

25 Nisan 2023

Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, TSKB A.Ş. tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**QNB Finans Yatırım**") CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("**CW Enerji**" ve/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. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

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.

CW Enerji, Türkiye'de sanayi faaliyet alanındaki en büyük kuruluşları tespit etmek için İstanbul Sanayi ve Ticaret Odası tarafından yapılan, "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu" ISO 500 2017 sıralamasında, 2017 yılında gerçekleştirmiş olduğu net satışı ile listenin 408'inci sırasında yer almıştır.

2. Halka Arz Bilgileri

CW Enerji paylarının halka arzı eşit dağıtım yöntemi ile pay başı sabit fiyat 108,60 TL ile 26-27-28 Nisan 2023 tarihleri arasında gerçekleştirilecektir.

Halka arz Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 105.000.000 TL'den 123.750.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 18.750.000 TL nominal değerli B grubu ve mevcut ortaklardan Tarzan Tarık Savran'a ait 6.250.000 TL nominal değerli B grubu paylar halka arz edilecektir. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortaklardan Tarzan Tarık Savran'a ait 5.000.000 TL nominal değere kadar payın, dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesine karar verilecektir. Ek satışın tamamının gerçekleşmesi halinde halka arz edilecek payların nominal değeri 30.000.000 TL olup halka arz sonrası sermayeye oranı %24,24 olmaktadır.

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından halka arz gelirinin %20'si ile 30 gün boyunca fiyat istikrarına ilişkin işlem gerçekleştirmeyi planlanmaktadır. Ancak QNB Finans Yatırım fiyat istikrarı işlemlerini kesin olarak yerine getireceğine ilişkin bir taahhüt vermemektedir.

25 Nisan 2023

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Borsa Kodu	CWENE
Halka Arz Öncesi Sermaye	105.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	123.750.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	30.000.000 TL (Sermaye Artışı ve Ortak Satışı) (Ek Satış Hariç)
Halka Açıklık Oranı	%24,24 (Ek Satış Hariç)
Aracı Kurum	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	108,60 TL
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Nisan 2023
Halka Arz Büyüklüğü	2.715.000.000 TL (Ek Satış Hariç)
Ek Satış (Nominal)	5.000.000 TL

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, KAP

Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz'dan Önce		Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Hariç)		Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Dahil)	
		TL	%	TL	%	TL	%
Tarzan Tarık Sarvan	A	24.675.000	23,50	24.675.000	19,94	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	3,81
Halka Açık Kısım	B	-	-	25.000.000	17,54	30.000.000	21,04
Toplam		105.000.000	100	123.750.000	100	123.750.000	100

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Payları halka arz edecek ortağın pay satışından Şirket bir finansman elde etmeyecek olup, sermaye artışı yolu ile ihraç edilecek 18.750.000 TL nominal değerli 18.750.000 adet B grubu payların halka arz edilmesinden Şirket finansman temin edecektir. Sermaye artırımını aracılığıyla ihraççı'ya sağlanacak brüt nakit girişinin 2.036.250.000 TL olması beklenmektedir.

Şirket'in özkaynaklarını güçlendirmek amacıyla yapılacak sermaye artırımını sonucunda elde edilecek olan net halka arz gelirlerinin aşağıdaki alanlarda ve aşağıda belirtilen oranlarda kullanılması planlanmaktadır.

Halka Arz Neticesinde Elde Edilecek Fonun Kullanım Yerleri	Oran (%)
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	43 – 45
Güneş Enerjisi Santrali Alımları	11 – 13
Yatırım ve modernizasyon harcamaları	13 – 15
Depolama alanlarının genişletilmesi	8 – 10
Öz tüketime yönelik çatı ve arazi tipi Güneş Enerjisi Santrali kurulumu	10 – 12
Finansman maliyetinin azaltılması	5 – 7
Proje geliştirme amaçlı arazi satın alımları	3 – 5

25 Nisan 2023

02.03.2023 tarih ve 2023/15 sayılı yönetim kurulu kararı ile kabul edilen fon kullanım raporu uyarınca, halka arz neticesinde elde edilecek fonun yukarıda belirtilen alanlarda kullanılması planlanmaktadır.

3. Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/ Pazarlardaki Yeri

Şirket, faaliyetlerine 2010 yılında Antalya OSB 2. Bölge'de GES projelerine sadece kurulum faaliyeti olan anahtar teslim kurulum hizmetleri ile başlamıştır. Şirket'in ve sektörün büyümesine paralel olarak üretim tesislerini geliştiren şirket, 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 dahilinde 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.

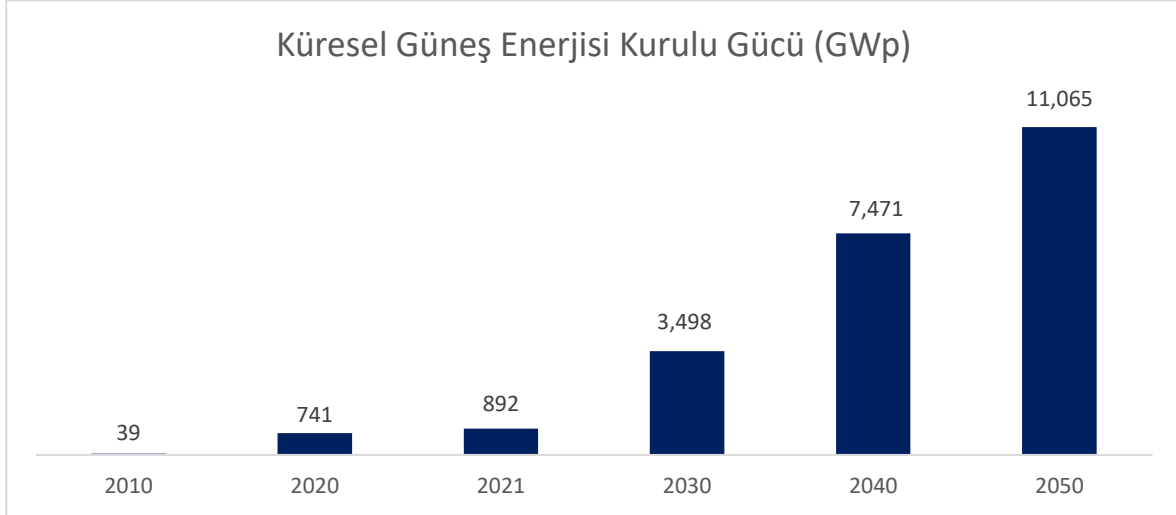
Şirket'in satışları ürün bazında 4 ana grup altında izlenmektedir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ürün bazlı kırılımı aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Güneş Paneli Satışları (Proje Dışı)	319.394.817	559.059.178	2.705.277.147
Invertör Satışları	13.561.852	40.274.721	147.195.608
Diğer Satışlar*	31.561.061	42.131.472	202.022.778
Proje Satışları**	87.893.335	361.530.311	1.703.760.663
Toplam	452.411.065	1.002.995.682	4.758.256.196

**Diğer satışlar, GES gelirleri ve mühendislik hizmet geliri, hurda satış geliri, teşvik gelirleri ve teknik servis gibi doğrudan üretim faaliyeti ile ilgili olmayan gelir kalemlerini içermektedir.*

***Anahtar teslim projelerde, proje satışı güneş panelleri, invertör ve mühendislik hizmeti satışlarını da kapsamakta olup, bu kapsamda yapılan satışlar zamana yayılı ifade edilmiştir. Proje satışları, panel, invertör, hizmet olmak üzere sepet ürün olarak gruplandırılmakta olup hakediş usulü tahsilatı yapılmaktadır.*

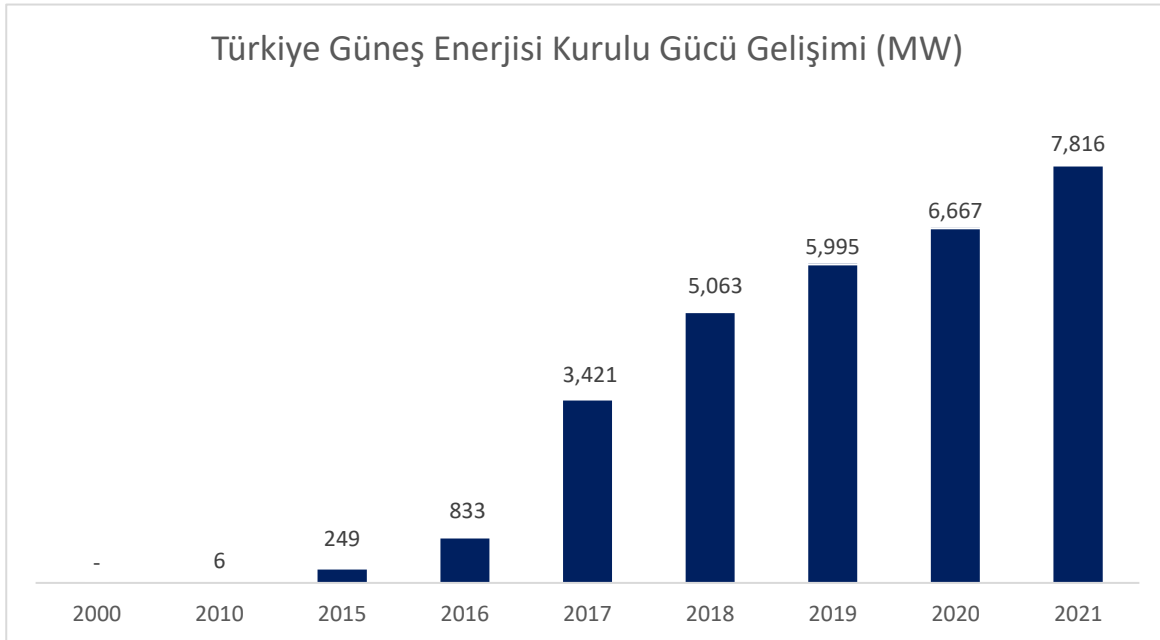
25 Nisan 2023



Kaynak: Uluslararası Yenilenebilir Enerji Ajansı-www.irena.org (IRENA (2022), Renewable Energy Statistics 2022, International Renewable Energy Agency

Küresel kurulu güneş enerjisi gücünün 2021 yılında 892 GWp olduğu, 2050 yılında 11.065 GWp'a ulaşacağı ve 2021 ile 2050 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranının %9,1 olacağı öngörülmektedir.

Uluslararası Enerji Ajansı'nın 2022 yılı Dünya Enerji Görünümü raporuna göre küresel olarak 2050 yılında toplam yenilenebilir enerji kapasitesinin 26.541 GWp'a ulaşması hedeflenmektedir. 21.541 GWp içerisindeki güneş enerjisi payının 11.065 GWp ile 2050 yılında %42'ye ulaşması beklenmektedir.



Kaynak: Uluslararası Yenilenebilir Enerji Ajansı-www.irena.org (IRENA (2022), Renewable Energy Statistics 2022, International Renewable Energy Agency

Türkiye'nin Aralık 2022 yıl sonu itibarıyla toplam kurulu elektrik üretim gücü 103.809 MW ve santral sayısı 11.427'dir. Türkiye yıllık güneşlenme süresi itibarıyla yüksek potansiyele sahiptir. Bu itibarla, kuzey bölgeler dışında ülkenin her bölgesinde güneş enerjisi santral kurulumları artarak devam etmektedir. Söz konusu hızlı artış temel olarak; panel üretiminde yaşanan teknolojik gelişmelerle daha uygun hale gelen panel fiyatları, stratejik öneme sahip enerji

25 Nisan 2023

sektöründe dışa bağımlılığı azaltmak amacıyla devlet tarafından sağlanan teşviklerdeki artışlar ve son dönemde artan enerji fiyatları ile kısalar yatırım geri dönüş süreleri gibi başlıca faktörlerden kaynaklanmaktadır.

4. Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Covid-19 pandemisi ile birlikte küresel piyasalarda arz talep dengesinde meydana gelen dalgalanmaların yanında direkt olarak enerji maliyetlerini arttıran küresel siyasal gelişmeler gibi etkiler ile dünya ticaret dengesinde bozulmalar meydana gelmiştir. Bu dengelerin Covid-19 pandemisi öncesindeki stabil konumuna geri dönmelerinin ise zaman alacağı öngörülmektedir.

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır:

Gelir Tablosu (TL)	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
Brüt kâr	70.249.376	160.055.270	1.082.582.181
Brüt kâr marjı	15,53%	15,96%	22,75%
Esas Faaliyet Kârı	76.179.212	78.760.844	913.848.607
Esas Faaliyet Kârı Marjı	16,84%	7,85%	19,21%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	73.571.621	99.480.417	921.665.875
FAVÖK	57.289.332	137.300.066	1.020.403.869
FAVÖK Marjı	12,66%	13,69%	25,00%
Vergi Öncesi Kârı	34.842.243	-7.477.627	764.448.929
Net Dönem Kârı	25.932.345	2.998.333	904.211.972
Net Kar Marjı	5,73%	0,30%	19,00%
Pay Başına Kazanç	0,86	0,10	30,14

Kaynak: İzahname

Şirketin 2020 yılı net satışları 452.411.065 TL iken 2021 yıl sonu itibarıyla %122 artarak, 1.002.995.682 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında 2021 yılına oranla %374 artarak 4.758.256.196 TL'ye yükselmiştir.

CW Enerji'nin 2020 yılı brüt kârı 70.249.376 TL iken 2021 yıl sonu itibarıyla %128 artarak, 160.055.270 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında 2021 yılına oranla %576 artarak 1.082.582.181 TL'ye yükselmiştir.

Net dönem kârı 2021 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla kıyasla %88 azalırken 2022 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla kıyasla 300 kat artış göstermiştir.

25 Nisan 2023

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır:

Özet 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
<i>Ödenmiş Sermaye</i>	105.000.00	105.000.00	105.000.00
TOPLAM KAYNAKLAR	459.711.797	1.129.595.160	4.436.207.051

Kaynak: İzahname

Yıllar itibarı ile toplam varlıklar içerisinde gözlemlenen artışın nedenleri; değişen iş modeli ve hacmi doğrultusunda ticari işletme sermayesini meydana getiren; ticari alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler (verilen sipariş avansları) ile sahip olunan yatırım teşviki kapsamında oluşan ertelenmiş vergi varlığı bakiyelerinde gözlemlenen artıştır.

Lisanssız Yenilenebilir Enerji Kaynaklarına dayalı (GES) üretim tesisleri için ihtiyaç fazlası enerjinin şebekeye kendi tarife grubu üzerinden satışına olanak sağlayan yeni teşvik düzenlemesinin, Öztüketim amaçlı güneş enerji santrali kurmak isteyenler için üst limit 50 kW'a çıkarılması ve Sanayi ve tarımsal amaçlı tesislere, bağlantı anlaşmasındaki sözleşme güçlerinin 2 katına kadar lisanssız elektrik üretimi yapma imkânı getirilmesi gibi düzenlemelerle sağlanan teşvikler şirketin satışlarını bu derece arttırmada etkili olmuştur.

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde uygun görülen değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- A- Piyasa Çarpanları Analizi
- B- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

Şirket'in özkaynak değerinin ölçülmesi için kullanılan FAVÖK, nakit ve nakit benzerleri ile net finansal borç rakamları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

	31.12.2022 (TL)
FAVÖK	1.020.403.869
Nakit ve Nakit Benzerleri	453.367.231
Net Finansal Borç	56.796.714

Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurt içi çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle yurt içinde elektrik üretimi ekipmanları üreten şirketler çarpan analizinde kullanılmıştır.

25 Nisan 2023

Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 14.03.2023 tarihli verilerine göre güncel değerlendirme çarpanları da dahil edilmiştir.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri/ Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr (FD/ FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Çalışmanın tamamına hâkim olan muhafazakâr bakış açısı sebebiyle FD/ FAVÖK çarpanları 0x-25x aralığında olan veriler hesaplamaya dahil edilmiştir. Bu aralık dışında kalan verilerin sağlıklı sonuç vermeyeceği düşünülmüştür.

FD/ FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/ sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/ Satışlar, şirketin operasyonel performansı ve karlılığını ölçümlemede eksik kalırken, F/K ise, bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi ve firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almadığı değerlendirilmektedir. Sonuç yurt içinde elektrik üretimi ekipmanları üreten şirketler ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/ FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. yurt içinde elektrik üretimi ekipmanları üreten şirketlerin çarpan değerleri için "Rasyonet" platformu kullanılmış olup, 14.03.2023 tarihli piyasa verilerinden yararlanılmıştır. Yurt Dışı Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 14.03.2023 kapanış tarihli "S&P CapitalIQ" platformu kullanılarak elde edilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet) Çarpan Değerleri:

Şirket	Piyasa Değeri (mn USD)	Firma Değeri (mn USD)	FD/ FAVÖK
Ulusoy Elektrik	757,7	774,6	89,4x
Kontrolmatik Teknoloji	1.561,9	1.554,6	66,9x
Manas Enerji	36,6	41,5	19,5x
Alfa Solar	740,8	696,0	24,6x
Gersan Elektrik	56,4	62,3	9,5x
Smart Güneş	1.332,1	1.336,1	74,9x
Say Yenilenebilir	123,6	117,1	12,0x
San-El Elektrik	14,4	14,3	a.d.
Emek Elektrik	44,6	46,2	84,2x
Anel Elektrik	60,3	107,7	a.d.
Yeo Teknoloji Enerji ve End	338,1	347,5	19,6x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)	19,6x		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Toplam 11 adet elektrik ekipmanı üreticisi şirketlerin FD/ FAVÖK çarpanının medyanı hesaplanmıştır. Aykırı değer olarak FD/ FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Listedeki 11 şirketin 4'si aykırı değerlere sahip olduğundan 2'sinin de verisi anlamlı olmadığından analiz dışında tutulmuştur. Geriye kalan 5 şirketin medyan FD/FAVÖK değeri 19,6'dır.

25 Nisan 2023

Şirket	Firma Değeri (mn)	FAVÖK (mn)	İskontolu FD/ FAVÖK
LONGI Green Energy Technology Co., Ltd.	46.232	40.679	19,6x
First Solar, Inc.	22.099	19.755	422,3x
JA Solar Technology Co., Ltd.	20.214	19.979	19,5x
Trina Solar Co., Ltd	17.947	18.072	20,4x
Xinjiang Dago New Energy Co.,Ltd.	14.801	11.781	3,5x
Shanghai Aiko Solar Energy Co.,Ltd.	6.797	6.943	14,6x
Shenzhen S.C New	6.167	5.503	47,8x
Risen Energy Co.,Ltd.	4.913	4.606	36,0x
Shoals Technologies Group, Inc.	2.928	3.163	41,2x
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
Sunnova Energy International Inc.	1.856	6.918	136,7x
EGing Photovoltaic Technology Co.,Ltd.	1.275	824	46,2x
Maxon Solar Technologies, Ltd.	1.162	1.309	A.D
Medyan (aykırı değerler elenmiş)			19,0x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri:

Yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin ABD Doları 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 hesaplamaaya dahil edilmemiştir.

Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi piyasa değeri 1.123.417.155 çıkmış olup nihai çarpan analizi hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Çarpanlar Analizi Sonucu	Piyasa Değeri (USD)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyanı			
Piyasa Değeri	1.123.417.155	0	0
Yurtiçi Elektrik Ekipman Şirketleri Medyanı			
Piyasa Değeri	1.155.632.630	30	346.689.789
Yurtiçi Yıldız Pazar Şirketleri Medyanı			
Piyasa Değeri	452.476.647	70	316.733.653
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		100	663.423.442

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

25 Nisan 2023

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve 2023-2028 yılları arası tahminleri ile QNB Finans Yatırım tahminleri doğrultusunda geçmiş mali verileri ışığında analiz edilerek 2023-2028 yılları için projekte edilmiştir. Şirketin ana gelir ve gider kalemleri ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden olduğu için projeksiyonlar ABD doları cinsinden hazırlanmıştır. İNA analizinde Şirket Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değerleri toplamı 357.172.766 USD olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası Terminal Değer 480.499.487 USD olarak hesaplanmıştır. Şirket Firma Değerinden (837.672.253 USD) net borç düşürülmüş olup, Şirket Öz sermaye Değeri 840.710.063 USD olarak hesaplanmıştır.

AOSM

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	
Risksiz Getiri Oranı	%9,62	26/04/2029 vadeli TC ABD Doları Eurobond getirisi son 1 yıl ortalaması
Piyasa Risk Primi	%6,0	QNB Finans Yatırım öngörüsü
Sermaye Maliyeti	%15,62	
Borçlanma Maliyeti	%10,12	Uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini
AOSM	%11,86	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA Tablosu (Milyon)	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Hasılatı	USD	64,5	112,9	287,1	637,8	701,6	736,4	773,1	811,8	830,6
Değişim (%)	%		74,9	154,4	122,1	10,0	5,0	5,0	5,0	2,3
Satışların Maliyeti	USD	-54,5	-94,9	-221,8	-495,3	-581,0	-609,9	-640,4	-672,4	-688,0
Değişim (%)	%		74,0	133,8	123,3	17,3	5,0	5,0	5,0	2,3
Satışlara Oranı (%)	%	-84,5	-84,0	-77,2	-77,7	-82,8	-82,8	-82,8	-82,8	-82,8
BRÜT KAR	USD	10,0	18,0	65,3	142,5	120,6	126,5	132,8	139,4	142,6
Brüt Kar Marjı	%	15,5	16,0	22,8	22,3	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Faaliyet Giderleri	USD	-3,1	-4,5	-7,5	-16,6	-18,3	-19,2	-20,1	-21,1	-21,6
Değişim (%)	(%)		44,5	66,3	122,1	10,0	5,0	5,0	5,0	2,3
Satışlara Oranı	(%)	-4,8	-4,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Pazarlama Giderleri	USD	-1,2	-2,1	3,8	-8,4	-9,2	-9,7	-10,2	-10,7	-10,9
Değişim (%)	(%)		72,9	84,3	122,1	10,0	5,0	5,0	5,0	2,3
Satışlara Oranı	(%)	-1,8	-1,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Genel Yönetim Giderleri	USD	-1,7	-2,4	-3,4	-7,5	-8,2	-8,7	-9,1	-9,5	-9,8
Değişim (%)	(%)		43,1	42,9	122,1	10,0	5,0	5,0	5,0	2,3
Satışlara Oranı	(%)	-2,6	-2,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	USD	-0,3	-0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Değişim (%)	(%)		-71,2	302,6	122,1	10,0	5,0	5,0	5,0	2,3
Satışlara Oranı	(%)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisman	USD	1,3	1,9	3,7	5,7	6,6	7,2	7,9	8,7	9,8
FAVÖK	USD	8,2	15,5	61,6	131,6	108,9	114,5	120,5	127,0	130,7
FAVÖK Marjı	(%)	12,7	13,7	21,4	20,6	15,5	15,5	15,6	15,6	15,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

25 Nisan 2023

Serbest Nakit Akım Projeksiyonları

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 (FAVÖK 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA Değerleme Sonuçları (USD)	2023T
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	131,6
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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6. Değerleme Sonucu ve Görüş

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Piyasa Değeri	Sonuç
İNA (USD)	50,00%	840.710.063	420.355.032
Çarpan Analizi (USD)	50,00%	663.423.442	331.711.721
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			752.066.752

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

25 Nisan 2023

Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

- İNA analizi kapsamındaki projeksiyon varsayımlarının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmış ve her iki yöntemde de eşit ağırlık verilmiştir. Ağırlıklandırmanın makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sektör bazında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpanı hesabında 0x-25x aralığının dışında bulunan değerlerin uç değer olarak kabul edilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz.

Değerlendirmemiz sonucunda **%20,0** oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan **108,60 TL** hisse başı fiyatı makul buluyoruz.