

Galata Wind Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 5 Nisan 2021 tarihinde Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Galata Wind Enerji A.Ş. ("Galata Wind" veya "Şirket"), 2006 yılında GY Enerji Danışmanlık Proje Mühendislik Üretim, Tic. ve San. Ltd. unvanıyla kurulmuş, 2012 yılında unvanını Galata Wind Enerji A.Ş. olarak değiştirmiş ve Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. bünyesinde yenilenebilir enerji üretimi faaliyetine başlamıştır. Galata Wind, Doğan Holding'in %100 sahipliği bulunduğu doğrudan bağlı ortaklığıdır.

Galata Wind, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretip satmaktadır. Şirket'in üç adet rüzgâr enerji santrali (RES) ve iki adet güneş enerji santrali (GES) bulunmaktadır. Bu santrallerin toplam kurulu gücü 269 MW olup bunun 235MW'lık kısmı RES'lerden (Mersin, Şah ve Taşpınar) ve 34MW'lık kısmı GES'lerden (Erzurum ve Çoruh) oluşmaktadır. Aralık 2020 itibarıyla toplam 269MW'lık kurulu gücün 207MW'lık kısmı operasyondadır.

Şirket, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında üretmiş olduğu elektriğin tamamını YEKDEM (*) kapsamında satmıştır. 2020 sonu itibarıyla kalan ortalama YEKDEM süresi 4 yıldır. Buna göre "hidro ve rüzgâr" için garantili tarife 73 USD/MWs, "jeotermal" için 105 USD/MWs ve biyokütle ve güneş için 133 USD/MWs' dir.

Şirket 2020 yılında 601 milyon kW's elektrik üretimi gerçekleştirmiş ve 332 milyon TL ciro kaydetmiştir. Aynı dönemki FAVÖK 264 milyon TL ve FAVÖK marjı %79,5'dur. Aralık 2020 sonu finansallarında göre, şirketin net finansal borç pozisyonu ise 484 milyon TL'dir.

(*) YEKDEM - Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması: Devlet, 2005 yılında uygulanmaya başlanmış YEKDEM ile 30 Haziran 2021 tarihine kadar işletmeye alınmış ve alınacak tüm yenilenebilir enerji üretim tesislerini, 10 yıl süreli ve USD endeksli alım garantili sözleşmelerle desteklemektedir.

2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Galata Wind Enerji A.Ş.
Talep Toplama Tarihi	15-16 Nisan 2021
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Ortak Satış: 133.697.870TL nominal değerli paylar Ek Satış: 26.739.570 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	5,06 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	2.706.044.775,709 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	Ek satış hariç: 677 milyon TL Ek satış dahil: 812 milyon TL
Halka Arz Oranı	Ek satış hariç (%24,9), Ek satış dahil (%30,0)

3. Şirket Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Doğan Holding A.Ş.	534.791.457,65	%100	401.093.587,65	%75	374.354.017,65	%70
Halka açıklık	-	-	133.697.870,00	%25	160.437.440,00	%30
TOPLAM	534.791.457,65	%100,00	534.791.457,65	%100,00	534.791.457,65	%100,00

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

4.1. Gelirler

Şirket'in gelirleri, 2020 yılında yıllık %34 artışla 332 milyon TL olmuştur. Üretimin %7,5 arttığı bir yılda, TL ciroda sağlanan daha yüksek artış, satışların YEKDEM kapsamında USD cinsinden olmasından kaynaklanmıştır. USD cinsinden ciro 47 milyon USD'dir.

2020 yılsonu itibarıyla Mersin RES (62,7 MW) YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği spot piyasadan satmaya başlamıştır. Şah RES (105 MW) YEKDEM'den 2021 yıl sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkacaktır. 2020 yılında devreye giren Taşpınar RES (67,2 MW) ise YEKDEM'den 2021 yılında yararlanmaya başlamış olup 2030 yılı sonuna kadar yararlanmaya devam edecektir. Taşpınar RES'te yerli üretim ekipman kullanıldığı için YEKDEM kapsamında ilk 5 yıl elektriği 94 USD/MWs'dan satabilecektir. Kalan 5 yıllık dönemde ise ürettiği elektriği 73 USD/MWs'dan satabilecektir. Şirket'in üç rüzgâr santrali de mevcut durumda satışlarını dengeleme grubu kapsamında ikili anlaşmalar üzerinden satmakta olup, dengeleme grubundan yukarıda bahsedilen satış fiyatları üzerine 9.75 TL/MWs prim almaktadır.

Şirket'in Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar, Erzurum GES ise 2028 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 133 USD/MWs satış fiyatı ile bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satabilecektir. YEKDEM sürelerinin bitiminde ise Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden veya ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecekleri değerlendirilmektedir.

Santralin Adı	Kurulu Güç (MW)	2020 Üretim (MWh/Yıl)	YEKDEM bitiş
Rüzgâr			
Mersin RES	62.7	344.244	2020
Şah RES	105	200.154	2021
Taşpınar RES	67.2	2.429	2030
Güneş			
Erzurum GES	24.7	39.856	2028
Çorum GES	9.4	14.438	2027

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, YKY Yatırım Araştırma

4.2. Giderler

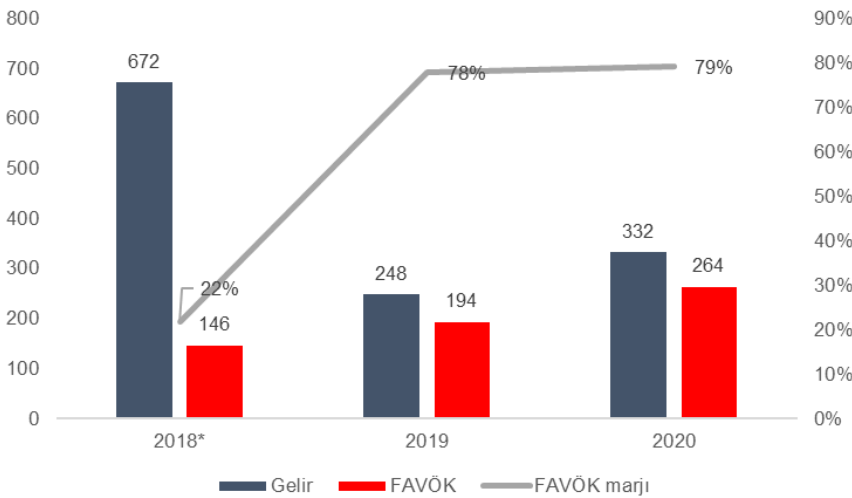
Amortisman hariç giderler arasında bakım onarım giderleri ve dağıtım ve iletim sistem kullanım bedelleri en yüksek paya sahiptir.

2020 yılında maliyetler yıllık bazda %18 artarak 89 milyon TL'ye ulaşmıştır, bu da dağıtım ve iletim sistem kullanım bedellerindeki (22 milyon TL) ile bakım onarım giderlerindeki (23 milyon TL) artıştan kaynaklanmaktadır. Maliyet artışlarının temelinde üretimdeki artışa ek olarak bakım onarım ücretlerinin önemli bir kısmının döviz üzerinden ödenmesi nedeniyle yüklenen kur artışları da rol oynamıştır.

4.3 FAVÖK

2020 yılında Şirket'in FAVÖK'ü 264 milyon TL'ye ulaşmış ve FAVÖK marjı da %79 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılının aynı döneminde ise FAVÖK %78'lik marj ile 194 milyon TL idi.

Şirket'in Net Satış ve FAVÖK gelişimi (milyon TL)



*Galata Wind Enerji, 2018 yılından sonra daha önce kendi tüzel kişiliği altında gerçekleştirmekte olduğu elektrik ticareti işlemlerine son vermiştir. Düzeltilmiş gelir 187 milyon TL, düzeltilmiş FAVÖK 145 milyon TL'dir.

4.4 Net Kar

Şirket 2020 yılında 156 milyon TL net kar açıklamıştır. Bu da 2019 yılının net karının iki katından fazladır. Finansman giderlerindeki gerileme ile birlikte operasyonel karlılıktaki artış net kara olumlu yansımıştır. Şirket'in 2019 yılındaki finansman gideri 91 milyon TL iken 2020 yılında 75 milyon TL'ye gerilemiştir.

4.5. Borçluluk

2020 yılsonu finansal tablolarına göre Şirket'in net finansal borcu 484 milyon TL' dir, buna göre Net Borç/FAVÖK rasyosunu 1,9x olarak hesaplıyoruz. Şirket'in döviz açık pozisyonu ise 166 milyon TL'dir. Şirket halka arz öncesinde 100 milyon TL temettü ödemesi yapacaktır.

Kredi Veren	Kredi Tutarı	Para Birimi	Aralık 2020 itibariyle kalan bakiye	Faiz Oranı (%)	Vadesi
Hypobank	14.495.862	Avro	10.871.897	Euribor+0,65	31.07.2029
Garanti Bankası	60.000.000	TL	60.000.000	10,40	24.12.2021
Garanti Bankası	45.000.000	TL	45.000.000	8,60	7.05.2021
Öncü Girişim Ser. Yat. Ort. A.Ş.	18.000.000	ABD Doları	18.000.000	4,5	24.12.2021
Türk Ekonomi Bankası	120.000.000	TL	120.000.000	15,50	9.10.2022
Albaraka Türk Katılım Bankası	69.900.000	TL	69.900.000	14,57	13.10.2022

5. Ana Operasyonel ve Finansal Riskler

- **Arzu edilmeyen mevsimsel şartlar.** RES'lerin verimi mevsimsel değişkenlikler nedeniyle öngörülemeyen rüzgar koşullarına bağlıdır. Tahmin edilenden çok daha az rüzgâr olabilir veya bunun tersine, rüzgâr hızları, RES'lerin güvenli bir şekilde çalıştırabilecekleri eşikleri aşarak çalışmalarını engelleyebilir.
- **YEKDEM sonrası elektrik fiyat hassasiyeti.** Halihazırda YEKDEM kapsamında olmayan ya da YEKDEM süreleri sona erdikten sonraki piyasa fiyatına tabi olacak santraller için elektrik fiyatında meydana gelecek değişiklikler Şirket'in doğrudan finansal durumunu etkileyecektir.

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Galata Wind paylarının halka arz fiyatını belirlerken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi değerlendirme yöntemleriyle ulaştığı sonuçların ortalamasını dikkate almıştır. Bir başka ifadeyle, her iki yönteme, eşit ağırlık (%50) vererek hesaplamıştır.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, önümüzdeki 10 senelik dönem için (2021-2030) şirketin nakit akışları tahmin edilmiştir. Belirtilen 10 yılın sonunda Şirket'in bütün santralleri YEKDEM kapsamından çıkmaktadır ve dolayısıyla alım garantisi sona ermektedir. Tahmin döneminin aksine, 2030 sonrası alım garantisi olan bir fiyat mevcut olmaması nedeniyle, devam eden uç değer hesaplanırken, Pazar yaklaşımı/çıkış değeri yöntemi tercih edilmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Mersin RES, Şah RES ve Çorum GES'in projeksiyon dönemi boyunca yıllık üretim miktarlarının geçmiş 3 sene üretim ortalamaları ile aynı olacağı varsayılmıştır.

- Erzurum GES için son 2 yıl üretim miktarının ortalaması dikkate alınmıştır.
- Taşınar RES, 2021 yılının Mart ayında tam kapasite üretime geçtiği için, 2021 yılında 170 GWh sonraki senelerde 187,1 GWh üretim yapacağı tahmin edilmektedir.
- Şirket 2020 yılında 530.559 ton Doğrulanmış Karbon Birimi satışı yapmıştır ve 2.793.664 TL karbon kredisi geliri elde etmiştir. 2020 yılında ortalama ton başına DKB satış fiyatı yaklaşık 0,80 USD olmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca yıllık 530.000 ton DKB satışı yapılacağı ve ortalama satış fiyatının 0,80 USD olacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in faaliyet giderlerinin büyük bir bölümü sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderlerdir. Bu giderler projeksiyon dönemi boyunca ilgili sözleşme ve tarife şartlarına göre tahmin edilmiştir. Diğer faaliyet giderleri ise projeksiyon dönemi boyunca Türk Lirası enflasyonu tahminleri ile artırılmıştır. Amortisman giderleri ayrıca hesaplanmıştır.
- Modelde kullanılan enflasyon ve Dolar/TL ortalama kur tahminleri 2023 yılına kadar Bloomberg Terminalinden alınmıştır. 2023 yılından sonra ise 2023 yılı enflasyon tahmini sabit tutulmuş ve bu varsayıma göre ortalama kur hesaplanmıştır.
- 2021-2030 yılları için AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) hesaplamasında risksiz faiz oranı %18,2, risk primi %5,5 ve beta 1,06x kullanılmıştır.
- Devam eden değer hesabında yurt içi ve yurtdışı benzer şirketlerin ortalama FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. 2030 yılında yaratılacağı tahmin edilen FAVÖK tutarı ile bu çarpan çarpılarak 2030 yılı sonrasındaki döneme ait atık değer hesaplandıktan sonra 2030 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Galata Wind için 31/12/2020 itibariyle 3,24 milyar TL şirket değeri, 2,76 milyar TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. Bulunan, özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 5 Nisan 2021'e 1,06 değerlendirme faktörüyle taşınarak 2,93 milyar TL'ye ulaşılmıştır. Bu toplamdan, halka arz öncesinde dağıtılan 100 milyon lira kar payı düşüldükten sonra, düzeltilmiş özsermaye değeri 2,83 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar (milyon TL)	439.61	399.903	414.574	433.411	464.026	459.781	492.828	515.264	514.54	553.059
Faaliyet Karı (milyon TL)	204.251	180.11	206.073	226.701	262.821	250.484	315.04	343.665	306.519	368.356
Vergi (milyon TL)	-36.765	-32.42	-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 (milyon TL)	59.541	56.568	58.487	60.984	65.187	6.039	-	-	-	-
Amortisman (milyon TL)	140.393	117.584	100.921	92.694	78.337	76.761	34.814	17.996	56.166	20.909
Yatırım Harcamaları (milyon TL)	-65.000	-	-	-	-	0	-	-	-	-
NİS Değişimi (milyon TL)	1.329	5.636	-710	-991	-1.884	2.119	-1.884	-675	-218	-2.234
Serbest Nakit Akımları (milyon TL)	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	0.5	0.44	0.38	0.33	0.29	0.25
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları (milyon TL)	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 indirgeme faktörü	0,25									
2030 sonrası Bugünkü Değer	1.647.887.705									
İNA Değeri	3.244.168.966									

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

b. Piyasa Çarpanları Analizi

Çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Hesaplanan FAVÖK değerleri 31/12/2019-31/12/2020 tarihleri arasında hesaplanan 12 aylık finansal verilere dayanmaktadır.

Hesaplama, yurt içi benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı olarak 15,8x, yurt dışı benzer şirketler çarpanı olarak 18,0x dikkate alınmıştır ve iki yöntemle bulunan sonuçlara eşit ağırlık verilerek, makul şirket değeri 4,46 milyar TL olarak hesaplanmıştır. Bu tutardan 2020 yıl sonu 484,5 milyon TL net borç ve halka arz öncesi ödenen 100 milyon lira kar payı ödemesi düşüldükten sonra, özsermaye değeri 3,88 milyar TL'ye ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi

	FD/FAVÖK Çarpanı	2020 FAVÖK (TL)	Hesaplanan Şirket Değeri (TL)
Yurt İçi 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

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Galata Wind için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz.

İNA Analizinde, projeksiyon dönemi sonrası "devam eden değer" hesabında pazar yaklaşımı/çıkış değeri yöntemine başvurulmuştur. Piyasada yaygın olarak kullanılan ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde de yer alan bu yöntemin kullanımını anlaşılabilir ve makul buluyoruz. Bununla, birlikte, bu yöntemle, dikkate alınan çarpan(lar)ın düzeyine göre ulaşılacak değer, şirketin kendi içsel nakit yaratma, büyüme ve risk profili dikkate alınarak ulaşılacak değerlerden, olumlu veya olumsuz yüksek sapmalar sergileyebilecektir.

Çarpan analizinde dikkate alınan şirketleri ve izlenen yöntemi temel olarak makul ve anlaşılabilir buluyoruz. FD/FAVÖK çarpanının kullanımı, bize göre de, fiyat tespit raporunda yer verildiği üzere, geçerli ve uygun yöntemdir. Bununla birlikte, çalışmada, farklı değerlendirme çarpanlarına da yer verilebilirdi kanaatindeyiz. Öte yandan, değerlemede dikkate alınan veya alınmayan şirketler konusunda, gerek yurt içi gerekse yurt dışı şirketler açısından, farklı tercihlerde bulunulduğu takdirde ulaşılacak sonuç olumlu veya olumsuz manada değişebilecektir.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Galata Wind için %19 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 5,06 TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.