

3Ç23 Sonuçları Genel Bakış: Satış gelirleri güçlü mevsimsellik ve göreceli istikrarlı Dolar/TL kuru sonrası yıllık %39 artışla 481 milyon TL (çeyreklik: +%89) olmuştur. Hem rüzgar hem de güneş santrallerinde 9A23 rakamlarına göre kapasite kullanımı sektör ortalamaların üzerinde olup, 3Ç23'te karbon kredisi satışı gerçekleşmemiştir (9A23: 26 mn TL). Satışların maliyeti, göreceli daha yüksek TÜFE ile yıldan yıla %69 artışla 120 milyon TL olmuştur. Böylelikle şirketin brüt kar marjı yıllık 438bp'lık daralmayla %75 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin FAVÖK'ü çeyreklik %95, yıllık %26 artışla 360 milyon TL olmuştur. FAVÖK marjı ise önceki çeyreğe göre 205bp artışla %75,0 olarak gerçekleşmiştir (3Ç22: %82,7). 3Ç22'de 47 mn TL net finansal gider elde eden şirket 3Ç23'te net türev işlem giderlerinin etkisi ile 64 mn TL net finansal gider açıklamıştır. Şirketin net nakdi çeyreklik %162 yükseliş kaydetmiştir. Son olarak, şirket yıllık %22 artışla 349 milyon TL net kar elde etmiştir.

Gedik Yatırım Beklentileri: EPDK, Galata Wind'in toplamda 350 MW'lık depolamalı elektrik üretim için 7 ayrı tesisinin ön lisans başvurularını onayladı. İlgili kapasite artışlarını, 2027-2029 tahminlerimize, kademeli üretim başlangıçlarıyla, YEKDEM birim satış fiyatlarını varsayarak dahil ettik. Mevcut rüzgar enerjisi santrallerinin beklenen kapasite kullanım oranlarının ortalamasını (2027'da %35,39), ön lisans alan 6 adet RES için elektrik üretimi hesaplamasında kullandık. Aynı yöntemi, onaylanmış bir GES için de kullandık. Depolama dahil enerji tesislerinin, standart tesislere kıyasla daha yüksek kapasite kullanım oranlarına sahip olması beklenebilirken, metodolojimiz potansiyel bir yukarı potansiyel taşıyor. Avrupa'da üretime girecek 300 MW'lık kapasiteyi 2027 başında dahil ettik ve birim satış fiyatını 80 ABD Doları/MWh olarak varsaydık. Taşpınar'daki RES kapasitesinin 13 MW artışının 2024'ün ilk çeyreğinde işletmeye alınması varsayılmış olup, aynı tesiste 17 MW (faz 1) ve 25 MW'lık (faz 2) hibrit GES kapasite artışlarının 2024 ve 2025'te üretime geçmesini bekliyoruz. Son olarak, Mersin'deki RES kapasitesinin 39 MW artışının 2024'ün üçüncü çeyreğinde üretime geçmesini projeksiyonlarımıza dahil ettik. Tüm bunların sonucunda, mevcut 269 MW'lık kapasitenin 2029'a kadar 1027 MW'a ulaşmasını bekliyoruz.

Galata Wind'deki "Endeksin Üzerinde Getiri" değerlendirmemizi koruyor, hedef fiyatımızı TL38,00/pay'a yükseltiyoruz - yukarı potansiyel %60: (1) Devam eden ve beklenen kapasite artışları, (2) istikrarlı marjlar, (3) ve son olarak da İNA değerlemesi yansıtıldıktan sonra adil değerimizi TL37.73/pay başından artırıyoruz. Hisse, 2024T 5.7x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmektedir. İlişkilendirilen riskler: (1) AUF mekanizmasının yeniden yürürlüğe konulması ve (2) yeni tesis tamamlanma sürelerinde olası gecikmeler olarak sıralanabilir.

(TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	540	1.187	1.511	3.032	4.199
FAVÖK	428	1.003	1.145	2.315	3.259
Net Kar	171	1.044	1.112	1.730	2.405
Brüt Marj	73,1%	82,0%	75,2%	76,6%	76,1%
FAVÖK Marjı	79,2%	84,5%	75,8%	76,4%	77,6%
Net Kar Marjı	31,6%	87,9%	73,5%	57,1%	57,3%
F/K (x)	74,9	12,3	11,5	7,4	5,3
FD/FAVÖK (x)	31,1	12,6	11,3	5,7	4,2
FD/Satışlar (x)	24,6	10,6	8,6	4,3	3,2
Özsermaye Karlılığı	17,8%	72,3%	50,7%	57,0%	56,8%
PD/DD (x)	12,8	6,8	5,1	3,6	2,6
Net Borç/FAVÖK	1,1	-0,2	0,1	0,1	0,2

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonel

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	ELEKTRİK
Bloomberg / Reuters Kodu	GWIND.TI / GWIND.IS
Fiyat (TL/hisse)	23,72
Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)	38,00
Potansiyel Getiri	%60
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	13,67-37,5
Piyasa Değeri (milyon TL)	12.809
Firma Değeri (milyon TL)	12.727
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	3.843
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	540
Dolaşımdaki Paylar	%30
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%8,3
3 Ay Önce	%8,5

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	3.384	5.281	8.378	7.123
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	85.154	142.499	260.837	175.546
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	23,72-25,92	23,72-28,36	23,72-37,5	13,67-37,5

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%12	-%31	%34	%2
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%12	-%27	-%3	-%34

Ortaklık Yapısı

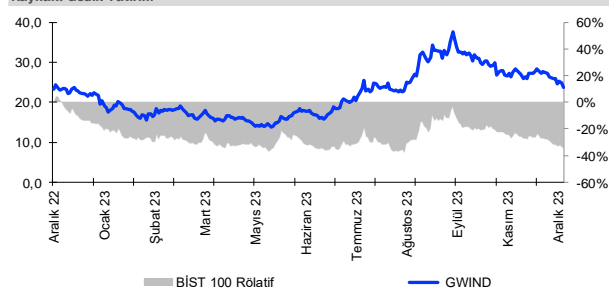
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	70,00%
Free Float	30,00%

Şirket Özeti

Galata Wind Türkiye'nin dört bir yarındaki Gold Standard ve VCS sertifikalı rüzgâr ve güneş enerjisi santralleriyle %100 yenilenebilir enerji üretmektedir. Şirket ayrıca evlerin, okulların, iş yerlerinin, akaryakıt istasyonlarının ve üretim merkezlerinin çatılarına da kendi enerjilerini üretmeleri amacıyla güneş enerjisi sistemleri tasarlanmaktadır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 11/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Yunus Emre Yenikalaycı

Uzman Yardımcısı

yunus.yenikalayci@gedik.com

+90 216 453 00 00

Ali K. Akkoyunlu

Araştırma Direktörü

aakkoyunlu@gedik.com

+90 216 453 00 00

Tablo 1 – İndirgenmiş Nakit Akımı (INA)

(TL mn)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Gelirler	1.511	3.032	4.199	4.789	7.367	9.646	11.793	12.551	13.172	14.191	15.448
Büyüme (%)	27,3%	100,6%	38,5%	14,1%	53,8%	30,9%	22,3%	6,4%	4,9%	7,7%	8,9%
FAVÖK	1.145	2.315	3.259	3.727	5.733	7.506	9.177	9.767	10.250	11.043	12.021
FAVÖK Marjı (%)	75,8%	76,4%	77,6%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%
FVÖK	1.137	2.267	3.106	3.604	5.493	7.160	8.732	9.291	9.755	10.515	11.449
Kaldıraçsız Vergiler (-)	284	567	776	721	1.099	1.432	1.746	1.858	1.951	2.103	2.290
Efektif Vergi Oranı	25%	25%	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
VSNİK	853	1.700	2.329	2.883	4.394	5.728	6.985	7.433	7.804	8.412	9.159
VSNİK Marjı (%)	56,4%	56,1%	55,5%	60,2%	59,6%	59,4%	59,2%	59,2%	59,2%	59,3%	59,3%
Yatırım Harcamaları	626	432	1.089	599	638	657	662	669	625	584	672
Amortisman	68	136	262	251	387	506	619	659	692	745	811
Net İşletme Sermayesinde Değişim (-)	135	204	157	41	-181	78	112	-29	-115	-3	41
Serbest Nakit Akımı	160	1.201	1.346	2.495	4.324	5.500	6.831	7.453	7.986	8.575	9.257
Hedef Borç/Özsermaye Oranı	26%	29%	28%	27%	22%	19%	17%	14%	13%	12%	11%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Risksiz Getiri Oranı	44%	30%	17%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Hisse Risk Primi	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Özsermaye Maliyeti	49,6%	35,5%	22,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Borç Maliyeti	47,5%	32,3%	18,4%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
AOSM	45,9%	32,2%	20,2%	13,8%	14,1%	14,3%	14,5%	14,6%	14,7%	14,8%	14,9%
İndirgeme Faktörü	100%	69%	47%	36%	30%	26%	23%	20%	17%	15%	13%
NBD	109	564	478	737	1.123	1.252	1.361	1.297	1.213	1.135	1.067

İNA Varsayımları

Terminal Büyüme Oranı	7%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (TL mn)	10.336
İndirgenmiş Devam Eden Değer (TL mn)	10.101
İndirgenmiş Faaliyetler (TL mn)	20.437
Azınlık Payına Göre Düzeltilmiş Net Borç (TL mn)	-81
Azınlık Payı (TL mn)	0
İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	20.518

Değerleme Özeti

İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	20.518
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	20.518
Hisse Fiyatı (TL)	23,72
Potansiyel Getiri	60%

Tablo 2 – Şirket Finansalları

Gelir Tablosu (TL milyon)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	1.187	1.511	3.032	4.199	4.789	7.367	9.646	11.793	12.551	13.172	14.191	15.448
Satışların Maliyeti	-213	-374	-711	-1.005	-1.089	-1.676	-2.194	-2.682	-2.854	-2.996	-3.228	-3.513
Brüt Kar	974	1.137	2.321	3.193	3.700	5.692	7.452	9.111	9.697	10.176	10.964	11.935
Faaliyet Giderleri	-36	-60	-142	-197	-225	-346	-453	-553	-589	-618	-666	-725
Faaliyet Karı	938	1.077	2.179	2.996	3.475	5.346	7.000	8.558	9.108	9.558	10.298	11.210
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	168	61	88	109	129	147	161	174	183	196	217	239
Finansal Gelirler / Giderler	-171	-225	-361	-470	-549	-611	-670	-732	-793	-857	-925	-999
Vergi Öncesi Kar	935	912	1.906	2.635	3.055	4.882	6.490	8.000	8.498	8.898	9.589	10.449
Vergi Gideri (-)	109	179	-176	-230	-269	-299	-328	-358	-388	-419	-453	-489
Net Kar	1.044	1.112	1.730	2.405	2.786	4.582	6.162	7.642	8.110	8.479	9.137	9.960
Azınlıklık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlıklık Payları Sonrası Net Kar	1.044	1.112	1.730	2.405	2.786	4.582	6.162	7.642	8.110	8.479	9.137	9.960
Amortismanlar	65	68	136	262	251	387	506	619	659	692	745	811
FAVÖK (TL milyon)	1.003	1.145	2.315	3.259	3.727	5.733	7.506	9.177	9.767	10.250	11.043	12.021

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Bilanço (TL milyon)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Nakit ve Nakit Benzerleri	659	679	967	925	713	2.028	2.307	3.109	2.838	1.608	1.943	3.333
Ticari Alacaklar	84	236	473	656	748	706	925	1.131	1.204	1.119	1.205	1.312
Stoklar	1	8	17	23	28	40	53	65	69	72	78	85
Maddi Duran Varlıklar	893	1.533	2.458	3.943	5.586	7.339	10.252	13.032	18.042	23.993	28.312	31.992
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	314	325	341	358	376	395	414	435	457	480	504	529
Diğer Varlıklar	516	612	759	878	939	1.023	1.113	1.231	1.362	1.509	1.679	1.876
Toplam Varlıklar	2.466	3.393	5.015	6.783	8.390	11.531	15.064	19.003	23.971	28.781	33.721	39.127
Finansal Borçlar	527	814	1.305	1.696	1.979	2.161	2.323	2.485	2.640	2.794	2.958	3.131
Ticari Borçlar	17	41	83	115	171	323	476	582	688	722	816	889
Diğer Yükümlülükler	32	41	58	71	79	86	92	98	104	110	117	124
Toplam Yükümlülükler	576	897	1.446	1.882	2.229	2.570	2.891	3.164	3.432	3.627	3.891	4.144
Özkaynaklar	1.890	2.497	3.568	4.901	6.161	8.962	12.173	15.839	20.539	25.154	29.830	34.983

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.