

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 Yapı Kredi 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	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- 8,50- 9,90 TL Fiyat Aralığından Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Sermaye	700.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	705.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,60%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	110.000.000 TL (5.000.000 TL sermaye artırımı, 105.000.000 TL ortak satışı)
Ek paylar	20.000.000 TL
Halka Arz Fiyatı	8,50-9,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	935.000.000 - 1.089.000.000 TL
Halka Arz Tarihi	19-22 Nisan 2021
BİST İşlem Kodu	AYDEM

Şirket Hakkında Bilgi

Şirket 20'si hidroelektrik santrali (HES), üçü rüzgar enerji santrali (RES),biri jeotermal enerji santrali (JES) ve biri çöp gazı enerji santrali (LFG) olmak üzere 25 adet yenilenebilir enerji santrali işleten sadece yenilenebilir enerji üretim alanında faaliyet gösteren Türkiye'nin en büyük şirkettir. Şirket santralleri Karadeniz, Marmara, Akdeniz ve Ege bölgelerinde bulunmaktadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in kurulu gücü 1020 MW olup bunun %83,5'ü- 852 MW kısmı HES'lerden ve 16'sı – 161 MW kısmı RES'lerden ve geriye kalan kısmı da LFG ve JES'ten oluşmaktadır.

Hidroelektrik Santraller

31 Aralık 2020 itibarıyla bu HES'lerin ağırlıklı ortalama yaşı işletmeye alınma tarihinden itibaren yedi yıldır. Yine 31 Aralık 2020 itibarıyla Emre Amadelik Ortalaması %99,6 olarak gerçekleşmiştir. (Emre amadelik: İlgili santralin planlı bakımlar dışında kalan sürede elektrik üretebildiği süre miktarı olarak hesaplanmaktadır). HES'ler 2018, 2019 ve 2020 yıl sonu itibarıyla kurulu gücün her yıl %84, net üretimin sırasıyla %81, 85 ve %83'ünü ve net satışların sırasıyla %77, %84 ve %81'ini oluşturmuştur.

Şirket'in HES portföyü, her biri farklı akış karakteristikleri taşıyan dört farklı hidrolojik bölgeye yayılmıştır. 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in HES'lerden gelen kurulu gücünün %17'si (170 MW) Ege bölgesinde, %37'si (375 MW) Akdeniz bölgesinde, %26'si (260 MW) Karadeniz bölgesinde ve %5'i de (46 MW) Marmara bölgesinde bulunmaktadır. Farklı bölgelerde farklı

mevsimsel değişkenlikler ve hidrolojik koşullar yaşanması sebebiyle yıl boyunca HES'lerden elde edilen toplam elektriğin sabit kalmasında avantaj sağlamaktadır.

Rüzgar Enerji Santralleri

Şirket toplam 160,5 MW'lık bir kurulu güce sahip ve yıllık elektrik üretimi toplamda 540 GWh olan üç tane RES işletmektedir. 31 Aralık 2020 itibariyle bu RES'lerin yaşı işletmeye alınma tarihinden itibaren ortalama beş yıldır ve emre Amadelik Ortalaması da %99,4 olarak gerçekleşmiştir. Şirket faaliyetinin ikinci büyük kısmını temsil eden RES'ler 2018,2019 ve 2020 yıl sonları itibariyle kurulu gücün her yıl %16 'sını, net üretimin sırasıyla %19,%15 ve 17'sini ve net satışların da sırasıyla %22, %15 ve %18 'ini oluşturmaktadır. Şirket2in RES'leri Yalova, Aydın ve Uşak'ta bulunmaktadır.

Jeotermal Santrali

Şirket 6,85 MW kurulu güce sahip Sarayköy-Kızıldere adlı bir JES işletmektedir. Bu JES, Denizli'nin Sarayköy-Kızıldere jeotermal sahasında yer almaktadır. Bu santral 2008 yılında işletmeye alınmış ve Türkiye'nin enerji üretim amacıyla keşfedilen ilk yüksek potansiyelli jeotermal sahasıdır.

Çöp Gazı Santrali

Şirket toplam 0,64 MW'lık kurulu güce ve 3 GWh yıllık elektrik üretimine sahip Kumkısıık LFG'yi işletmektedir. Bu santralin 2018,2019 ve 2020 yıllarında Emre Amadelilięi sırasıyla %92,3, %92 ve %95,1 olmuştur. Toplam kurulu gücün ise sırasıyla %0,1, %0,1 ve %0,1'ini ; net satışların da sırasıyla %0,3, %0,2 ve %0,2'sini oluşturmıştır.

Santralin üretim lisansı 17 Haziran 2022 tarihinde sona erecektir.

Santralin Adı	Yer	Kurulu Güç (Mwe)	İşletmeye Alınma Tarihi	YEKDEM bitiş tarihi(Varsa)
Hidroelektrik				
Aksu HES	Düzce(Karadeniz)	46,2	2014	2024
Akıncı HES	Tokat(Karadeniz)	99,00	2018	2028
Dereli HES	Giresun(Karadeniz)	49,2	2014	2024
Çırakdamı HES	Giresun(Karadeniz)	49,1	2012	2023
Kemer HES	Aydın(Ege)	48,00	1958 ⁽¹⁾	Yoktur
Feslek HES	Aydın(Ege)	8,84	2004	Yoktur
Bereket HES I	Denizli(Ege)	1,54	1997	Yoktur
Bereket HES II	Denizli(Ege)	1,61	1998	Yoktur
Adıgüzel HES	Denizli(Ege)	62,00	1993 ⁽²⁾	Yoktur
Koyulhisar HES	Sivas(Karadeniz)	63,00	2009	Yoktur
Gökyar HES	Muğla(Ege)	10,95	2006	Yoktur

Dalaman I HES	Muğla(Ege)	7,50	2005	Yoktur
Dalaman II HES	Muğla(Ege)	7,50	2001	Yoktur
Dalaman III HES	Muğla(Ege)	7,50	2000	Yoktur
Dalaman IV HES	Muğla(Ege)	7,50	1999	Yoktur
Dalaman V HES	Muğla(Ege)	7,50	2001	Yoktur
Mentaş HES	Adana(Akdeniz)	49,6	2006	Yoktur
Toros HES	Adana(Akdeniz)	49,99	2013	2023
Göktaş HES I	Adana(Akdeniz)	122,2	2016	2025
Göktaş HES II	Adana(Akdeniz)	153,4	2015	2025
Rüzgar				
Yalova RES	Yalova(Marmara)	54,00	2016	2026
Söke RES	Aydın(Ege)	45,00	2015	2026
Uşak RES	Uşak(Ege)	61,50	2014	2024
Jeotermal				
Sarayköy- Kızıldağ	Denizli(Ege)	6,85	2008	Yoktur
Çöp Gazı				
Kumkısıp LFG	Denizli(Ege)	0,64	2012	2022

Notlar:

(1) Şirket, 2017 Mayıs ayında yapılan özelleştirme kapsamında Kemer HES'in işletme hakkını devralmıştır.

(2) Şirketi 2017 Mayıs ayında yapılan özelleştirme kapsamında Adıgüzel HES'in işletme hakkını devralmıştır.

Yenilebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM)

Yenilebilir enerji üretimi, santrallerin işletmeye alınma tarihini izleyen yılda 1 Ocak'tan başlayarak 10 yıl boyunca sabit dolar bazlı birim satış fiyatından elektrik satma seçeneği sunan YEKDEM tarafından teşvik edilmektedir. YEKDEM düzenlemeleri uyarınca mevcut YEKDEM'e tabi olabilmek için ilgili santralin 30 Haziran 2021'den önce işletmeye alınması gerekmektedir.

30 Aralık 2021 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 3453 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı uyarınca 1 Temmuz 2021 ile 31 Aralık 2025 tarihleri arasında işletmeye girecek yenilenebilir enerji üretim santralleri için YEKDEM teşviki Türk Lirası cinsinden revize edilmiştir. Yeni YEKDEM teşvikine göre 1 Temmuz 2021 ile 31 Aralık 2025 tarihleri arasında işletmeye girecek santraller, üretmiş oldukları elektrik enerjisini 10 yıl süreyle Türk Lirası cinsinden ve her üç ayda bir enflasyon ve döviz kuru değişikliklerine göre güncellenen teşvik kapsamında satabilecektir. Şirket YEKDEM veya spot piyasadan satma tercihinin yıllık olarak yıl öncesinden sonraki yıl için seçme hakkına sahiptir. Eğer yeni YEKDEM, spot piyasa elektrik fiyatlarından daha düşük olursa sonraki yıl için spot piyasadan satma tercihinin kullanabilecektir.

2018,2019 ve 2020 yıl sonlarında Şirket'in üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla %82, %85 ve %82'si YEKDEM kapsamındadır. Şirket'in mevcut santrallerinin YEKDEM'den yararlanma süresinin dolması sebebiyle YEKDEM'e tabi yeni santraller edilmemesi halinde, üretim portföyünün YEKDEM'den faydalanma oranının 2026 sonu itibarıyla %19,4'e gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Şirket'in santrallerinden 11'i hala YEKDEM kapsamında yer almaktadır. Santrallerin YEKDEM'den faydanabilmeleri için kurulu güç bazında ağırlıklı ortalama kalan süre yaklaşık 5 yıldır.

Riskler

Şirketin 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 671,5 milyon USD tutarında (TL karşılığı 4,928,9 milyon) ödenmemiş finansal borcu bulunmaktadır. Bu borçların çok büyük bir kısmı projelerin finansmanı ile ilgilidir ve proje varlıklarıyla teminat altına alınmıştır. Şirketin borcu şirketin yeni finansman bulma kabiliyetini sınırlandırabilir, bulunsan bile yeni finansman maliyetini potansiyel olarak artırabilir. Ayrıca Şirket'in borçlarından kaynaklanabilecek diğer sonuçlar Şirket'in nakit akışı yaratma ve borçlarını ödeme kabiliyetini olumsuz etkileyebilir.

Borcun ödenmemesinden dolayı bit temerrüt durumunun oluşması üzerine söz konusu temerrüdün giderilmediği ve borçtan feragat edilmediği durumda, Şirket'in kredi verenleri henüz kullandırılmamış kredileri iptal edebilir, mevcut kredileri geri çağırabilir veya Şirket'in ve bağlı ortaklarının taşınmazları üzerindeki ipotekler ve santrallerinin üzerindeki menkul rehinleri dahil olmak üzere teminatları nakde çevirebilir, doğmuş veya doğacak tüm alacaklar ile kredi veren bankalar nezdinde açılmış olan tüm hesaplar kredi verenler lehine geçebilir. Ayrıca ipoteklerin veya menkul rehinlerinin nakde çevrilmesi de Şirket'in santrallerinin veya bunlardaki varlıkların elden çıkmasına ve Şirket'in üretim kapasitesinin etkilenmesine yol açabilir.

Şirket'in borcunun dolar cinsinden olmasına rağmen Şirket'in operasyonları ve raporlamaları Türk Lirası cinsinden yapılmaktadır. Şirket'in dolara endeksli gelirleri dolar cinsinden borcuna karşı doğal bir koruma sağlasa da gelecekte, özellikle santrallerin YEKDEM dönemleri sona erdikten sonra, dolara endeksli gelir elde edebileceğinin bir garantisi bulunmamaktadır. Ayrıca Şirket'in mali tabloları TL cinsinden hazırlaması dolayısıyla özellikle dolara karşı TL'nin değer kaybetmesi, dolara endeksli borcun ve faiz giderlerinin artması nedeniyle Şirket'in kur zararlarında artışa neden olabilir.

Ortaklık Yapısı

Şirket çıkarılmış sermayesini 700.000.000 TL'den 705.000.000 TL 'ye çıkaracaktır. 5.000.000 TL nominal değerli 5.000.000 adet B grubu payla sermaye artırılacak ayrıca mevcut ortaklardan Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'ye ait 105.000.000 TL nominal değerli 105.000.000 adet B grubu payı olmak üzere toplam 110.000.000 TL nominal değerli 110.000.000 adet B grubu pay halka arz edilecektir.

Toplam kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortaklardan Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'ye ait 20.000.000 TL nominal değerli 20.000.000 adet B grubu payın toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır.

Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
		(TL)	(%)	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	B	699.975.010	99,99%	594.975.010,00	84,39%	574.975.010	81,56%
Halka Açık Kısım	B	0	0,00%	110.000.000,00	15,60%	130.000.000	18,44%
TOPLAM		699.975.010	99,90%	704.975.010,00	99,99%	704.975.010	100,00%

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Yapı Kredi Yatırım, Aydem Yenilebilir Enerji'nin halka arz fiyatının tespitinde Defter Değeri ve Çarpan Analizi metotlarına eşit ağırlık vermiştir.

Defter Değeri

Defter değerinin hesaplanmasında Şirket'in sahip olduğu enerji santralleri bilançosunda maddi duran varlık olarak sınıflandırılmıştır. Grup 31.12.2020 ve 31.12.2019 tarihleri itibarıyla bağımsız bir değerleme şirketinden aldığı değerleme raporuyla santrallerini yeniden değerlendirilmiş değerlerine getirmiştir. 31. 12. 2020 ve 31.12.2019 tarihleri itibarıyla ise Grup bu varlıkları, yeniden değerlendirilmiş değerler üzerinden birikmiş amortisman düşülerek bölünmüş ara dönem konsolide finansal tablolarına yansıtmıştır. Grup değerlendirme ve değer düşüklüğü çalışmalarında "gelir indirgeme yöntemi-İNA analizi" uygulamıştır.

Defter Değeri

(bin TL)	31 Aralık 2020 itibarıyla
Toplam Özkaynaklar	5.892.852
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.892.852
Ödenmiş Sermaye	700.000
Paylara İlişkin Primler/ İskontolar	51.320
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.524
Karda veya Zararda Yeniden sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı gelirler	6.480.576
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	6.477.727
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	2.849
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Diğer Kapsamlı Gelirleri	0
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	217.331
Geçmiş Yıllar Zararları	-1.000.467
Dönem Net Zararı	-557.431

Görüldüğü üzere Şirket 1 milyar TL geçmiş yıl zararı ve 557 milyon TL dönem net zararı taşımaktadır. Gelir tablosu incelendiğinde şirketin faaliyet karı yarattığı fakat birikimli yazılan zararların finansman giderlerinden kaynaklandığını görmekteyiz. Aydem Yenilebilir Enerji'nin arkasında Aydem Enerji Yatırımları ve dolaylı olarak Aydem Holding olması sebebiyle şirketin borçlarında bir default riskinin düşük olduğunu düşünüyoruz. Şirketin satışlarının %51'i kadar faaliyet geliri yaratmasını olumlu buluyoruz.

Kar Zarar Tablosu

(Bin TL)	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem		
	2018	2019	2020
KAR/ZARAR			
Hasılat	813.003	1.197.001	1.340.375
Satışların maliyeti(-)	-448.896	-438.939	-573.534
Brüt kar	364.107	758.062	766.842
-Genel yönetim giderleri	-60.628	-88.165	-115.166
-Pazarlama giderleri	-518	-652	-85
-Esas faaliyetlerden diğer gelirler	6.137	8.861	41.298
-Esas faaliyetlerden diğer giderler	-8.016	-6.395	-9.646
Esas faaliyet karı	301.082	671.711	683.242
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-	84.297	9.993
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların (zararlarından) paylar	-13.487	-1.540	-7.294
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	287.595	754.468	685.941
Finansman gelirleri	27.373	31.338	63.608
Finansman giderleri(-)	-1.981.320	-1.319.633	-1.455.670
Net Finansman giderleri	1.953.947	-1.288.295	-1.392.062
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi zararı	-1.666.352	-533.828	-706.121
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi geliri/(gideri)	150.687	-41.571	148.690
DÖNEM ZARARLARI	-1.515.664	-575.399	-557.431

Piyasa Çarpanları Analizi

Aydem Yenilebilir Enerji'nin firma değeri iki farklı çarpan yöntemi ile hesaplanmıştır. Bunlar FD/ FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanlarıdır. Yurtiçi ve yurtdışından yenilenebilir enerji santrallerine sahip benzer firmalar hesaplamalara dahil edilmiştir. Yurt içinden dahil edilen şirketler Zorlu Enerji ve Ayen Enerji'dir.

FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanı benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin 31.12.2020 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibariyle elde ettikleri FAVÖK değerlerine bölünmesiyle elde edilmiştir.

Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı

Şirket	FD/FAVÖK
Terna Energy SA	11.2x
Polenergia SA	14.8x
Acciona SA	10.9x
EDP Renewables SA	12.3x
Encavis AG	17.9x
Falck Renewables SPA	13.7x
Scatec ASA	20.9x
Alerion Cleanpower	14.6x
Aventron AG	13.4x
Zorlu Enerji	9.4x
Ayen Enerji	17.9x
Minimum	9.4x
Ortalama	14.3x
Medyan	13.7x
Maksimum	20.9x

Kaynak: Bloomberg, 25 Mart 2021

Firma değeri hesaplanırken benzer şirketlerin medyan değeri olan 13,7 x kullanılmıştır. Medyan değerlerini kullanılmasını olumlu buluyoruz.

FD /FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri

(TL)	
Düzeltilmiş FAVÖK	1.039.205.100
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı (X)	13,7 x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	14.276.624.434
Net Finansal Borç Pozisyonu (-)	4.783.416.254
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan	9.493.208.180

FD/ Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi

FD/ Kurulu Güç çarpanı, benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin en güncel yatırımcı sunumlarında yer alan enerji santrallerinin toplam kurulu güç değerlerine bölünmesiyle elde edilmiştir.

Benzer Şirketler FD/ Kurulu Güç Çarpanı

Şirket	FD/Kurulu Güç
Terna Energy SA	14.7x
Polenergia SA	16.6x
Acciona SA	11.1x
EDP Renewables SA	16.6x
Encavis AG	13.1x
Falck Renewables SPA	20.6x
Scatec ASA	13.2x
Alerion Cleanpower	13.9x
Aventron AG	14.0x
Zorlu Enerji	18.7x
Ayen Enerji	11.3x
Minimum	11.1x
Ortalama	14.9x
Medyan	14.0x
Maksimum	20.6x

Kaynak: Bloomberg, 25 Mart 2021

Firma değeri hesaplanırken benzer şirketlerin medyan değeri olan 14,0 x kullanılmıştır

FD/ Kurulu Güç Çarpanına göre Özsermaye Değeri

(TL)	
Toplam Kurulu Güç	1.020
Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanı Medyanı (x)	14,0 X
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	14.300.115.841
Net Finansal Borç Pozisyonu (-)	4.783.416.254
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	9.516.699.587

Nihai Değerleme

Şirketin nihai özsermaye değeri bulunurken Çarpan analizlerin her birine %25'er ağırlık ve defter değerine de %50 ağırlık verilmiştir. Bu yöntemler sonucundaki şirket değeri ve özsermaye değerleri aşağıdadır.

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Piyasa Çarpan Analizi			
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	9.493.208.180	25%	2.373.302.045
Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi	9.516.699.587	25%	2.379.174.897
Defter Değeri Yöntemi	5.892.851.994	50%	2.946.425.997
Ortalama Piyasa Değeri			7.698.902.939

Yukarıdaki ağırlıklandırmalarla elde edilen nihai özsermaye değeri olan 7.698.902.939 TL, taban halka arz fiyatı 8,50 TL ile %23 halka arz öncesi iskonto oranı ve tavan halka arz fiyatı 9,90 TL ile %10 halka arz öncesi iskonto oranına işaret etmektedir.

Defter Değeri yöntemine verilen %50 ağırlığı olumlu bulmaktayız. Yalnız yatırım kararı verilirken yüksek borçluluğun göz önünde bulundurulması gerektiğini düşünüyoruz. Görüşümüz **nötr'dür**.