

CW Enerji – Görüş Yok

15.08.2025 – Analist Sunumu Toplantısı

Kapsama alım bilgilendirmesi

TOPCon teknolojisini tanımak

Teknolojiyi tanımak önem arz ediyor. TOPCon (Tünel Oksit Pasifleştirilmiş Temas) hücresi, güneş enerjisi sektöründe verimliliği artırmak amacıyla geliştirilen yeni nesil bir güneş hücresi teknolojisidir. Bu hücre elektron kayıplarını azaltma, yüksek verimlilik, düşük sıcaklık katsayısı ve düşük ışık performansı ile dikkat çekmektedir.

Özellik	PERC	TOPCon
Hücre tipi	P tipi silikon	N tipi silikon
Arka katman	Alüminyum oksit katmanı	Tünel oksit ve polisilikon katmanı
Maksimum verimlilik	Yaklaşık %24	%28'e kadar
Sıcaklık performansı	Yüksek sıcaklıkta verim kaybı	Daha iyi performans
Bozunma	Daha yüksek	Daha düşük

Şirket kimdir?

CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi, 2010 yılında kurulmuş ve fotovoltaik enerji (güneş enerjisi) sektöründe faaliyet gösteren bir Türk firmasıdır. Güneş paneli üretimi ve anahtar teslim güneş enerji santrali (GES) kurulumu gibi hizmetler sunmaktadır.

Yaklaşık –fiili- 1.8 GW güneş paneli üretim kapasitesiyle 60'tan fazla ülkeye ihracat, 400 satış noktası, 5 CW Enerji Plus bayisi, 1200'ü aşkın çalışan, 320'yi aşkın mühendis ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket, 2023 yılında halka arz edilmiştir ve hisseleri "CWENE" koduyla işlem görmektedir.

Şirket özelinde bu finansallar ışığında görüş bildirmek için erken görünüyor. Finansallar beklenenin aksine "muhasabesal etkenlerle" zayıf gelmiş olup en az 2-3 finansal takip edilmesinin ardından rahatlıkla görüş bildirilebileceğini değerlendirmekteyiz.

Sektör 65 F/K, 3,13 PD/DD, 16,51 FD/FAVÖK ile işlem görürken CWENE 37,39 FD/K, 1,6 PD/DD, 9,6 FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

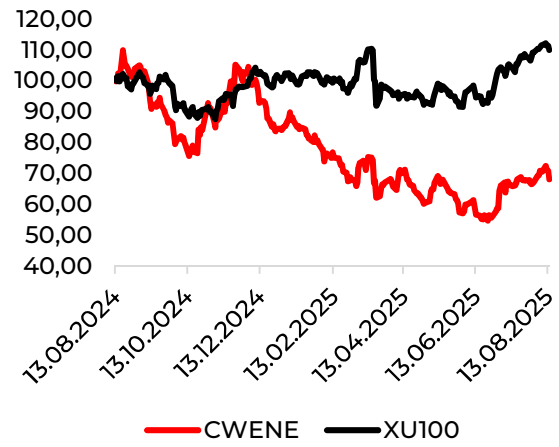
Devamı için bir sonraki sayfaya geçiniz

15 Ağustos 2025

Hisse Kodu	CWENE
Piyasa Değeri (mlr TL)	17,24
Piyasa Değeri (mln \$)	421
Katılım Endeksi	UYGUN

F/K	37,44
PD/DD	1,56
FD/FAVÖK	9,56

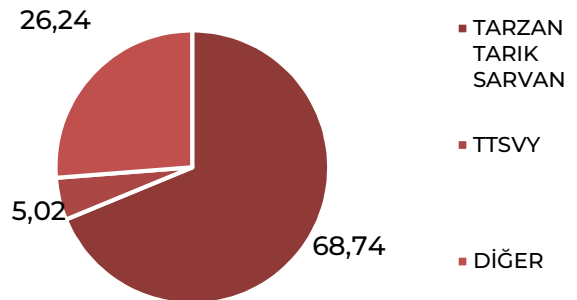
Hisse Sayısı (mln lot)	1.000
FDPO (%)	39,14
Günlük Ortalama İşlem (mln TL) (12 aylık)	192



FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E			
GÖRE	-3,69	-10,71	-43,19
XELKT'E GÖRE	-13,24	-23,15	-56,87
Nominal (TL)	3,40	2,16	-31,81
Nominal (USD)	2,15	-3,59	-53,20

Ortaklık Yapısı (%)



DEĞERLENDİRME

CW Enerji olarak aktif faaliyetlerinin neredeyse büyük bir kısmını iç pazara gerçekleştirmekte olup ihracat oranı %2-3 seviyelerinde seyretmektedir. Hem endüstriyel hem de konut tipi kurulumlar yapan şirketin önümüzdeki dönemde ihracat oranını önce %15'ler ve akabinde %40'lar bandına çıkarılacağı hedeflenmiştir.

1.sayfada bahsettiğimiz TOPCon hücreyi kullanmakta olup verimlilik oranı henüz %28'ler kadar olmasa da minimum %23,7-25,7 verimlilik elde edilerek Perc'e göre daha yüksek oran takip edilmektedir.

Şirketin yazılım teknolojisi beklenenin aksine kendisine aittir. Yabancı yazılıma ilişkin güven açıkları doğal olarak şirketi bu tarafa itmiş olup önümüzdeki dönemde veri güvenliğine ilişkin riskleri öncesinden minimize ettiğini takip ediyoruz.

Fiili 1,8 GW üretim kapasitesine sahip şirketin fabrika alanı 6 tesiste 225 bin metrekaredir. Makine kapasitesinin 2,5 GW olduğu hesaplanmaktadır. **Teşvik yazımı çerçevesinde kapasite yatırım alanının 2,3 GW'dan 3,8 GW'a çıkarılması hedeflenmektedir.**

Şirket yurtdışı tarafında da aksiyon almaya çalışmaktadır. 2023 yılında ABD Texas'ta bir şirket kurulmuş olup burada yalnızca depolama ve satış faaliyeti gerçekleştirilmektedir. **Son dönemde ABD'nin Çin'e yönelik panellere engel koymaya çalışma çabası ve iç tarafta da yerli panellere yönelik iyimser teşviklerin alınarak Çin dominasyonunun engelleniyor oluşu kritik bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.**

Günlük üretim kapasitesi 8 bindir. Bu sayı makine kapasitesi çerçevesinde 10 bine ulaşsa da aktif olarak fiili kapasite bu seviyededir. Şirketin tek işi GES'e dair her işi yapabilmek, kurmak ve satmaktır diyebiliriz.

Finansallar nezdinde muhasebesel etkiler var olduğu beyan edilmiştir. Son dönemde özellikle izin süreçleriyle uzayan iş ilişkiler tamamlama süreleri kaynaklı muhasebe standartları çerçevesinde stoğun önce maliyeti yansıdığı akabinde ise finansallara FAVÖK ve karlılık katkısı yapabileceği değerlendirilmektedir.

Şirketin yatırım süreçleri bu sene tamamlanacak. Aktif olarak planlanan yatırımların bu sene tamamlanıp önümüzdeki yıllarda artık modernizasyon ve bakım yatırımlarının yapılacağı görülmektedir. Bu da CAPEX ağırlığını net işletme sermayesinde gözle görülebilir şekilde azaltabilecektir.

Şirket özelinde yılsonunda (TOPCon fiyatları 4 cent baz alınmıştır):

- 330 milyon dolar ciro
- 66 milyon dolar FAVÖK (%20 FAVÖK marjı)

Şirket aktif olarak 9,6 FD/FAVÖK ile işlem görmekte olup yılsonunda FD/FAVÖK'ün bu koşullar altında 8,5'lu seviyelere inebileceğini hesaplamaktayız.

Henüz önümüzü görmek için erken olmakta olup TOPCon fiyatlarında beklenen iyimserleşme ve iş ilişkileri ile beklentilerimiz iyimserleşebilir.

Finansallar ve toplantı özelinde görüş bildirmemekle birlikte 1-2 finansal öncüleyecek şekilde görmek gerektiğini değerlendirmekteyiz. Bu finansal itibarıyla de "gözlemlemek amacıyla" kapsama aldığımızı vurgulamış olalım.

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

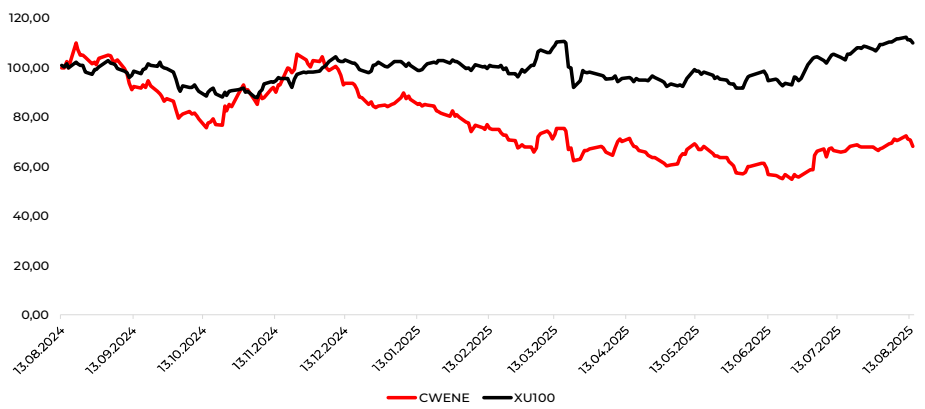
✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

FİNANSALLAR

CW Enerji Şirket Kartı

Künye	
Hisse Adı	Cw Enerji
Sektör	Enerji
Halka Açıklık Oranı	29,0%
Kuruluş Tarihi	3.12.2010
Yaşı	15
Personel Sayısı	1.422

Fiyat & Getiri	
Kapanış	17,05
Günlük Getiri	-3,84
Haftalık Getiri	-3,23
Aylık Getiri	3,40
Göreceli Getiri	-2,72
Yıllık En Düşük - En Yüksek	013-028
Yıllık Ortalama Fiyat	19,55



Özet Bilanço				Özet Gelir Tablosu				
Kalemler	2025/06	2024/06	Değişim(%)	Kalemler	2025/06	2024/06	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	9.515	5.639	68,73	Net Satışlar	5.801	5.197	10.521	11,63
Nakit ve Benzerleri	213	492	-56,70	Yurt İçi Satış	5.736	5.183	10.281	10,68
Stoklar	2.783	2.403	15,84	Yurt Dışı Satış	135	87	372	55,07
Ticari Alacaklar	3.735	1.044	257,64	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	12.957	8.932	45,05	Satışların Maliyeti	4.645	3.973	7.953	16,91
Maddi Duran Varlıklar	7.986	2.958	170,01	İskontolar	0,00	0,00	0,00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	254	167	52,49	İndirimler	0,00	0,00	104,63	a.d
Aktifler	22.472	14.571	54,22	Brüt Kâr	1.156	1.224	2.568	-5,52
Kısa Vadeli Borçlar	9.001	4.280	110,31	Faaliyet Giderleri	582	561	926	3,78
Uzun Vadeli Borçlar	2.448	2.629	-6,87	Esas Faaliyet Kârı	575	663	1.642	-13,37
Toplam Borç	11.449	6.909	65,72	Amortisman	291	256	461	13,93
Net Borç	5.705	2.729	109,07	FAVÖK	866	919	0	-5,77
Sermaye	1.000	124	708,08	Vergi Öncesi Kâr	-25	-479	571	94,77
Özkaynaklar	11.023	7.663	43,85	Ana Ortaklık Net Kâr	515	481	365	7,15

Oran Analizi			
Oranlar	2025/06	2024/06	Değişim(Bps)
Likidite			
Cari Oran	1,06	1,32	-0,26
Likit Oran	0,71	0,68	0,03
Değerleme			
F/K	42,67	38,52	4,14
PD/DD	1,55	3,36	-1,81
FD/FAVÖK	11,10	9,47	1,63
Karlılık			
Özsermaye Karlılığı	5,51	8,56	-3,05
Aktif Karlılık	2,78	4,35	-1,57
Brüt Kâr Marjı	19,93	23,55	-3,62
Net Kâr Marjı	8,88	9,25	-0,37
Favök Marjı	14,93	17,68	-2,76
Büyüme			
Net Kâr Büyüme	7,15	33,78	-26,63
Favök Büyüme	-5,77	-28,23	22,46
Özsermaye Büyüme	43,85	114,85	-71,00
Aktif Büyüme	54,22	93,19	-38,97
Faaliyet Etkinliği			
Stok Devir Hızı	3,00	4,15	-1,15
Alacak Devir Hızı	4,19	9,97	-5,79
Ticari Borç Devir Hızı	7,17	11,97	-4,80

