



**GALATA WİND ENERJİ A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

14 NİSAN 2021



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme	4
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Değerleme	5
Sonuç	6
6. GÖRÜŞ	7

GALATA WİND ENERJİ A.Ş**[GWIND]****1. AMAÇ**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin Galata Wind Enerji A.Ş. ("Galata Wind" ve/veya "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor Galata Wind Enerji A.Ş 'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

GALATA WİND ENERJİ A.Ş**Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

Galata Wind'in ana faaliyeti, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmek ve bu elektriği Türkiye Enterkonnekte Şebekesine satmaktadır. Galata Wind Şirketi %100 oranında Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. bağlı ortaklığıdır. Galata Wind bünyesinde 3 adet rüzgâr 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. 31.12.2020 itibarıyla toplam 269 MW kapasitenin 206,6 MW'lık kısmı faal durumdadır. Şirket bünyesinde 49 yıllık üretim lisansına sahip RES'ler bulunmaktadır: Bunlar: Şah RES, Mersin RES ve Taşpınar RES'tir. Lisansız elektrik üretimi kapsamında faaliyet gösteren GES'ler ise Erzurum ve Çorum'dadır.

Şirket öngörülebilir nakit akışı ve maliyetlere sahiptir. Şirketin 2021 yılında Mersin RES dışındaki bütün santralleri ABD Doları cinsinden YEKDEM kapsamından yararlanacaktır. Şah RES'in YEKDEM bitiş tarihi de 2021'dir. Taşpınar RES ise 2021'de tam kapasite ile devreye alınmış olup YEKDEM bitiş tarihi 2030'dur. Şirket faaliyetlerinden kaynaklı maliyetlerin %80'i doğrudan sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderlerden oluşmaktadır. Diğer %20'lik kısmı oluşturan dolaylı olarak öngörülebilir maliyetler personel giderleri ile diğer yönetim ve pazarlama giderlerinden oluşmaktadır.

Diğer yandan Şirket sürdürülebilir ve çevre dostu elektrik üretim portföyüne sahiptir. Şirket 1,9x net borç/FAVÖK

HALKA ARZ ÖZETİ

Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	-
Ortak Satış	133.697.870
Ek Satış	26.739.570
Ek Satış Dahil Toplam	160.437.440
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	5,06
Halka Arz İskontosu	19 %
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	811.813.446
Kotasyon	
Talep Toplama Tarihi	15 – 16 Nisan 2021
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Ortak Satışı Yapmama	6 ay (180 gün)
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Yetkili Aracı Kuruluş	Garanti Yatırım
Halka Arzda Satış Yöntemi	Talep Toplama – Sabit Fiyat
Kayıtlı Sermaye Tavanı	1.000.000.000
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	534.791.458

Tablo 1 : Halka Arz Özeti- Kaynak: İzahname

oranına sahiptir. Bu yönüyle Galata Wind, halka açık şirketler arasında en düşük borçluluklardan birine sahip olacaktır.

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket halka arzında 133.697.870 adet payın (ek satışın gerçekleşmesi dahilinde 160.437.440 adet pay) ortak satışı yolu ile satışının gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Ortak satışı kapsamındaki payların tamamı Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. aittir.

Halka arz edilecek 133.697.870 adet payın halka arz sonrası Şirket ödenmiş sermayesine oranı %25 olacaktır. Ek satışında gerçekleşmesi halinde halka açıklık olarak %30 olacaktır.

Şirket paylarının halka arzı Garanti Yatırım tarafından “Talep Toplama” ile “En İyi Gayret” aracılığı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 2 iş günü olup, 15 – 16 Nisan 2021 tarihlerinde gerçekleşecektir. Halka arz edilecek 133.697.870 TL nominal değerli payların;

- %49’u yurt içi bireysel yatırımcılara
- %1’i Doğan Şirketler Grubu ve Galata Wind Çalışanlarına
- %40’ı yurt içi kurumsal yatırımcılara
- %10’u yurt dışı kurumsal yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Halka arz sonrası fiyat istikrarı işlemleri uygulanmayacaktır. Halka arzda dağıtım yöntemine ilişkin olarak Garanti Yatırım liderliğinde konsorsiyum kurulacaktır ve Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar’a eşit dağıtım yoluyla dağıtım yapılacaktır.

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli finansalları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Durum Tablosu (Seçilmiş Kalemler TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
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
Stoklar	-	1.661.310	1.664.977
Duran Varlıklar	1.091.984.878	1.096.627.219	1.449.123.545
<i>Maddi Duran Varlıklar</i>	294.696.695	386.397.671	849.661.999
TOPLAM VARLIKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640
Kısa Vadeli Yükümlülükler	176.013.951	98.856.387	302.493.950
Uzun Vadeli Yükümlülükler	343.591.882	398.909.093	390.887.327
Özsermaye	717.145.776	780.880.821	927.237.363
Ödenmiş Sermaye	170.000.000	534.791.458	534.791.458
Net Dönem Karı (Zararı)	33.445.475	64.270.392	156.356.542
TOPLAM KAYNAKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640

Tablo 2 : Kaynak - Garanti Yatırım FTR

Gelir Tablosu (Seçilmiş Kalemler TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Net Satışlar	672.349.435	248.421.890	332.408.290
Satışların maliyeti	-541.120.216	-74.949.347	-88.705.657
Brüt kar	131.229.219	173.472.543	243.702.633
Esas Faaliyet Karı /Zararı	146.437.178	175.115.507	274.307.199
Finansman Giderleri	-99.703.700	-91.049.644	-75.592.598
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	46.733.478	84.065.863	198.714.601
DÖNEM KARI/ZARARI	33.493.137	64.270.392	156.356.542

Tablo 3 : Kaynak - Garanti Yatırım FTR

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemi olarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır.

Değerlemede İNA yöntemi ile hesaplanan değere %50, benzer şirket çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir.

Değerleme çalışmasında benzer şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate alınmıştır. Dolayısıyla değerlendirme verileri 31.12.2019-31.12.2020 tarihleri arasında hesaplanan 12 aylık finansal verilere dayanmaktadır. Piyasa çarpanları yönteminde Galata Wind Şirketi için FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda çarpan analizine ilişkin olarak Şirketin son 12 aylık finansal sonuçları baz alınmıştır. Çalışmadaki tüm çarpan değerleri 02.04.2021 itibariyle hesaplanmıştır. Tüm benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının ortalama değeri hesaplanarak değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Değerlemede uç değer olarak görülen benzer şirket çarpanları ortalamaya dahil edilmemiştir. Yurt dışı ve yurt içi benzer şirket çarpanları eşit ağırlıklandırılmıştır.

“Firma Değeri / FAVÖK” (FD/FAVÖK)

Yurt içi ve yurt dışından seçilen benzer şirketlerin çarpanları 2 Nisan 2021 tarihli kapanışlar üzerinden hesaplanan ve Capital IQ veri tabanı ve şirketlerin web sitelerinden elde edilen veriler olup, yurt içi ve yurt dışı çarpanlara eşit ağırlık verilmiştir. Söz konusu çarpanlardan uç değerler hesaplama dışı tutularak ortalama çarpanlar üzerinden hesaplama yapılmıştır. Yurt içi benzer şirket çarpanlarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Şirket Kodu	FD/FAVÖK
AKENR	16,99
AKSEN	6,82
AKSUE	13,87
AYEN	16,05
ESEN	37,41
NATEN	24,93
ODAS	16,49
ZOREN	9,52
Aritmetik Ortalama	15,85
Medyan	16,27

Tablo 4 : Kaynak - Garanti Yatırım – FTR

Yurt dışı benzer şirket çarpanlarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

	Piyasa Değeri(mnTL)	Firma Değeri(mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK
Edisun Power Europe AG	1.065	1.771	73	24,25
Grenergy Renovables S.A.	7.690	8.914	210	42,51
Alerion Clean Power S.p.A	6.600	11.348	525	21,63
7C Solarparken AG	2.557	4.550	285	15,99
Falck Renewables S.p.A	17.079	25.284	1.592	15,89
Pacifico Renewables Yield AG	1.064	1.625	68	23,99
Clearwise AG	1.228	2.503	210	11,94
Terna Energy Societe	13.954	20.080	1.732	11,59
Audax Renovables S.A	9.247	11.153	604	18,48
			Ortalama	17,97
			Medyan	17,24

Tablo 5 : Kaynak - Garanti Yatırım – FTR

Piyasa Çarpanları yönteminde kullanılan yurtiçi ve yurtdışı benzer Şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan özsermaye değeri halka arz öncesi dağıtılacak olan 100.000.000 TL'lik temettü düzeltilmesi sonrasında 3.875.718.066 TL olarak hesaplanmıştır.

Özet tablo aşağıdaki gibidir.

Çarpan analizi Tablosu	FD/FAVÖK	2020 FAVÖK(TL)	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	15,85	263.796.606	4.180.215.261
Yurtdışı Benzer Şirketler	17,97	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

Tablo 6 : Kaynak - Garanti Yatırım - FTR

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Değerleme

AOSM hesaplamasında risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvilinin (TRT131130T14) 2 Nisan 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %18.21 dikkate alınmıştır. Risk primi projeksiyon döneminde %5,50 olarak sabit tutulmuştur. Sermaye maliyeti hesabında kaldıraçlı beta 1,06 kabul edilmiştir. Şirketin finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı benzer Şirketler ortalaması olan %68,3 kullanılmıştır. Vergi oranı 2021-2025 yılları için %20 olarak kullanılmıştır. Böylece, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") %14,9 olarak hesaplanmıştır.

Şirketin tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları oluşturulurken Şirket'in 2021-2030 döneminde operasyonlarından elde edeceği gelirlerinin %5,2 yıllık bileşik büyüme oranıyla 2020 sonundaki 332,4 milyon TL'den 2030 yılı sonunda 553 milyon TL'ye ulaşacağı öngörülmüştür.

Söz konusu satış geliri projeksiyonuna göre 2021-2030 dönemi için %14,9 seviyesinde hesaplanan AOSM ile firma değeri 31.12.2020 tarihi itibarıyla 3,244 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Yapılan düzeltme işleminde özsermaye maliyeti için belirlenen %24,1 dikkate alınarak değerlendirme tarihi olan 5

Nisan 2021 tarihinde değerlendirme faktörü 1,06 olarak belirlenmiş ve temettü ödemesi düzeltilmesi sonucunda düzeltilmiş özsermaye değeri 2,830 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki 484,5 milyon TL'lik net borç tutarının düşülmesi neticesinde çıkan piyasa değeri 2.760 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Şirket'in özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 5 Nisan 2021 itibarıyla gerçekleşen özsermaye değerini yansıtması amacıyla düzeltilmiştir. Bu şekilde 5 Nisan 2021 itibarıyla düzeltilmiş özsermaye değeri 2,931 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin halka arz öncesinde 100 milyon TL temettü ödemesi yaptığı da dikkate alındığında, düzeltilmiş İNA yaklaşımı altında hesaplanan özsermaye değeri 2.831 milyon TL'ye denk gelmektedir.

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	-2
Serbest Nakit Akışı (SNA)	304	327	328	339	357	285	285	292	301	313
<i>İndirgenmiş değer</i>	<i>264,5</i>	<i>248</i>	<i>216</i>	<i>195</i>	<i>179</i>	<i>124</i>	<i>108</i>	<i>97</i>	<i>87</i>	<i>78</i>
SNA bugünkü değer	1.596									
Uç bugünkü değer	1.648									
İNA Değeri	3.244									
Net Borç	485									
Özsermaye Değeri	2.759									
Değerleme Faktörü	1,06									
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	2.931									
Halka Arz Öncesi Temettü Ödemesi	100									
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	2.831									
Tahmini Birim Pay Değeri	5,30									

Tablo 7 : Kaynak - Garanti Yatırım FTR

Sonuç

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, indirgenmiş nakit akımına ve çarpan analizine %50'şer pay vererek ulaşılan halka arz öncesi özsermaye değeri 3.353 milyon TL hesaplanmıştır.

Galata Wind Değerleme Sonucu (mn TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA	2.830,7	50%	1.415,3
Çarpan analizi	3.875,7	50%	1.937,9
	Toplam	100%	3.353,2
	Pay başına değer		6,27
	Halka arz iskontosu		%19
	İskonto Edilmiş pay başına değer		5,06

Tablo 8 : Kaynak - Garanti Yatırım FTR

6. GÖRÜŞ

- Şirket için Garanti Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.
- Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı açıklandığı üzere, Çarpan Analizi yaklaşımında FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları analizine %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- AOSM hesabında dikkate alınan borç ağırlığı ve maliyetinin belirlenme yöntemlerinde çekincelerimiz bulunmaktadır. Borç ağırlığında benzer şirketlere göre belirlenen %68,3 oranına göre fiili durumda 31.12.2020 bilançosuna göre hesapladığımız oran %42,78'in kullanılmamasının vergi kalkışı etkisi nedeniyle AOSM'ye etkisinin %14,9 yerine %16,33 olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca mevcut borçlanma maliyetinin %13,2 alınmasının AOSM'de kullanılan risksiz faiz oranı (%18,21) ile çeliştiğini değerlendirmekteyiz. Her iki bulgumuz da İNA'ya göre bulunan değerler daha muhafazakar hesaplanmasına yol açmaktadır.

Uygulanan iskonto oranının (yukarıdaki çekincimizde dikkate alındığında) ve 5,06 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.