

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Galata Wind Enerji halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Garanti Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Galata Wind Enerji A.Ş.
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Öncesi Sermaye	534.791.458 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	534.719.458 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	133.697.870 TL
Halka Arz Fiyatı	5,06 TL
Halka Arz Büyüklüğü	676.511.222 TL
Halka Arz Tarihi	15- 16 Nisan 2021
BİST İşlem Kodu	GWIND

Şirket Hakkında Bilgi

Şirket elektrik üretim sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket faaliyetindeki santrallerden sadece yeşil ve yenilebilir enerji kaynaklı üretim yapmaktadır. Şirket rüzgar ve güneş kaynaklı enerjiden elektrik üretmektedir ve bünyesinde 3 adet rüzgar enerji santrali, 2 adet güneş santrali bulunmaktadır. Bu santrallerin toplam kurulu gücü 269 MW olup bunun 234,9 MW'lık kısmı RES'lerden (Rüzgar Enerjisi Santrali) ve 34,1 MW'lık kısmı GES'lerden (Güneş Enerjisi Santrali) oluşmaktadır. 31.12.2020 itibarıyla toplam 269 MW kapasitenin 206,6 MW'lık kısmı operasyoneldir.

Santral Bilgileri

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

Kaynak: Şirket

49 yıllık üretim lisansına haiz RES'ler sırasıyla Sah RES, Mersin RES ve Taşpınar RES'tir. Bandırma/Balıkesir 'de kurulu 105 MW gücündeki Şah RES 2011 yılından; Mut/Mersin'de kurulu 62,7 MW gücündeki Mersin RES ise 2010 yılından bu yana faaliyettir. 2010 Mart ayında 11 türbin ile toplam 33 MW olarak faaliyete geçen Mersin RES'in kapasitesi Şubat 2013'de 4 türbin daha devreye alınmasıyla birlikte 9 MW artarak toplamda 42 MW'a ulaşmıştır. Aralık 2017'de ise 6 adet ek türbinin devreye alınmasıyla birlikte şu anki 62,7 MW kurulu gücüne ulaşmıştır. 2011 yılında 31 türbin ile toplam 93 MW kapasite ile üretime başlayan Şah RES'in ise kurulu gücü Mayıs 2013'de devreye alınan 4 adet ek türbin sonucunda mevcut kapasitesi olan 105 MW'a çıkmıştır. Nilüfer/Bursa'da kurulu 67,2 MW gücündeki Taşpınar RTES ise 27.10.2020 tarihinde 4,8 MW'lık kısmı geçici kabulü yapılarak devreye alınmıştır. 31.12.2020'de 10 adet türbinin montajı tamamlanan santralin 2021 Mart itibariyle tam kapasite devreye alınmıştır.

Lisanssız elektrik üretimi kapsamında faaliyet gösteren güneş santralleri ise Merkez/Çorum'da 9,36 MW kurulu güç ve Aziziye-Hınıs-Karayazı/Erzurum'da 24,7 MW kurulu ile Çorum GES 19.12.2017 tarihinde , Erzurum GES ise Aziziye'deki santraller 04.01.2019 tarihinde Hınıs'taki santraller 28.12.2018 tarihinde ve Karayazı'daki santraller 9.11.2018 tarihlerinde devreye alınmıştır.

31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihlerinde Şirket üretmiş olduğu elektriğin tamamını YEKDEM* (*Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması) kapsamında satmıştır. 2020 yılında YEKDEM kapsamında ürettiği elektriği 73 USD/MWh'dan satan Mersin RES, 2020 yılı sonu itibariyle YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF* (*Piyasa Takas Fiyatı) üzerinden satmaya başlamıştır. Şah RES ise YEKDEM'den 2021 yılı sonu itibariyle çıkacaktır. Halihazırda ürettiği elektriği 73 USD/MWh fiyat ile satmaktadır. 2022 yılından itibaren ise ürettiği elektriğin satışını spot piyasada veya ikili anlaşma yolu ile yapabilecektir. 2020 yılında devreye giren Taşpınar RES ise YEKDEM'den 2021 yılında yararlanmaya başlamış olup 2030 yılı sonuna kadar yararlanmaya devam edecektir. Taşpınar RES'te yerli üretim ekipman kullanıldığı için YEKDEM'in ilk 5 yıllık döneminde ürettiği elektriği 94 USD/MWh'dan satabilecektir. Kalan 5 yıllık dönemde ise ürettiği elektriği 73 USD/MWh'dan satabilecektir. Taşpınar RES'de YEKDEM süresi dolduktan sonra ürettiği elektriği spot piyasada ya da ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecektir. Şirketin üç rüzgar santrali de mevcut durumda satışlarını dengeleme grubu kapsamında ikili anlaşmalar üzerinden satmakta olup, dengeleme grubundan 73 USD/MWh 'un üzerinden 9,75 TL/MWh prim almaktadır.

Lisanssız GES'ler için ise devreye alınma tarihinden itibaren 10 yıllık YEKDEM süreleri başlamıştır. Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar, Erzurum GES ise 2028 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 133 USD/MWh satış fiyatı ile bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satabilecektir. 2 Aralık 2020 tarihli resmi gazetede yayınlanan "7257 Elektrik Piyasası Kanunu ve bazı Kanunlarda Değişikliklik yapılmasına Dair Kanun" uyarınca lisanssız santraller YEKDEM süresinin bitiminden itibaren kalan lisans süresi boyunca elektrik piyasasında oluşan saatlik piyasa takas fiyatının yüzde on beşinin YEK Destekleme Mekanizmasına katkı bedeli olarak ödenmesi koşuluyla lisanslı üretim faaliyetine geçebilecektir. Bu kapsamda Çorum GES ve Erzurum GES'in YEKDEM sürelerinin tamamlanmasının ardından Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF'nin %15 'ini katkı bedeli olarak ödedikten sonra ürettikleri elektriği Gün Öncesi Piyasada oluşan PTF üzerinden veya ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecekleri değerlendirilmektedir. Ayrıca lisanssız santrallerin katkı bedelini ödeyerek lisanslı santraller gibi 49 yıl lisans süresine sahip olacağı ve halihazırda göreceli olarak daha düşük olan sistem kullanım bedellerinden yararlanabilecekleri düşünülmektedir.

Şirketin 2018,2019 ve 2020 yılları sonunda rüzgar ve güneş enerjisi santrallerinde sattığı elektriğin miktar ve net satış hasılatına ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir.

Satılan Elektrik Miktarı ve Net Hasılat

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	317,261.00	114,772,106.00	61.4%	326,791.00	135,008,867.00	54%	344,244.00	177,901,470.00	53.6%
Mersin RES	182,946.00	64,865,919.00	34.7%	186,830.00	77,807,921.00	31%	200,154.00	102,759,890.00	30.9%
Taşpınar RES ¹	-	-	0.0%	-	-	0%	2,429.00	691,810.00	0.2%
Erzurum GES ²	-	-	0.0%	32,164.00	23,036,015.00	10%	39,856.00	37,229,760.00	11.2%
Çorum GES ³	11,670.00	7,372,012.00	3.9%	13,882.00	10,509,837.00	4%	14,438.00	13,508,848.00	4.1%
TOPLAM	511,877	187,010,037	100%	559,667	246,362,640	100%	601,121	332,091,778	100.0%

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

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

3 Çorum GES 15 Mart 2018 tarihinde satın alınmış olup 2018 üretimi Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	Nominal Sermaye (TL)	Pay (%)	Nominal Sermaye (TL)	Pay(%)	Nominal Sermaye	Pay(%)
ORTAK						
Doğan Şirketler Grubu A.Ş.	534.791.458	100%	401.093.593	75	374.354.020	70
Halka Açık Kısım		0%	133.697.864	25	160.437.437	30
Toplam		100		100		100

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Garanti Yatırım, Galata Wind'in halka arz fiyatının tespitinde İNA ve Çarpan Analizi metodlarına eşit ağırlık vermiştir. İNA için projeksiyon süresi 10 yıl olup 2021-2030 aralığıdır. Risksiz getiri oranı 10 yıllık tahviller takip edilerek %18,21 (TRT131130T14) olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon dönemi için risk primi %5,5 olarak alınmıştır ve iki oranda bizim için uygundur. Borçlanma maliyeti Şirket'in TL kredilerinin faizlerinin 2020 yıl sonu anapara bakiyelerine göre ağırlıklı ortalaması %13,2 olarak alınmıştır. İNA yaklaşımında 10 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve ağırlıklı sermaye maliyeti %14,9 (AOSM) kullanılarak bu değerler indirgenmiştir.10 yılın sonunda Şirket'in bütün santralleri YEKDEM kapsamından çıkmaktadır. Portföyde bulunan santraller için 2030 itibariyle alım garantisi olan bir fiyat olmamasından dolayı bu tarihten sonra gelir projeksiyonu sağlıklı olamayacaktır. Bu sebeple projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer için bozulan bir yapıda kullanabilinen Pazar yaklaşımı / çıkış değeri yöntemi kullanılması bizce olumludur.

Devam eden değer hesabında yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin ortalama İD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. 2030 yılında yaratacağı tahmin edilen FAVÖK tutarı ile bu çarpan çarpılarak 2030 yılı sonrasındaki döneme ait artık değer hesaplandıktan sonra 2030 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir.

Projeksiyon Dönem Değeri	1.596.281.261
2030 Yılı FAVÖK	389.264.972
FAVÖK Çarpanı	16,9 x
2030 sonrası Değer	6.581.626.254
2030 indirgeme faktörü	0,25
2030 sonrası Bugünkü Değer	1.647.887.705
İNA Değeri	3.244.168.966

İndirgenmiş Nakit akımları sonucunda Galata Wind'in 31.12.2020 tarihi itibarıyla şirket değeri 3.244.168.966 TL olarak hesaplanmıştır.

İNA Özsermaye Değeri

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

Yukarıda şirketin 31.12.2020 itibarıyla değeri verilmiştir. 5 Nisan 2021'deki değerini bulmak için 2021 yılı özsermaye değeri olan %24,1 bu tarihe getirilmiştir. Şirket, halka arz öncesinde 100.000.000 TL temettü ödemesi yapacaktır. Bu nedenle özsermaye değeri düzeltilmiştir.

Çarpan Analizi Yönteminde yurtiçi ve yurtdışındaki benzer şirketlere bakılmıştır. Yurtiçi benzer şirketlerin seçilmesinde Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XELKT kodlu BIST Elektrik endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. Elektrik dağıtımında faaliyet gösteren Enerjisa elenmiştir. Ayrıca farklı nedenlerle uç değer olan Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş., Zorlu Enerji, Naturel Yenilenebilir Enerji listeden elenmiştir. Firmaların detaylı incelenip nedenleriyle birlikte benzer şirketler listesinden çıkarılmasını olumlu buluyoruz. Yurtdışı şirketlere de CapitalIQ veri tabanı üzerinden bakılmıştır. Uç değer İD/FAVÖK LTM çarpanı olan Grenergy Renovables şirketi listeden elenmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Şirket Kodu	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM(mn TL)	İD/FAVÖK LTM
AKENR.E	Akenerji Elektrik Üretim A.S.	1298	7216	425	16.99x
AKSEN.E	Aksa Enerji Üretim A.S.	7315	10351	1518	6.82x
AKSUE.E	Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Şirketi	103	152	11	13.87x
AYEN.E	Ayen Enerji A.S.	2184	4492	280	16.05x
ESEN.E	Esenboğa Elektrik Üretim A.S.	2477	2684	72	37.41x
NATEN.E	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	1362	1789	72	24.93x
ODAS.E	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	2106	4178	253	16.49x
ZOREN.E	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4600	18613	1955	9.52x
Ortalama*					15.85x
Medyan*					16.27x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket Kodu	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM(mn TL)	İD/FAVÖK LTM
SWX:ESUN	Edisun Power Europe AG	1.065	1.771	73	24.25x
BME:GRE	Greenergy Renovables, S.A.	7.690	8.914	210	42.51x
BIT:ARN	Alerion Clean Power S.p.A.	6.600	11.348	525	21.63x
XTRA:HRPK	7C Solarparken AG	2.557	4.550	285	15.99x
BIT:FKR	Falek Renewables S.p.A	17.079	25.284	1.592	15.89x
XTRA:PRY	Pacifico Renewables Yield AG	1.064	1.625	68	23.99x
DUSE:ABO	Clearwise AG	1.228	2.503	210	11.94x
ATSE:TENERGY	Terna Energy Societe	13.954	20.080	1.732	11.59x
BME:ADX	Audax Renovables, S.A.	8.247	11.153	604	18.48x
Ortalama*					17.97x
Medyan*					17.24x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir.

Bu hesaplamalarda yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere eşit ağırlık verilmiştir. Bu kapsamda Galata Wind şirket değeri 4.460.228.357 TL olarak hesaplanmıştır. Net finansal borç tutarı ve temettü ödemesi tutarı düşüldükten sonra **3.875.718.066 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi tablosu

FD/FAVÖK Çarpanı		2020 FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	15,8 x	263.796.606	4.180.215.261
Yurtdışı Benzer Şirketler	18,0 x	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

Nihai Değerleme

Nakit akımları yöntemi ve Çarpan analizi yöntemlerine %50 şer ağırlık verilmiştir. Bu yöntemler sonucundaki şirket değeri ve özsermaye değerleri aşağıdadır.

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

Halka arz Fiyatı ve İskontosu

		Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri		3.353.205.273
Galata Wind Ödenmiş Sermayesi		534.791.458
1 TL 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 yer alan gerek sektör, sektörün işleyişi ve şirket santralleri ile ilgili bilgilerin açıklayıcı ve yeterli olduğunu düşünüyoruz.

INA ve Çarpan analizi sonunda bulunan 6,27 TL pay değerini ve %19 halka arz iskontosu uygulanmasını makul buluyoruz.