet ortamı oluşmuş ve bu durum panel fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Özellikle yılın ikinci yarısında yaşanan fiyat düşüşleri, hasılat üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, Çin'de gerçekleştirilen polisilikon kapasite artışları, global arzı artırarak wafer ve güneş hücresi gibi temel bileşenlerin fiyatlarını ciddi oranda düşürmüştür. Maliyetlerdeki bu azalma, panel fiyatlarının aşağı yönlü hareketini sürdürmekte ve sektördeki gelir seviyelerini baskılamaktadır. Ayrıca, teşvik bağlantı anlaşmaları ve yapı ruhsat süreçlerinde yaşanan gecikmeler, projelerin öngörülen zaman planlarına uygun ilerlemesini engellemiş ve gelirlerde beklenen artışın gerçekleşmesini geciktirmiştir.

Saygılarımızla,

Denetimden Sorumlu Komite