

GALATA WIND ENERJİ A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

2006 yılında GY Enerji Dan. Proje Müh. Üretim Tic. ve San. Ltd. Sti. ünvanıyla kurulan şirket 2012 yılında unvanını Galata Wind Enerji A.Ş. olarak değiştirmiş ve Doğan Holding tarafından devralınmıştır. Şirket yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üretimi gerçekleştirmek ve bu elektrik enerjisini Türkiye Enterkonnekte Şebekesi'ne satmak üzere kurulmuştur.

Galata Wind, 2012 yılında Şah RES ve Mersin RES santrallerini satın alarak Doğan Holding bünyesinde yenilenebilir enerji üretim faaliyetlerine başlamıştır. 2018 yılında Mersin RES'te 21MW kapasite artırımı gerçekleştirilmiş ve 9,4MW Çorum GES satın alınmıştır. 2019 yılında 24,7MW Erzurum GES satın alınmıştır. 2021 yılında 67,2MW Taşpınar RES tam kapasite olarak devreye alınmıştır.

Şirketin bünyesinde 3 adet Rüzgar Enerji Santrali (RES) ve 2 adet Güneş Enerji Santrali (GES) bulunmaktadır. Bu santrallerin toplam kurulu gücü 269MW olup, bunun 234,9MW kısmı RES'lerden ve 34,1MW kısmı GES'lerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020 itibariyle toplam 269MW kapasitenin 206,6MW kısmı operasyoneldir.

Santralin Adı	Yer	Kurulu Güç (MW)	İşletmeye Alınma Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi
Rüzgar				
Mersin RES	Mersin	62.7	2010	2020
Şah RES	Balıkesir	105	2011	2021
Taşpınar RES	Bursa	67.2	2020	2030
Güneş				
Erzurum GES	Erzurum	24.7	2018	2028
Çorum GES	Çorum	9.4	2017	2027

Şirketin elde ettiği net satış gelirlerinin kırılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

	2018	2019	2020
Rüzgar Enerjisi Elektrik Gelirleri	179,638,025	212,816,788	281,353,170
Güneş Enerjisi Elektrik Gelirleri	7,372,012	35,545,852	50,738,608
Elektrik Ticaret Gelirleri (*)	464,338,287	-	-
Diğer (**)	21,001,111	5,925	316,512
Satış Gelirleri	672,349,435	248,421,890	332,408,290

*Grup, 2018 yılında hem ikili anlaşmalar kapsamında aldığı hem de kendi santrallerinden ürettiği elektrik enerjisini ilişkili tarafı olan Doel Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. (DOEL)'e satarken, 2019 yılında DOEL'e sadece kendi santrallerinden ürettiği elektrik enerjisi satışını yapmıştır.

**2018 yılında diğer gelirlerin tamamı D Yapım'ın faaliyetlerinden kaynaklanan üretim gelirlerini içermektedir. D Yapım Mart 2018'den itibaren faaliyetlerini durdurmuştur.

Grup 2018 yılında (464,4mn TL tutarında) hem ikili anlaşmalar kapsamında aldığı hem de kendi santrallerinde ürettiği elektrik enerjisini ilişkili tarafı olan Doel Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. ye satarken, 2019 yılında sadece kendi santrallerinde ürettiği elektrik enerjisinin satışını yapmıştır.

Galata Wind'in net satış gelirleri, rüzgar ve güneş enerjisi elektrik gelirlerinden oluşmaktadır. 2020 yılında rüzgar enerjisi elektrik gelirlerinin toplam net satış gelirlerindeki payı %84,7 seviyesindeyken, rüzgar enerjisi elektrik gelirlerinin toplam net satış gelirlerindeki payı %15,3 seviyesindedir.

2018 - 2020 yıllarında satış gelirlerinin santraller bazında kırılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Üretim ve Net Satışlar	31.12.2018			31.12.2019			31.12.2020		
	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat (%)	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat (%)	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat (%)
Şah RES	317,261	113,937,109	60.90%	326,791	135,404,548	54.50%	344,244	181,925,679	54.80%
Mersin RES	182,946	65,700,916	35.10%	186,830	77,412,240	31.20%	186,830	98,735,681	29.70%
Taşpınar RES ¹	-	-	-	-	-	-	2,429	691,810	0.20%
Erzurum GES ²	-	-	-	32,164	25,036,015	10.10%	39,856	37,229,760	11.20%
Çorum GES ³	11,670	7,372,012	3.90%	13,882	10,509,837	4.20%	14,438	13,508,848	4.10%
Toplam	511,877	187,010,037	100.00%	559,667	248,362,640	100.00%	587,798	332,091,778	100.00%

¹ Taşpınar RES 2020 yılında kısmi olarak devreye girmiş olup 2020 üretimi Kasım-Aralık aylarına ilişkindir.

² Erzurum GES 18 Mart 2019 tarihinde alınmış olup 2019 üretim miktarı Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

³ Çorum GES 15 Mart 2018 tarihinde alınmış olup 2018 üretim miktarı Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

Şirket'in 2020 yılı itibarıyla brüt kar marjı %73,3 oranında gerçekleşmiştir. 2020 FAVÖK rakamı 263,8mn TL olarak gerçekleşen şirketin FAVÖK marjı ise %79 seviyesinde gerçekleşmiştir. Galata Wind, 2020'de 156,4mn TL tutarında net kar elde etmiştir (2019: 64,3mn TL net kar). Böylelikle 2019 yılında %25,9 seviyesinde bulunan net kar marjı 2020 yılında %47,0 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2020 itibarıyla borçluluk durumu ile söz konusu borçların FAVÖK'e olan oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

	2020
Toplam Yükümlülükler*	563,608,358
Nakit ve Nakit Benzerleri	66,124,675
Net Borç Pozisyonu	497,483,683
FAVÖK	263,796,606
Net Borç / FAVÖK	1,9x
Operasyonlardan Nakit Akımı	319,132,377
Ana Para Ödemesi	208,324,062
Faiz Ödemesi	6,917,984
Borç Çevirme Kapasite Oranı	1,5x

*Toplam yükümlülükten dönem karı vergi yükümlülüğü, türev araçlar ve ertelenen vergi yükümlülüğü hesaplarının çıkartılmasıyla elde edilen tutardır.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	TL	%	TL	%	TL	%
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	534,791,457.65	100.0%	401,093,587.65	75.0%	374,354,017.65	70.0%
Halka Açık Kısım	0.00	0.0%	133,697,870.00	25.0%	160,437,440.00	30.0%
Toplam Çıkarılmış Sermaye	534,791,457.65	100.0%	534,791,457.65	100.0%	534,791,457.65	100.0%

Şirketin çıkarılmış sermayesi 534.791.457,65 TL seviyesindedir. Söz konusu halka arzla mevcut pay sahiplerinden Doğan Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 133.697.870 TL nominal değerli paylar satışa

sunulacaktır. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması durumunda Doğan Holding'in sahip olduğu 26.739.570 nominal değerli ek pay satışı gerçekleştirilecektir. Yapılacak halka arzda ortak satışı olacağı için şirketin sermayesinde değişiklik olmayacak, halka açıklık oranı ise ek satış hariç %25 olacaktır (ek satış dahil edildiğinde halka açıklık oranı %30 olacaktır).

Pay başına halka arz fiyatı 5,06 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 676.511.22 TL olacaktır, ek satış halinde halka arz büyüklüğü ise 811.302.224 TL olacaktır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecektir. Bu nedenle; ortak satışından elde edilecek gelir halka arz eden pay sahibinin tasarrufunda olacaktır. Dolayısıyla; şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Galata Wind Enerji A.Ş. (Galata Wind)
Fiyat Aralığı	5,06 TL
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	534.791.458
Halka Arz Büyüklüğü	Ortak Satış: 133.697.870 TL Nominal Değerli Paylar
	Ek Satış: 26.739.570 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	25.00% (Ek Satış Sonrası %30.0)
Ek Satışın Halka Arza Oranı	5,0%
Halka Arz Büyüklüğü	676.511.222 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	811.813.446 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - %49 kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - %40 kısmı Doğan Şirketler Grubu ve Galata Wind Çalışanları - %1 kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - %10 kısmı
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.706.044.776 TL
Talep Toplama Tarihi	15 - 16 Nisan 2021

Galata Wind'in halka arzı "Ortak Satışı" şeklinde yapılacak ve "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemiyle satış gerçekleştirilecektir. Aracılık Yöntemi olarak "En İyi Gayret Aracılığı" belirlenmiştir.

Halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün süreyle ihraççı tarafından sermaye artırımları yapılmayacağına ve ortaklar tarafından pay satışı yapılmayacağına ilişkin taahhüt bulunmaktadır.

Değerlendirme

Garanti Yatırım Men. Kıy. A.Ş.'nin Hazırlamış ve KAP'ta Yayınlamış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Söz konusu değerlendirme çalışması yapılırken, Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında; Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Şirketin gelecekte elde edebileceği gelir miktarında ve zamanlamasında makûl tahminlerin bulunması nedeniyle Gelir Yaklaşımı ve karşılaştırma yapılabilecek halka açık benzer şirketlerin bulunması nedeniyle Pazar Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır. Ancak, şirketin

kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı değerlendirilmesinde kullanılmamıştır.

Bahsi geçen yaklaşımlar neticesinde Galata Wind'in hedef öz sermaye değeri; indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine ve benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Şirket değerlemesi yapılırken, şirket tarafından sağlanan 2018-2019-2020 yılları için düzenlenen bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi yönteminde şirketin öz sermaye değeri; şirketin gelecek 10 yıl boyunca elde edebileceği nakit akışlarının projeksiyonu yapılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Projeksiyon dönemi sonunda bütün santrallerin YEKDEM kapsamından çıkması nedeniyle bu tarihten sonra alım garantisi olacak bir fiyat olmayacak ve gelir miktarının öngörülmesi zorlaşacaktır. Bu nedenle, projeksiyon döneminin devamı için çıkış değeri yöntemi uygulanmıştır. Gelecekte yaratılacak nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

Galata Wind santralleri elektrik üretim miktarlarının yıldan yıla çok az değişim göstermesi nedeniyle şirketin toplam yıllık elektrik üretim miktarı tahmin edilebilmektedir. Ayrıca, şirket 2021 yılından itibaren ürettiği elektriği YEKDEM kapsamında satabilecektir (Mersin RES hariç) bu nedenle şirket santrallerinin elektrik satış fiyatı da tahmin edilebilmektedir.

Mersin RES 2020 yılı sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden satmaya başlamıştır. Hâlihazırda ürettiği elektriği 73 Dolar/MWh fiyatla satabilen Şah RES ise 2021 yılı sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkacaktır. 2021 yılında YEKDEM'den yararlanmaya başlayan Taşpınar RES 2030 yılı sonuna kadar yararlanmaya devam edecektir. Taşpınar RES YEKDEM'in ilk 5 yıllık döneminde ürettiği elektriği 94 Dolar/MWh fiyatla, kalan 5 yıllık dönemde ise 73 Dolar/MWh fiyatla satabilecektir. Şirketin üç rüzgar santrali satışlarını dengeleme grubu kapsamında ikili anlaşmalar üzerinden satmaktadır. Dengeleme grubundan yukarıda bahsedilen satış fiyatları üzerine 9,5 TL/MWh prim almaktadır. Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar Erzurum GES ise 2028 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 113 Dolar/MWh fiyatla satabilecektir. Bu süre sonunda Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF'nin %15'ini katkı bedeli olarak ödedikten sonra Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden veya ikili anlaşma yoluyla satış yapabilecekleri değerlendirilmektedir.

Şirketin faaliyet giderlerinin büyük bir bölümü sözleşmeye ve tarifeye bağlı giderlerden oluşmaktadır. Bakım onarım giderleri 2030 yılına kadar geçerli sözleşme şartları kapsamında belirlenmiştir. Belirlenen tarifelere göre TEİAŞ sistem kullanım bedelleri oluşmaktadır ve 2021 yılı tarifelerine göre hesaplanmıştır. Tarifelerin 2021 yılı sonrasında enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Rüzgar enerjisi santralleri faaliyetlerine başladıklarından itibaren ilk 8 yıl boyunca lisans bedellerinden muaf olup, 8 yıllık dönem sonrasında ürettikleri elektrikler üzerinden lisans bedeli ödenmektedir.

Nakit akışlarının iskonto edileceği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı hesaplaması şu varsayımlar altında gerçekleştirilmiştir:

Projeksiyon dönemi boyunca Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) sabit olarak kullanılmıştır. Risksiz Türk Lirası faizi, 10 yıllık devlet tahvilinin 02 Nisan 2021 tarihli getirisi olan %18.21 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi için risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Borçlanma maliyeti, şirketin TL kredilerinin faizlerinin 2020 yılsonu anapara bakiyelerine göre ağırlıklı ortalamaları olan %13,2 olarak ve vergi oranı %20 olarak dikkate alınmıştır. Borç / Toplam

Kaynaklar oranı yurt içi benzer şirketler ile yurt dışı benzer şirketlerin ortalaması olan %68,3 olarak dikkate alınmıştır. Kaldıraçsız Beta değeri yine aynı şekilde yurt içi benzer şirketlerin ve yurt dışı benzer şirketlerinin son 5 yıl değerlerinin ortalaması olan 0,39 olarak dikkate alınmıştır. Belirlenen bu kriterler neticesinde AOSM %14,9 olarak hesaplanmıştır.

	AOSM Hesabı
AOSM Projeksiyonu	
Risksiz Getiri Oranı	18,21%
Risk Primi	5,5%
Borç/Toplam Kaynaklar	68,3%
Kaldıraçsız Beta	0,39
Kaldıraçlı Beta	1,06
Özkaynak Maliyeti	24,1%
Borçlanma Maliyeti	13,2%
Vergi Oranı	20%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	10,6%
AOSM	14,9%

Bu yöntem, şirketin öngörülleri, geçmiş performansı ve makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanması nedeniyle ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına göre ve yapılan tahminlerin değişmesi durumunda ulaşılan değerlerde önemli değişiklikler gözlenebilir.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gelirler	439.610	399.903	414.574	433.411	464.026	459.781	492.828	515.264	514.540	553.059
Faaliyet Karı	204.251	180.110	206.073	226.701	262.821	250.484	315.040	343.665	306.519	368.356
Vergi	(36.765)	(32.420)	(37.093)	(40.806)	(47.308)	(50.097)	(63.008)	(68.733)	(61.304)	(73.671)
Vergi Oranı	%18	%18	%18	%18	%18	%20	%20	%20	%20	%20
KDV Alacakları	59.541	56.568	58.487	60.984	65.187	6.039	-	-	-	-
Amortisman	140.393	117.584	100.921	92.694	78.337	76.761	34.814	17.996	56.166	20.909
Yatırım Harcamaları	(65.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NİS Değişimi	1.329	5.636	(710)	(991)	(1.884)	2.119	(1.884)	(675)	(218)	(2.234)
Serbest Nakit Akımları	303.749	327.478	327.676	338.582	357.154	285.306	284.963	292.253	301.163	313.359
İndirgeme Faktörü	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,44	0,38	0,33	0,29	0,25
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	264.469	248.257	216.284	194.581	178.711	124.299	108.095	96.524	86.604	78.458

Projeksiyon Dönemi Değeri	1.596.281.261
2030 Yılı FAVÖK	389.264.972
FAVÖK Çarpanı	16,9x
2030 Sonrası Değer	6.581.626.254
2030 İndirgeme Faktörü	0,25
2030 Sonrası Bugünkü Değer	1.647.887.705
İNA Değeri	3.244.168.966

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi sonucunda şirket değeri; 10 yıllık projeksiyon dönemine ilişkin değer ve çıkış değeri yöntemiyle hesaplanan projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer toplamından oluşmaktadır. Bunun neticesinde; Galata Wind'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla şirket değeri 3.224.168.966 TL olarak hesaplanmaktadır.

İNA Şirket Değeri	3.244.168.966
Net Finansal Borç	484.510.291
İNA Özsermaye Değeri	2.759.658.675
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,06
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	2.930.692.480
Temettü Ödemesi Düzeltmesi	100.000.000
Düzeltilmiş İNA Özsermaye Değeri	2.830.692.480

Hesaplanan şirket değeri, şirketin değerleme tarihi itibarıyla öz sermaye değerini yansıtmayı amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede 24,1 olarak kullanılan 2021 yılı öz sermaye maliyeti dikkate alınarak öz sermaye değeri 5 Nisan 2021 tarihine getirilmiştir. Galata Wind izahnamesinde de belirtildiği üzere şirket halka arz öncesinde 100mn TL tutarında temettü ödemesi yapacaktır. Bu nedenle öz sermaye değeri temettü ödemesi dikkate alınarak düzeltilmiştir.

Çarpan Analizi Yöntemi

Pazar Yaklaşımı kapsamında; şirketle benzer alanlarda faaliyet gösteren ve halka açık olan diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak işletme değerinin hesaplanabilmesi için benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayanması ve halka açık şirket yatırımcıları tarafından yüksek seviyede itimat edilen değerleme çarpanlarından birisi olması nedeniyle pazar yaklaşımı kapsamında İşletme Değeri / FAVÖK (İD / FAVÖK) çarpanı tek yöntem olarak kullanılmıştır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurt içi benzer şirketler belirlenirken, şirketin halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen XELKT Borsa İstanbul Elektrik Endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. Yurt içi benzer şirketlere ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD/FAVÖK LTM
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	1.298	7.216	425	16,99x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	7.315	40.354	4.518	6,82x
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	103	152	11	13,87x
Ayen Enerji A.Ş.	2.184	4.492	280	16,05x
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	2.477	2.684	72	37,41x
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	4.362	4.789	72	24,93x
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	2.106	4.178	253	16,49x
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4.600	48.643	4.955	9,52x
			Ortalama*	15.85x
			Medyan*	16.27x

*Üzeri çizilen değerleri içermemektedir.

BİST Elektrik Endeksi'nde yer alan Enerjisa Enerji A.Ş. sadece elektrik dağıtımıyla iştigal etmesi nedeniyle ve BİST Alt Pazar'da yer alan Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. likiditesi düşük olan payların işletmelerin gerçek değerini doğru bir şekilde yansıtmayabileceği nedeniyle yurt içi benzer şirketler arasında değerlendirilmemiştir.

Kinesis Enerji Yatırımları A.Ş.'ye ait güneş enerjisi santrallerini almak üzere sözleşme imzalayan Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin bu satın almayla birlikte kurulu GES gücünün %110 artacağı ve 2021 yılında 12,8mn Dolar net gelir elde edeceği beklentisiyle hesaplanan İD / FAVÖK çarpanının göreceli olarak yüksek çıktığı düşünülmektedir. Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. uç değer olduğu için yurt içi benzer şirketler ortalamasına dâhil edilmemiştir.

Aksa Enerji Üretim A.Ş. üretiminin sadece %41'inin yenilenebilir enerji kaynaklarından oluştuğu ve %35'inin kömür ve %22'sinin doğalgaz kaynaklarından oluştuğu görülmektedir. Bu nedenle hesaplanan İD / FAVÖK çarpanının göreceli olarak düşük çıktığı düşünülmektedir. Aksa Enerji Üretim A.Ş. uç değer olduğu için yurt içi benzer şirketler ortalamasına dâhil edilmemiştir.

Zorlu Enerji Elektrik Üretimi A.Ş.'nin elektrik ve doğalgaz dağıtım faaliyetlerinde bulunması ve 2020 FAVÖK'ünün sadece %56'sının elektrik üretiminden kaynaklanması nedeniyle hesaplanan İD / FAVÖK çarpanının göreceli olarak düşük çıktığı görülmektedir. Zorlu Enerji Elektrik Üretimi A.Ş. uç değer olduğu için yurt içi benzer şirketler ortalamasına dâhil edilmemiştir.

Naturel Yenilenebilir Enerji Tic. A.Ş.'nin müteahhitlik faaliyetlerinde bulunması ve bir diğer uç değer oluşturan Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin de ana ortağı olması nedeniyle hesaplanan İD / FAVÖK çarpanının göreceli olarak yüksek çıktığı görülmektedir. Naturel Yenilenebilir Enerji Tic. A.Ş. uç değer olduğu için yurt içi benzer şirketler ortalamasına dâhil edilmemiştir.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Galata Wind ile karşılaştırılabilir benzer şirketler CapitalIQ veritabanı üzerinden yapılan incelemeler neticesinde belirlenmiştir. Çarpan analizinde kullanılan uluslararası benzer şirketlerin bilgileri aşağıda sunulmuştur.

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD/FAVÖK LTM
Edusun Power Europe AG	1.065	1.771	73	24,25x
Grenergy Renovables S.A.	7.690	8.914	240	42,54x
Alerion Clean Power S.p.A.	6.600	11.348	525	21,63x
7C Solarparken AG	2.557	4.550	285	15,99x
Falek Renewables S.p.A.	17.079	25.284	1.592	15,89x
Pacifico Renewables Yield AG	1.064	1.625	68	23,99x
Clearwise AG	1.228	2.503	210	11,94x
Terna Energy Societe	13.954	20.080	1.732	11,59x
Audax Renovables S.A.	9.247	11.153	604	18,48x
Ortalama*				17,97x
Medyan*				17,24x

Hâlihazırda 198MW operasyon kapasitesine sahip olan Grenergy Renovables şirketinin 297MW kapasiteye sahip bir proje inşaatı bulunması nedeniyle hesaplanan İD / FAVÖK çarpanının göreceli olarak yüksek çıktığı görülmektedir. Grenergy Renovables uç değer olduğu için yurt dışı benzer şirketler ortalamasına dâhil edilmemiştir.

Yurt içi ve yurt dışı karşılaştırılabilir benzer şirketlerin çarpan analizi sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

	FD/FAVÖK Çarpanı	2020 FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	15,8x	263.796.606	4.180.215.261
Yurtdışı Benzer Şirketler	18,0x	263.796.606	4.740.241.453
		Hesaplanan Şirket Değeri	4.460.228.357
		Net Finansal Borç	484.510.291
		Temettü Ödemesi	100.000.000
		Özsermaye Değeri	3.875.718.066

Yurt içi ve yurt dışı karşılaştırılabilir benzer şirket çarpanlarına eşit ağırlık verilerek Galata Wind'in değeri pazar yaklaşımı kapsamında 4.460.228.357 TL olarak hesaplanmıştır. Net finansal borç tutarı

ve temettü ödemesi tutarı düşüldükten sonra şirketin öz sermaye değeri **3.875.718.066 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme sonucu

Galata Wind için yapılan değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akışları analizine ve Piyasa Çarpanları analizine %50 oranında eşit ağırlık verilerek yapılan hesaplama neticesinde; halka arz iskontosu öncesinde öz sermaye değeri 3,35mlr TL olarak bulunmuştur.

	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi	2.830.692.480	%50	1.415.346.240
Çarpan Analizi Yöntemi	3.875.718.066	%50	1.937.859.033
Ağırlıklandırılmış Özsermaye			3.353.205.273

Bu hesaplamalar neticesinde; halka arz öncesi öz sermaye değerine %19 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına halka arz fiyatı 5,06 TL olarak belirlenmiştir.

	Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri	3.353.205.273
Galata Wind Ödenmiş Sermayesi	534.791.458
1TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer	6,27
Halka Arz Fiyatı	5,06
Halka Arz İskonto Oranı	%19
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	2.706.044.776

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda, Galata Wind hakkında tanıtıcı detaylı bilgilere ve faaliyetlerine ilişkin açıklamalara yeterli bir şekilde yer verildiğini görüyoruz. Değerleme çalışmasında tercih edilen yöntemlerin nedenlerine de ayrıca yer verilmiştir.
- Şirketin gelecekte elde edebileceği gelir miktarında ve zamanlamasında makûl tahminlerin bulunması ve şirketin gelir yaratma kabiliyetini etkili bir şekilde yansıtabilmesi nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi yönteminin kullanılmasını şirket değerlemenin amacına uygun olduğu görüşündeyiz. İNA projeksiyonunda yer verilen tahminlerin farklılaşması durumunda farklı pay değerlerine ulaşılmasının söz konusu olabileceğini belirtmek isteriz.
- AOSM hesaplamasında Risksiz Getiri Oranı Türkiye'deki 10 yıllık tahvilinin 2 Nisan 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olarak %18,21 olarak kullanılmasını olumlu buluyoruz. İNA analizi yönteminde devam eden değer hesaplamasında, Projeksiyon dönemi sonunda bütün santrallerin YEKDEM kapsamından çıkması nedeniyle bu tarihten sonra alım garantisi olacak bir fiyat olmayacağı ve 2030 yılı sonrası gelir miktarının öngörülmesinin zor olacağı belirtilmiştir. Projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer hesaplamasında Uluslararası Değerleme Standartları uyarınca bozulan bir yapıda kullanılabilen Pazar yaklaşımı/çıkış değeri kullanılmış ve Şirket'in 2030 yılında yaratacağı tahmin edilen FAVÖK tutarı ile yurt içi ve yurt dışı FAVÖK çarpanları üzerinden hesaplanan artık değer, 2030 yılı indirgeme faktörü ile bugüne indirgenmiştir.
- Şirket'in halka arz öncesi 100mn TL temettü ödemesi yapması nedeniyle özsermaye değerinin temettü ödemesi dikkate alınarak düzeltilmiş olmasını olumlu buluyoruz.

- Pazar yaklaşımı kapsamında; İD / FAVÖK çarpanının kullanılmasını yeterli buluyoruz. Uç değer niteliğindeki şirketlerin karşılaştırılabilir benzer şirket değerlemesinde ortalamaya dâhil edilmemiş olmasını değerlemenin daha makul sonuçlar ortaya koyması adına yerinde değerlendiriyoruz.

Sonuç: “İndirgenmiş Nakit Akışları - İNA Analizi” yöntemine %50 oranında ve “Çarpanlar Analizi” yöntemine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan öz sermaye değerinin ve %19 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına 5,06 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Bilanço

(TL)	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	144.766.731	182.019.082	171.495.095
Nakit ve Nakit Benzerleri	44.908.930	132.678.154	66.124.675
Ticari Alacaklar	66.403.345	23.861.067	34.809.442
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar (-)	55.169.828	12.426.679	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar (-)	11.233.517	11.434.388	34.809.442
Diğer Alacaklar	18.368.605	194.566	205.892
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar (-)	15.594.766	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar (-)	2.773.839	194.566	205.892
Stoklar	-	1.661.310	1.664.977
Peşin Ödenmiş Giderler	1.741.043	1.513.639	2.219.625
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	523.803	-	4.589.914
Diğer Dönen Varlıklar	12.821.005	22.110.346	61.880.570
Duran Varlıklar	1.091.984.878	1.096.627.219	1.449.123.545
Ticari Alacaklar	41.593	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar (-)	41.593	-	-
Türev Araçlar	30.583.495	16.538.376	21.723.420
Finansal Yatırımlar	50.000	50.000	100.000
Diğer Alacaklar	122.585.335	378.152	354.978
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar (-)	122.585.335	378.152	354.978
Maddi Duran Varlıklar	294.696.695	386.397.671	849.661.999
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	312.181.671	325.209.001	319.686.110
Lisanlar (-)	304.549.803	296.902.389	291.833.320
Şerefiye (-)	6.691.840	27.629.554	27.629.554
Diğer Haklar (-)	940.028	677.058	223.236
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	10.659.556	12.381.319
Peşin Ödenmiş Giderler	-	47.213.689	219.949
Diğer Duran Varlıklar	331.846.089	310.180.774	244.995.770
TOPLAM VARLIKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640
(TL)	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	176.013.951	98.856.387	302.493.950
Kısa Vadeli Borçlanmalar			
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borç. (-)			

Banka Kredileri (-)	42.167.222	75.000.000	105.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları			
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları (-)			
Banka Kredileri (-)	80.275.840	9.127.067	18.487.631
Kiralama İşlemlerinden Borçlar (-)	-	1.863.295	1.527.077
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları (-)			
Kiralama İşlemlerinden Borçlar (-)	-	136.413	171.710
Diğer Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları (-)	-	-	132.294.672
Ticari Borçlar			
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar (-)	458.986	461.105	1.430.162
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar (-)	47.180.269	8.266.234	5.620.230
Türev Araçlar	-	-	32.936.362
Diğer Borçlar			
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (-)	-	1.000.000	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar (-)	4.020.980	709.699	2.660.544
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	417.037	530.508	1.398.300
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	528.670	-
Kısa Vadeli Karşılıklar			
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar (-)	709.855	709.855	282.290
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar (-)	783.762	523.541	684.972
Uzun Vadeli Yükümlülükler	343.591.882	398.909.093	390.887.327
Uzun Vadeli Borçlanmalar			
Banka Kredileri (-)	272.120.768	198.381.969	279.941.950
Kiralama İşlemlerinden Borçlar (-)	-	11.013.977	13.101.954
Kiralama İşlemlerinden Borçlar (-)	-	-	109.972
Diğer Uzun Vadeli Borçlanmalar (-)	-	106.990.427	-
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (-)	550.000	-	-
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar (-)	432.745	748.623	896.894
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	70.488.369	81.774.097	96.836.557
ÖZKAYNAKLAR	717.145.776	780.880.821	927.237.363
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	716.640.379	780.880.821	927.237.363
Çıkarılmış Sermaye	170.000.000	534.791.458	534.791.458
Paylara İlişkin Primler / (İskontolar)	529.389.566	4.000.000	4.000.000
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları) (-)	569.921	484.574	484.574
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Giderler	11.070.889	11.964.666	15.491.356
Geçmiş Yıllar Karları ve Zararları	-27.835.472	165.369.731	216.113.433
Net Dönem Karı veya Zararı	33.445.475	64.270.392	156.356.542
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	505.397	-	-
TOPLAM KAYNAKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640

Gelir Tablosu

(TL)	2018	2019	2020
Hasılat	672.349.435	248.421.890	332.408.290
Satışların Maliyeti (-)	-541.120.216	-74.949.347	-88.705.657
BRÜT KAR / ZARAR	131.229.219	173.472.543	243.702.633
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.806.863	-12.100.564	-14.143.854
Pazarlama Giderleri (-)	-1.572.594	-2.149.166	-3.100.522
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	35.264.951	20.034.908	52.371.311
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-7.677.535	-4.142.214	-4.522.369
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)	146.437.178	175.115.507	274.307.199
Finansman Giderleri (-)	-99.703.700	-91.049.644	-75.592.598
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	46.733.478	84.065.863	198.714.601
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / (Gideri)	-13.240.341	-19.795.471	-42.358.059
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-619.098	-8.488.406	-27.295.599
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-12.621.243	-11.307.065	-15.062.460
DÖNEM KARI (ZARARI)	33.493.137	64.270.392	156.356.542

Çekince:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. 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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.