

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Galata Wind Enerji A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Galata Wind Enerji A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Galata Wind Enerji A.Ş.	
Borsa Kodu	GWIND
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %49 Şirket Çalışanları : %1 Yurt İçi Kurumsal : %40 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	15-16 Nisan 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	534.791.458 TL
Sermaye Artırımı	0 TL
Ortak Satışı	133.697.870 TL
Ek Satış	26.739.570 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	534.791.458 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Talep Toplama Fiyatı	5,06 TL
Halka Arz Büyüklüğü	676.511.222 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	811.813.446 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.706.044.776 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.706.044.776 TL
Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	17,31
FD/FAVÖK 2020	12,09
PD/DD 2020	2,92

Özet Bilgi

- Galata Wind, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmek ve bu elektriği Türkiye Enterkonnekte Şebekesine satmaktadır.
- Şirket'in 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. 31.12.2020 itibarıyla toplam 269 MW kapasitenin 206,6 MW'lık kısmı operasyondadır.
- Şirket bünyesinde 49 yıllık üretim lisansına haiz RES'ler bulunmakta olup bunlar Şah 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 faaliyettedir.
- 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'te devreye alınan 4 adet ek türbin sonucunda mevcut kapasitesi olan 105 MW'a çıkmıştır.
- Nilüfer/Bursa'da Kurulu 67,2 MW gücündeki Taşpınar RES ise 27.10.2020 tarihinde 4,8 MW'lık kısmi geçici kabulü yapılarak devreye alınmıştır. 31.12.2020'de 10 adet türbinin montajı tamamlanan santral 2021 Mart itibarıyla 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 güç ile Çorum GES 19.12.2017 tarihinde, Erzurum GES ise Aziziye'deki santraller 04.01.2019 tarihinde, Hınıs'daki santraller 28.12.2018 tarihinde ve Karayazı'daki santraller 09.11.2018 tarihinde devreye alınmışlardır.

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

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Halka arz ortak satışı yoluyla gerçekleşecektir ve Şirket herhangi bir halka arz geliri elde etmeyecektir. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı satan ortağın tasarrufunda olacaktır.

Ortaklık Yapısı

Galata Wind Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar						
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	534.791.458	100,00%	401.093.588	75,00%	374.354.018	70,00%
Halka Açık Kısım		0,00%	133.697.870	25,00%	160.437.440	30,00%
Toplam	534.791.458	100,0%	534.791.458	100,0%	534.791.458	100,0%

Mali Tablolar

Galata Wind Bilanço (TL)

VARLIKLAR	2018	2019	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
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	55.169.828	12.426.679	
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	11.233.517	11.434.388	34.809.442
Diğer Alacaklar	18.368.605	194.566	205.892
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	15.594.766		
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.773.839	194.566	205.892
Stoklar		1.661.310	1.664.977
Peşin Ödenmiş Giderler	1.741.043	1.513.639	2.219.625
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	523.803		4.589.914
Diğer Dönen Varlıklar	12.821.005	22.110.346	61.880.570
Duran Varlıklar	1.091.984.878	1.096.627.219	1.449.123.545
Ticari Alacaklar	41.593		
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	41.593		
Türev Araçlar	30.583.495	16.538.376	21.723.420
Finansal Yatırımlar	50.000	50.000	100.000
Diğer Alacaklar	122.585.335	378.152	354.978
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	122.585.335	378.152	354.978
Maddi Duran Varlıklar	294.696.695	386.397.671	849.661.999
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	312.181.671	325.209.001	319.686.110
Lisanslar	304.549.803	296.902.389	291.833.320
Şerefiye	6.691.840	27.629.554	27.629.554
Diğer Haklar	940.028	677.058	223.236
Kullanım Hakkı Varlıkları		10.659.556	12.381.319
Peşin Ödenmiş Giderler		47.213.689	219.949
Diğer Duran Varlıklar	331.846.089	310.180.774	244.995.770
TOPLAM VARLIKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	176.013.951	98.856.387	302.493.950
Kısa Vadeli Borçlanmalar	42.167.222	75.000.000	105.000.000
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vad. Borç.	42.167.222	75.000.000	105.000.000
Banka Kredileri	42.167.222	75.000.000	105.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	80.275.840	11.126.775	152.481.090
İlişkili Ol.Taraf. Uzun Vad.Borç. Kısa Vad. Kıs.	80.275.840	10.990.362	20.014.708
Banka Kredileri	80.275.840	9.127.067	18.487.631
Kiralama İşlemlerinden Borçlar		1.863.295	1.527.077
İlişkili Taraflardan Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.		136.413	132.466.382
Kiralama İşlemlerinden Borçlar		136.413	171.710
Diğer Uzun Vad. Borçlanmaların Kısa Vad. Kıs.			132.294.672
Ticari Borçlar	47.639.255	8.727.339	7.050.392
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	458.986	461.105	1.430.162
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	47.180.269	8.266.234	5.620.230
Türev Araçlar			32.936.362
Diğer Borçlar	4.020.980	1.709.699	2.660.544
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar		1.000.000	
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	4.020.980	709.699	2.660.544
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	417.037	530.508	1.398.300
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		528.670	
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.493.617	1.233.396	967.262
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	709.855	709.855	282.290
Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vad. Kar.	783.762	523.541	684.972
Uzun Vadeli Yükümlülükler	343.591.882	398.909.093	390.887.327
Uzun Vadeli Borçlanmalar	272.120.768	316.386.373	293.153.876
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borç.	272.120.768	209.395.946	293.043.904
Banka Kredileri	272.120.768	198.381.969	279.941.950
Kiralama İşlemlerinden Borçlar		11.013.977	13.101.954
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar		106.990.427	109.972
Kiralama İşlemlerinden Borçlar			109.972
Diğer Uzun Vadeli Borçlanmalar		106.990.427	
Diğer Borçlar	550.000		
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	550.000		
Uzun Vadeli Karşılıklar	432.745	748.623	896.894
Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Uzun Vad. Kar.	432.745	748.623	896.894
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	70.488.369	81.774.097	96.836.557
ÖZKAYNAKLAR	717.145.776	780.880.821	927.237.363
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	716.640.379	780.880.821	927.237.363
Çıkarılmış Sermaye	170.000.000	534.791.458	534.791.458
Paylara İlişkin Primler/(İskontolar)	529.389.566	4.000.000	4.000.000
Kar veya Zar. Yen. Sınıf. Birik. Diğ. Kap. Gel. (Gid.)	569.921	484.574	484.574
Tan. Fayda Planları Yen. Ölçüm Kaz. (Kayp.)	569.921	484.574	484.574
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	11.070.889	11.964.666	15.491.356
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-27.835.472	165.369.731	216.113.433
Net Dönem Karı veya Zararı	33.445.475	64.270.392	156.356.542
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	505.397		
TOPLAM KAYNAKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Galata Wind Gelir Tablosu			
TL	2018	2019	2020
Hasılat	672.349.435	248.421.890	332.408.290
Yıllık Değişim		-63,1%	33,8%
Satışların Maliyeti (-)	-541.120.216	-74.949.347	-88.705.657
Yıllık Değişim		-86,1%	18,4%
Brüt Kar/(Zarar)	131.229.219	173.472.543	243.702.633
Yıllık Değişim		32,2%	40,5%
Brüt Kar Marjı	19,5%	69,8%	73,3%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.806.863	-12.100.564	-14.143.854
Pazarlama Giderleri (-)	-1.572.594	-2.149.166	-3.100.522
Faaliyet Karı	118.849.762	159.222.813	226.458.257
Yıllık Değişim		34,0%	42,2%
Faaliyet Kar Marjı	17,7%	64,1%	68,1%
Amortisman	27.092.885	33.913.664	34.544.685
FAVÖK1	145.942.647	193.136.477	261.002.942
Yıllık Değişim		32,3%	35,1%
FAVÖK1 Marjı	21,7%	77,7%	78,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	35.264.951	20.034.908	52.371.311
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-7.677.535	-4.142.214	-4.522.369
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	146.437.178	175.115.507	274.307.199
Yıllık Değişim		19,6%	56,6%
FAVÖK2	173.530.063	209.029.171	308.851.884
Yıllık Değişim		20,5%	47,8%
FAVÖK2 Marjı	25,8%	84,1%	92,9%
Finansman (Gideri)/Geliri Öncesi 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 Karı/(Zararı)	46.733.478	84.065.863	198.714.601
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-13.240.341	-19.795.471	-42.358.059
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	-619.098	-8.488.406	-27.295.599
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	-12.621.243	-11.307.065	-15.062.460
Dönem Karı (Zararı)	33.493.137	64.270.392	156.356.542

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Garanti Yatırım, Galata Wind'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Galata Wind özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından Galata Wind'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasının ve İD/FAVÖK çarpanının yanı sıra Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Galata Wind'in yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un BIST Elektrik Endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. BIST Elektrik Endeksinde yer alan 10 şirketten sadece elektrik dağıtım yapan Enerjisa ve likiditesi düşük olan payların işletmelerin gerçek değerini doğru bir şekilde yansıtamayabileceği için Alt Pazar'da işlem gören Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. değerlendirilme kapsamında dikkate alınmamış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. AKSEN, ESEN, NATEN ve ZOREN şirketlerinin İD/FAVÖK çarpanları uç değer olarak kabul edilmiş olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir. Sektörün en büyük şirketleri olan AKSEN ve ZOREN'in çarpanları sektör için iyi bir referans olabileceken uç değer addedilerek hesaplama dışı bırakılmasını yanlış buluyoruz. ESEN ve NATEN'in çarpanları yukarı yönlü ayrıştığı için hesaplama dışı bırakılmasını makul buluyoruz.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Galata Wind ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 9 şirketin 1'i İD/FAVÖK çarpanı uç değer olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir. İD/FAVÖK çarpanı hesaplanırken, şirket çarpanlarının ortalaması alınarak 18,0 İD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup medyan değerinin kullanılmasının daha makul olduğu kanaatindeyiz.

Çarpan Analizi	FD/FAVÖK Çarpanı	2020 FAVÖK	Hesaplanan Çarpan Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler	15,8	263.796.606	4.180.215.261
Yurt Dışı Benzer Şirketler	18,0	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

Yurtiçi çarpan analizinde AKSEN ve ZOREN dahil edilerek medyan 14,96 hesaplanırken yurtdışı benzer şirketlerde 20'nin üstündeki değerleri uç değer kabul ederek medyan 15,9 hesaplanmaktadır. Her iki çarpanın ortalaması şirket için 3,5 milyar TL piyasa değerine işaret ederken Garanti Yatırım'ın hesapladığı 3,9 milyar TL'den %10 daha düşüktür.

BMD Çarpan Analizi	FD/FAVÖK Çarpanı	2020 FAVÖK	Hesaplanan Çarpan Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler	14,96	263.796.606	3.946.397.226
Yurt Dışı Benzer Şirketler	15,9	263.796.606	4.191.728.069
Hesaplanan Şirket Değeri			4.069.062.648
Net Finansal Borç			484.510.291
Temettü Ödemesi			100.000.000
Özsermaye Değeri			3.484.552.357

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir. Şirketin gelir kaynağı belirli bir süreliğine lisansa sahip olan elektrik üretim santralleri olması nedeniyle her bir santral özelinde lisans süresi kadar projeksiyon yapılması gerekmektedir. Garanti Yatırım'ın 2030 yılında çıkış çarpanı uygulamasının Galata Wind özelinde uygun olmadığı ve kullanılan 16,9 FD/FAVÖK çıkış çarpanının referansının olmaması ve sektör medyanlarından fazla olması nedeniyle makul bulmuyoruz.
- **Satışlar:** Şirket gelirleri elektrik üretim gelirleri ile karbon kredisi gelirlerinden oluşmaktadır. Elektrik üretim gelirleri her santralin yıllık tahmini üretim miktarları ile o santralin ilgili yıllardaki elektrik satış fiyatlarının çarpılması ile bulunmuştur. Karbon kredisi gelirleri ise tahmini karbon kredisi satış hacimleri ile varsayılan karbon kredisi satış fiyatının çarpılması ile elde edilmiştir.
- Mersin RES, Şah RES ve Çorum GES'in projeksiyon dönemi boyunca yıllık üretim miktarlarının geçmiş 3 sene üretim ortalamaları, Erzurum GES için son 2 yıl üretim miktarının ortalaması ile aynı olacağı varsayılmıştır. Taşpınar RES, 2021 yılının mart ayında tam kapasite üretime geçtiği için, 2021 yılında 170GWh sonraki yıllarda 187,1 GWh üretim yapacağı tahmin edilmiş olup bu üretim tahmini Türksoy E.M.D'nin 2019 tarihli fizibilite raporu baz alınarak belirlenmiştir. Mersin RES, 2020 yılı sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden satmaya başlamıştır. Şah RES ise YEKDEM'den 2021 yılı sonu itibarıyla çıkacak olup hâlihazırda elektriği 73 \$/MWh fiyat ile satmaktadır. 2020 yılında devreye giren Taşpınar RES ise YEKDEM'den 2021 yılında yararlanmaya başlamış olup 2030 yıl sonuna kadar yararlanmaya devam edecektir. Taşpınar RES'te yerli üretim ekipman kullandığı için YEKDEM'in ilk 5 yıllık döneminde ürettiği elektriği 94 \$/MWh'dan satabilecektir. Şirketin 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/MWh prim almaktadır. Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar, Erzurum GES ise 2028 yılsonuna kadar ürettiği elektriği 133 \$/MWh fiyatla bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satabilecektir. 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. Santrallerin üretmiş olduğu elektrik rakamlarında degradasyon nedeniyle oluşabilecek azalmalar dikkate alınmamıştır.
- Şirket 2020 yılında 530.559 ton Doğrulanmış Karbon Birimi (DKB) satışı yapmış ve ortalama ton başına DKB satış fiyatı yaklaşık 0,80 dolar olmuştur. Şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllık 530.000 ton DKB satış yapacağı ve ortalama satış fiyatının 0,80 dolar olacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirketin faaliyet giderlerinin büyük bölümü sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderlerdir. Bu giderler projeksiyon dönemi boyunca ilgili sözleşme ve tarife şartlarına göre tahmin edilmiş olup diğer faaliyet giderleri ise Türk Lirası enflasyon tahminlerine göre artırılmıştır. Amortisman giderleri ise ayrıca hesaplanmıştır. Enflasyon ve Dolar/TL ortalama kur tahminleri 2023 yılına kadar Bloomberg Terminali'nden alınmış 2023 sonrası için ise 2023 yılı enflasyon tahmini sabit tutulmuş ve bu varsayıma göre ortalama kur hesaplanmıştır.

- **Kurumlar Vergisi:** Garanti Yatırım 2025 yılına kadar %18 kurumlar vergisi varsaymış olup bunun nedenine dair bir açıklama raporda yer almamaktadır.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar ve kısa vadeli karşılıklar bilanço kalemlerine göre son 2 yıldaki ortalama devir günleri kullanılarak hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Şirketin finansal tablolarında diğer dönen varlıklar altında yer alan devreden KDV tutarı, D Yapım'ın birleşme tarihine kadar yüklendiği ancak indiremediği KDV alacaklarından oluşmakta olup projeksiyon dönemi boyunca bu KDV alacaklarının yaratılan KDV yükümlülükleri ile mahsuplaştırılacağı varsayılarak, serbest nakit akışları hesabında ayrıca dikkate alınmıştır. Bu nedenle, devreden KDV tutarı net işletme sermayesi hesaplamalarına dahil edilmemiştir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket santrallerinin bakımları Bakım ve Onarım sözleşmeleri kapsamında hizmet alınan karşı taraflar tarafından yapılmaktadır. Taşpınar RES yatırımı 2021 yılı içerisinde tamamlandığı için 2021 yılında bu proje ile ilgili 65 milyon TL yatırım bütçesi bulunmaktadır. YEKA, hibrit santral yatırımları ve yeni satımlar rapor tarihi itibarıyla somut gelişmeler olmadığı için projeksiyona dahil edilmemiş olup projeksiyon dönemi boyunca Taşpınar RES yatırımı haricinde yatırım harcaması oluşmayacağı varsayılmıştır. Her bir santral için iade yatırımı varsayımıyla nakit akımlarından belirli bir tutarda rakamın düşülmesinin daha yatırımcı lehine bir yaklaşım olacağı kanaatindeyiz.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilinin 2 Nisan 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %18,21 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Kaldıraçsız beta değeri yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin son 5 yıl değerlerinin ortalaması olan 0,39 olarak dikkate alınmış olmasına rağmen 0,50-0,60 bandında kaldıraçsız betanın daha makul olduğu kanaatindeyiz. Aynı şekilde kaldıraçlı beta 1,06 olarak kullanılmışken kaldıraçsız betanın yüksek kullanılması durumunda kaldıraçlı beta da yükselecektir.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %24,1 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin TL kredilerinin faizlerinin 2020 yılsonu anapara bakiyelerinde göre ağırlıklı ortalamaları olan %13,2 olarak dikkate alınmış olup piyasa koşulları göz önünde bulundurulduğunda yatırım dönemi boyunca devletin borçlanma maliyeti olan %18,2'nin altında bir borçlanma maliyeti makul değildir. Bu sebeple en azından risksiz getiri oranı üzerine 1 veya 2 puan risk primi ilave edilerek borçlanma maliyetinin hesaplanması gerektiği kanaatindeyiz.
 - **Borç Oranı:** Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin ortalaması olan %68,3 olarak kullanılmış olup Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan ve tarafımızca %37,26 olarak hesaplanan oranın kullanılmasının daha makul olacağı kanaatindeyiz. Böylelikle AOSM %14,9 olarak hesaplanırken borç oranı hesaplamasında yapılan değişiklik sonrası kaldıraçlı betanın yeniden hesaplanmasıyla tarafımızca hesaplanan AOSM %17,0'dir. Borçlanma maliyetinin %12 yerine %20,81 alınması halinde de AOSM %19,4'e yükselmektedir. Aradaki fark göz önünde bulundurulduğunda %14,9 olarak kullanılan AOSM'nin halka arz fiyatı üzerinde yükseltici etkisi olduğu kanaatindeyiz.

- İNA yöntemi kapsamında Şirket'in 10 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değer indirgenmiştir. Devam eden değerlerin bulunması için ise Pazar yaklaşımı/çıkış değeri yöntemi kullanılmıştır.
- Uç değer hesabında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin ortalama İD/FAVÖK çarpanı olan 16,9 kullanılmış ve 2030 yılında yaratılacağı tahmin edilen FAVÖK rakamı ile bu çarpan çarpılarak 2030 yılı sonrasındaki döneme ait değer hesaplandıktan sonra 2030 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Şirketin gelir kaynağı belirli bir süreliğine lisansa sahip olan elektrik üretim santralleri olması nedeniyle her bir santral özelinde lisans süresi kadar projeksiyon yapılması gerekmektedir. Garanti Yatırım'ın 2030 yılında çıkış çarpanı uygulamasının Galata Wind özelinde uygun olmadığı ve kullanılan 16,9 FD/FAVÖK çıkış çarpanının sektör medyanlarından fazla olması nedeniyle makul bulmuyoruz. Söz konusu hesaplamanın İNA değerini yukarı yönlü etkilemiş olduğu kanaatindeyiz. Ayrıca 2030 yılındaki gelir ve FAVÖK rakamları normalize değildir. Bunun nedeni 2030 yılında YEKDEM tarifesine göre elektrik satışı gerçekleştiren Taşpınar GES'in 2031 yılı itibari ile YEKDEM'den çıkacak olmasıdır. Fiyat tespit raporunda 2030 yılı için spot piyasa fiyatı YEKDEM'e göre yaklaşık olarak %25 daha düşüktür. Diğer bir ifade ile 2030 yılı verilerinin çıkış çarpanı için baz alınması değeri yukarı çeken bir hata olarak değerlendirilmektedir.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 484.510.291 TL net borç ve 100.000.000 temettü ödemesi düşülerek 2.830.692.480 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

İNA Değeri

- Şirketin İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) analizine göre tespit edilen piyasa değeri çarpan yöntemine göre tespit edilen değerden yaklaşık %27 daha düşüktür. Diğer bir ifade ile Şirket'in halka arz piyasa değeri kendi potansiyelini tam olarak yansıtmaması gereken İNA metodundan oldukça yüksektir.

BMD İNA Değeri

- BMD olarak uç değer büyümesi ve çıkış çarpanı kullanmadan santrallerin lisans süresi boyunca üreteceği nakit akımları dikkate alınarak bir İNA değerlemesi yaptığımızda, AOSM'yi %19,4 hesaplayarak Galata Wind için 1,4 milyar TL İNA değerine ulaşmaktayız. Garanti Yatırım'ın hesapladığı değer yaklaşık yarısına denk gelmektedir. Bu sonuçtan hareket ederek Garanti Yatırım'ın İNA varsayımlarının oldukça yukarı yönlü olduğu ve mevcut piyasa koşullarını yansıtmadığı kanaatine varmaktayız.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Değer
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 Değeri		100%	3.353.205.273
Galata Wind Ödenmiş Sermaye			534.791.458
Pay Başına Değer			6,27
Halka Arz İskonto Oranı			19%
Halka Arz Fiyatı			5,06

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %19 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 5,06 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

BMD Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Değer
İNA Yöntemi	1.400.591.082	50%	700.295.541
Çarpan Analizi Yöntemi	3.484.552.357	50%	1.742.276.178
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100%	2.442.571.719
Galata Wind Ödenmiş Sermaye			534.791.458
Pay Başına Değer			4,57
Halka Arz İskonto Oranı			-10%
Halka Arz Fiyatı			5,06

- BMD olarak İNA'dan hesapladığımız 1,4 milyar TL değere %50 ve çarpandan hesapladığımız 3,4 milyar TL Değere %50 ağırlık vererek Galata Wind için 4,57 TL pay başı fiyata ulaşıyoruz. Halka arz fiyatı olan 5,06 ise hesapladığımız 4,57 TL pay başı fiyata göre göre %10 primlidir. Bu noktadan hareketle Galata Wind için 5,06 TL belirlenen halka arz fiyatının Şirket'in adil piyasa değerinden yüksek olduğu kanaatindeyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Galata Wind'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Galata Wind özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Garanti Yatırım tarafından Galata Wind'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının ortalamaları kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasının ve FD/FAVÖK çarpanının yanı sıra Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Yurtiçi çarpan analizinde AKSEN ve ZOREN dahil edilerek medyan 14,96 hesaplanırken yurtdışı benzer şirketlerde 20'nin üstündeki değerleri uç değer kabul ederek medyan 15,9 hesaplanmaktadır. Her iki çarpanın ortalaması şirket için 3,5 milyar TL piyasa değerine işaret ederken Garanti Yatırım'ın hesapladığı 3,9 milyar TL'den %10 daha düşüktür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş ve sonrası için çıkış çarpanı kullanılmıştır. Şirketin gelir kaynağı belirli bir süreliğine lisansa sahip olan elektrik üretim santralleri olması nedeniyle her bir santral

özelinde lisans süresi kadar projeksiyon yapılması gerekmektedir. Garanti Yatırım'ın 2030 yılında çıkış çarpanı uygulamasının Galata Wind özelinde uygun olmadığı ve kullanılan 16,9 FD/FAVÖK çıkış çarpanının referansının olmaması ve sektör medyanlarından fazla olması nedeniyle makul bulmuyoruz.

- Beta: Kaldıraçsız beta değeri yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin son 5 yıl değerlerinin ortalaması olan 0,39 olarak dikkate alınmış olmasına rağmen 0,50-0,60 bandında kaldıraçsız betanın daha makul olduğu kanaatindeyiz. Aynı şekilde kaldıraçlı beta 1,06 olarak kullanılmışken kaldıraçsız betanın yüksek kullanılması durumunda kaldıraçlı beta da borç/özkaynak varsayımına göre değişecektir.
- Borçlanma Maliyeti: Şirketin TL kredilerinin faizlerinin 2020 yılsonu anapara bakiyelerinde göre ağırlıklı ortalamaları olan %13,2 olarak dikkate alınmış olup piyasa koşulları göz önünde bulundurulduğunda yatırım dönemi boyunca devletin borçlanma maliyeti olan %18,2'nin altında bir borçlanma maliyeti makul değildir. Bu sebeple en azından risksiz getiri oranı üzerine 1 veya 2 puan risk primi ilave edilerek borçlanma maliyetinin hesaplanması gerektiği kanaatindeyiz.
- Borç Oranı: Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin ortalaması olan %68,3 olarak kullanılmış olup Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan ve tarafımızca %37,26 olarak hesaplanan oranın kullanılmasının daha makul olacağı kanaatindeyiz. Böylelikle Garanti Yatırım tarafından %14,9 hesaplanan AOSM borç oranı hesaplamasında yapılan değişiklik sonrası kaldıraçlı betanın yeniden hesaplanmasıyla tarafımızca %17,0 hesaplanmaktadır. Borçlanma maliyetinin %12 yerine %20,81 alınması halinde de AOSM %19,4'e yükselmektedir. Aradaki fark göz önünde bulundurulduğunda %14,9 olarak kullanılan AOSM'nin halka arz fiyatı üzerinde yükseltici etkisi olduğu kanaatindeyiz.
- BMD olarak uç değer büyümesi ve çıkış çarpanı kullanmadan santrallerin lisans süresi boyunca üreteceği nakit akımları dikkate alınarak bir İNA değerlemesi yaptığımızda, AOSM'yi %19,4 hesaplayarak Galata Wind için 1,4 milyar TL İNA değerine ulaşmaktayız. Garanti Yatırım'ın hesapladığı değer yaklaşık yarısına denk gelmektedir. Bu sonuçtan hareket ederek Garanti Yatırım'ın İNA varsayımlarının oldukça yukarı yönlü olduğu ve mevcut piyasa koşullarını yansıtmadığı kanaatine varmaktayız.
- BMD olarak İNA'dan hesapladığımız 1,4 milyar TL değere %50 ve çarpandan hesapladığımız 3,4 milyar TL Değere %50 ağırlık vererek Galata Wind için 4,57 TL pay başı fiyata ulaşıyoruz. Halka arz fiyatı olan 5,06 TL ise hesapladığımız 4,57 TL pay başı fiyata göre göre %10 primlidir. Bu noktadan hareketle Galata Wind için 5,06 TL belirlenen halka arz fiyatının Şirket'in adil piyasa değerinden yüksek olduğu kanaatindeyiz.