

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

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

**14.04.2021**

Raporun sonunda çekince kısmı bulunmaktadır.

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Galata Wind Enerji A.Ş.
Borsa Kodu	GWIND
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	15 – 16 Nisan 2021
Halka Arz Miktarı	133.697.870 TL Ortak Satışı (26.739.570 TL Ek Satış)
Pay Başına Hisse Fiyatı	5,06 TL
Halka Açıklık Oranı	30,00%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	534.791.458 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	534.791.458 TL

Kaynak: KAP, Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

1.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	TL	Sermaye Payı %	TL	Sermaye Payı %
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	534.791.458	100,00	374.354.018	70,00
Halka Açık Kısım	-	-	160.437.440	30,00
TOPLAM	534.791.458	100,00	534.791.458	100,00

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Galata Wind Enerji A.Ş.'nin mevcut ortağı Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 133.697.870 TL nominal değerli 13.369.787.000 adet pay halka arza konu edilecektir. Fazla talep gelmesi halinde Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 26.739.570 TL nominal değerli 2.673.957.000 adet payın ek satışı gerçekleştirilebilecektir.

Şirket, bu halka arz kapsamında sermaye artırımını yapmayacak olup şirkete herhangi bir nakit girişi olmayacaktır.

Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. 180 Gün süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde sahip olduğu payların borsada veya borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını taahhüt etmiştir. Bunun yanında Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. alınan yönetim kurulu kararına binaen paylarını bir yıl boyunca halka arz fiyatının altında borsada satmayacağını ve satılması sonucunu doğuracak şekilde bir işleme tabi tutmayacağını taahhüt etmiştir.

2) Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Galata Wind, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve bu elektriği Türkiye Enterkonnekte Şebekesi'ne satmaktadır. Şirketin bünyesinde 3 adet rüzgar enerji santrali ve 2 adet güneş enerjisi santrali bulunmaktadır. Bu santrallerin toplam kurulu gücü 269 MW olup bunun 234,9 MW'lık kısmı RES'lerden ve 34,1 MW'lık kısmı GES'lerden oluşmaktadır.

49 yıllık üretim lisansına sahip olan RES'ler sırasıyla Şah RES, Mersin RES ve Taşpınar RES'tir. Balıkesir / Bandırma 'da Kurulu 105 MW gücündeki Şah RES 2011 yılından; Mersin / Mut'ta kurulu 62,7 MW gücündeki Mersin RES ise 2010 yılından bu yana faaliyettedir. 2010 Mart ayında 11 türbin ile toplam 33 MW olarak faaliyete geçen Mersin RES'in kapasitesi Şubat 2013'te 4 türbinin daha devreye alınmasıyla birlikte 9 MW artarak toplamda 42 MW'a ulaşmıştır. Aralık 2017'de ise 6 adet ek türbinin daha devreye alınmasıyla şu anki 62,7 MW Kurulu güce ulaşmıştır. 2011 yılında 31 türbin ile toplam 93 MW kapasite ile üretime başlayan Şah RES'in ise kurulu gücü Mayıs 2013'te devreye alınan 4 adet ek türbin sonucunda mevcut kapasitesi olan 105 MW'a çıkmıştır. Bursa / Nilüfer'de Kurulu 67,2 MW gücündeki Taşpınar RES ise 27.10.2020 tarihinde 4,8 MW'lık bölümünün kısmi geçici kabulü yapılarak devreye alınmıştır. 31.12.2020'de 10 adet türbinin montajı tamamlanan santral 2021 Mart itibariyle tam kapasite devreye alınmıştır. Lisanssız elektrik üretimi kapsamında faaliyet gösteren güneş santralleri ise 9,36 MW Kurulu güç ile Çorum GES ve 24,7 MW kurulu güç ile Aziziye-Hınıs-Karayazı/Erzurum GES olarak sıralanmaktadır.

Şirket 2018, 2019 ve 2020 yıllarında ürettiği elektriği YEKDEM çerçevesinde satmıştır. 2020 yılı içerisinde YEKDEM kapsamında ürettiği elektriği 73 ABD\$/ MWh'dan satan Mersin RES, 2020 yılı sonu itibariyle YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden satmaya başlamıştır. Şah RES ise ürettiği elektriği yine 73 ABD\$/MWh'dan satmakta olup, YEKDEM'den 2021 yılı sonu itibariyle çıkacak ve yine ürettiği elektriği piyasa takas fiyatı veya ikili anlaşmalar üzerinden satacaktır. 2020 yılında devreye giren Taşpınar RES ise YEKDEM'den 2021 yılında yaralanmaya 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 ABD\$/ MWh'dan satabilecektir. Kalan ikinci 5 yıllık dönemde ise ürettiği elektriğin fiyatı 73 ABD\$/ MWh olacaktır. Şirketin üç rüzgar santrali de mevcut durumda satışlarını dengeleme grubu kapsamında ikili anlaşmalar üzerinden yapmakta olup, dengeleme grubundan yukarıda bahsedilen satış fiyatları üzerine 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 ABD\$/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 Değişiklik 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 Piyasa'da oluşan PTF üzerinden veya ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecekleri değerlendirilmektedir. Ayrıca lisansız santrallerin katkı bedelini ödeyerek lisanslı santraller gibi 49 yıl lisans süresine sahip olacağı ve hâlihazırda göreceli olarak daha düşük olan sistem kullanım bedellerinden yararlanabilecekleri düşünülmektedir.

Şirketin Güçlü Yönleri ve Pazardaki Avantajları

– **Öngörülebilir nakit akışı ve maliyetler;** Galata Wind, santrallerinin elektrik satış fiyatları öngörülebilir olduğu için öngörülebilir nakit akışlarına sahiptir. Santrallerin, elektrik satış fiyatları aşağıda verilmiştir: Mersin RES 2020 yılı sonu itibarıyla 73 ABD\$/ MWh fiyat ile satış yaptığı YEKDEM kapsamından 10 yıllık süresini doldurduğu için çıkmıştır. Şah RES 2021 yılı sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkacaktır. Bu kapsamda 2021 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 73 ABD\$/ MWh fiyat ile satacaktır. Taşpınar RES için YEKDEM süresi 2021 yılında başlamış olup 2030 yılı sonuna kadar devam edecektir. Ek olarak Taşpınar RES'te kullanılan ekipmanlar yerli üretim olduğu için ilk 5 yıl boyunca elektriği 94 USD/ MWh (73 ABD\$ + 21 ABD\$ yerli katkı) fiyat ile ve devam eden 5 yıl süresince de 73 ABD\$/ MWh fiyat ile satacaktır. 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 ABD\$/ MWh satış fiyatı ile bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satacaktır. Lisanssız GES'ler konusundaki belirsizlik, yeni düzenleme sayesinde ortadan kalmış olup, lisans süreleri sonunda lisanssız santraller PTF'nin %85'i fiyattan satış yapabilecektir.

Şirketin 2020 yılsonu itibarıyla operasyonel giderlerinin %80'i doğrudan sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderler olup, gelecek yıllar için tahmin edilebilir giderlerdir.

– **Güçlü sermaye yapısı;** Düşük borçluluğu ve güçlü sermaye yapısı sayesinde yeni yatırımlarını daha düşük maliyetlerle yapabileceği düşünülmektedir. Şirket, 14 banka ile Avro, ABD Doları ve TL cinsinden toplam 1.270.747.200 TL tutarında kredi limitli genel kredi sözleşmeleri akdetmiştir. 31.12.2020 itibarıyla bankalardaki kalan kredi limiti 975.847.200 TL'dir.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Galata Wind Enerji A.Ş.'nin ortak satışı yolu ile halka arzı için, Garanti BBVA Yatırım tarafından hazırlanan 5 Nisan 2021 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

- 1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")
- 2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ("İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi")

2 temel yöntem değerlemede kullanılırken, ağırlık olarak %50 indirgenmiş nakit akımı yöntemi, %25 yurt dışı benzer şirket çarpanları ve %25 yurt içi benzer şirket çarpanları kullanılmıştır.

3.1. Çarpan Analizi

“Piyasa Çarpanları” yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, çarpan olarak “Firma Değeri / FAVÖK” (FD / FAVÖK) oranına yer verilmiştir. Değerlemede şirketlerin son 12 aylık çarpanları kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirket çarpan analizi için BIST Elektrik endeksine dahil olan şirketler incelenmiştir. BIST Elektrik endeksinde ana faaliyet kolu elektrik dağıtımı olan Enerjisa Enerji A.Ş. çıkarıldıktan sonra kalan şirketler çarpan analizi için listelenmiştir. Likiditesi düşük olan payların işletmelerin gerçek değerini doğru bir şekilde yansıtamayabileceği için Borsa İstanbul Alt Pazar’da işlem gören Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır. Seçilen şirketlerden Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş., Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. çarpanları uç değer olarak nitelendirilmiş ve değerlemeye katılmamıştır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK
AKENR	1.298	7.216,0	16,99
AKSUE	103	152,0	13,87
AYEN	2.184	4.492,0	16,05
ODAS	2.106	4.178,0	16,49
Ortalama	1.423	4.010	15,85
Galata Wind FAVÖK (mn TL)	263,8		
31.12.2020 Net Borç	484,5		
Halka Arz Öncesi Temettü Ödemesi	100,0		
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	3595,7		
Pay başına değer	6,72		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirket çarpan analizi için ise değerlemeyi yapan aracı kurum tarafından CapitalIQ platformu üzerinde benzer şirket listesi çıkarılmıştır. Şirketler hakkındaki veriler 2 Nisan 2021 tarihinde CapitalIQ ve kendi web siteleri üzerinden toplanmıştır.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Menşei	Piyasa Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK
Edisun Power Europe AG	İsviçre	1.065	24,25
Alerion Clean Power S.p.A.	İtalya	6.600	21,63
7C Solarparken AG	Almanya	2.557	15,99
Falck Renewables S.p.A	İtalya	17.079	15,89
Pacifico Renewables Yield AG	Almanya	1.064	23,99
Clearwise AG	Almanya	1.228	11,94
Terna Energy Societe	Yunanistan	1.537	11,59
Audax Renovables S.A.	İspanya	9.247	18,48
Ortalama		5.047	17,97

Galata Wind FAVÖK (mn TL)	263,8
31.12.2020 Net Borç	484,5
Halka Arz Öncesi Temettü Ödemesi	100,0
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	4155,7
Pay başına değer	7,77

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi ve yurt dışı FD/FAVÖK çarpanını ortalamasına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan şirket piyasa değeri halka arz iskontosu öncesi 3.875mn TL olarak belirlenmiştir.

3.2. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 10 yıl olup, 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- 2021 yılında Şah RES'in YEKDEM kapsamından çıkması ile şirketin satışlarının %9 azalması beklenmektedir. Ondan sonraki projeksiyon döneminde şirketin yeni bir yatırım yapmasının beklenmediği bir senaryo üzerinde tahminler oluşturulmuştur.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz faiz oranı %18,21, hisse senedi pazarı risk primi %5,5 ve Beta katsayısı 1,06 kabul edilmiştir. %24,1 sermaye maliyeti, %13,2 vergi öncesi borçlanma maliyeti ve %68,3 borç/kaynaklar oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") %14,9 olarak hesaplanmıştır.
- Nihai değer hesaplamasında FD/FAVÖK çarpanı olarak 16,9x kullanılmış bu çarpan ile 2030 tahmini FAVÖK çarpılarak nihai değere ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 2.831mn TL olup 1 adet payın değeri ise 5,31TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	440	400	415	433	464	460	493	515	515	553
Satışlardaki Büyüme		-9%	4%	5%	7%	-1%	7%	5%	0%	7%
FVÖK	204	180	206	227	263	250	315	344	307	368
Vergi (-)	37	32	37	41	47	50	63	69	61	74
Vergi Oranı	18%	18%	18%	18%	18%	20%	20%	20%	20%	20%
KDV Alacakları	60	57	58	61	65	6	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları	65	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortisman	140	118	101	93	78	77	35	18	56	21
İşletme Sermayesi Değişimi	1	6	-1	-1	-2	2	-2	-1	0	-2
Serbert Nakit Akışı (SNA)	304	327	328	339	357	285	285	292	301	313
İndirgenmiş değer	264,5	248	216	195	179	124	108	97	87	78
SNA bugünkü değer				1596						
Uç bugünkü değer (16,9x FD/FAVÖK çarpanı)				1648						
Hedef Firma değeri				3244						
Net Borç				485						
Halka Arz Öncesi Temettü Ödemesi				100						
Hedef Özsermaye Değeri (1,06x Değerleme Faktörü)				2831						
Tahmini Birim Pay Değeri				5,31						

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3.3. Değerleme Sonucu

Garanti BBVA Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında piyasa çarpanı yöntemi ve İNA yöntemine eşit ağırlık verilerek 3,353 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu değer pay sayısına bölündüğünde hisse başına 6,27 TL fiyata ulaşılmıştır. Ulaşılan değere %19 iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası birim hisse fiyatı 5,06TL olarak hesaplanmıştır.

Galata Wind Değerleme Sonucu (mn TL)

	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	2.830,7	50%	1.415,3
Yurt dışı Çarpanlar Analizi	3.875,7	50%	1.937,9
Toplam		100%	3.353,2
Pay Başına Değer			6,27
Halka Arz İskontosu			19%
Halka Arz Sonrası Pay Başına Değer			5,06

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4) GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Galata Wind, fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Çarpan analizi yönteminde uç değerlerin çıkarılmasını ve yurt dışı benzer şirketlerin de değerlemeye dahil edilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz. Bununla birlikte nispeten muhafazakar yaklaşım adına bünyesinde yenilenebilir enerji santralleri bulunan AKSEN ve ZOREN'in de ortalama İD/FAVÖK hesaplamasında dikkate alınabileceğini düşünmekteyiz.
- Uç değer hesaplamasında son yılın serbest nakit akımı ve o değer üzerinden belli bir büyüme oranı yerine 2030 yılı FAVÖK rakamının yurt içi ve yurtdışı benzer şirketlerin mevcut İD/FAVÖK çarpanı olan 16,9 ile hesaplanarak indirgenmesi dikkatimizi çekmiştir. Söz konusu uygulamanın İNA hesaplamasına ekstra pozitif etki yaptığı görülmektedir.
- Pazar ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerine eşit ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Yukarıda belirttiğimiz çekinceler haricinde hesaplanan şirket değerine %19 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 5,06 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

14.04.2021

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak, İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

strateji@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.