

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Elektrik

Galata Wind Enerji

11/09/2023

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 46%

RÜZGARIN GÜCÜ ADINA : SENİ SEÇTİK GWIND

Galata Wind'i % 46 artış potansiyeli ve hisse başına 45.60 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz.

Gücünü rüzgardan alan Galata Wind'in operasyonları tamamen yenilenebilir enerji kaynaklarına dayanıyor. 269 MW olan toplam kurulu gücün 34 MW'lik kısmı GES'lerden, 235 MW'lik kısmı ise RES'lerden oluşuyor. Galata Wind'i yalnızca mevcut kurulu gücünü ele alarak değerlendirdiğimizde, rakip şirketlere kıyasla geride kaldığı sonucuna varabiliriz. Ancak detaylı incelediğimizde; özellikle yenilenebilir enerji sektörü için altın çağ sayılabilecek enerji dönüşümü trendinin, şirketin likit yapısı ile birleşmesi sayesinde büyüme için uygun koşulların oluştuğunu söyleyebiliriz.

Mevcut santrallerdeki kapasite artışlarına ek olarak depolamalı elektrik santralleri yatırım planları ile yurtiçi operasyonlarında şahlanış dönemine giren Galata Wind, son açıkladığı Kap haberinde Hollanda merkezli bir şirket kurduğu ve Avrupa'da yatırım yapmayı planladığını belirterek küresel oyuncu olma yolunda önemli bir adım attı. 2022'de 269 MW olan kurulu gücün; kapasite artışları, yeni santral, Avrupa'da yatırım ve depolamalı elektrik santralleri ile 2030 yılına gelindiğinde 1027 MW'a yükselmesi bekleniyor.

2Ç23 itibariyle 0.0x olan Net Borç /FAVÖK oranı ve 31 m TL'lik net nakit pozisyonu ile şirket bilançosu büyümeye oldukça elverişli. Ayrıca, GWIND'in ağırlıklı olarak nispeten öngörülebilir üretime sahip rüzgar santrallerinden oluşan 100% yenilenebilir enerji portföyü sayesinde finansmana erişim engeli riski son derece düşük.

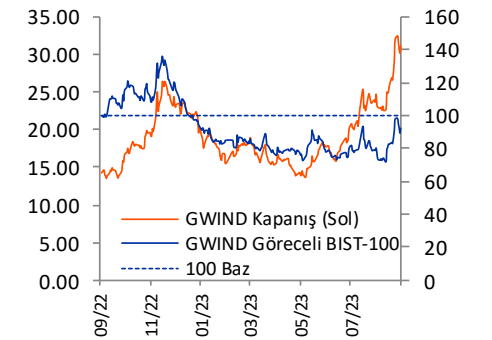
Galata Wind'in bir diğer önemli hedefi ise karbon kredisi satışı bazlı operasyonlarını güçlendirmek. Bu dönemde satışların toplam cirodaki payı % 5.3 ile sınırlı. Zira, karbon kredisi fiyatlarında Rusya Ukrayna savaşı sonrası özellikle Avrupa'da dramatik yükseliş yaşanmasına rağmen ülkemizde karbon ticareti piyasasının gönüllü olması sebebiyle fiyatlar dünyaya kıyasla düşük seyrediyor. Ancak, Avrupa Birliği'nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması'nı uygulamaya koymasından sonra ihracatta karbon sertifikalarının zorunlu hale gelecek olmasına ek olarak, Türkiye'de konu ile ilgili yapılması planlanan düzenlemeler ile orta ve uzun vadede şirketin bu faaliyet kolundaki operasyonlarının güçlü bir yukarı yönlü potansiyel oluşturduğunu

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	31.14	1.16
12 Aylık Hedef Fiyat	45.60	1.52
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-	-
Piyasa Değeri (mn)	16,816	626
Halka Açık PD (mn)	5,035	187
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		9.9
Hisse sayısı (Adet mn)		540
Takas Saklama Oranı (%)		30
Yabancı Oranı (%)		10

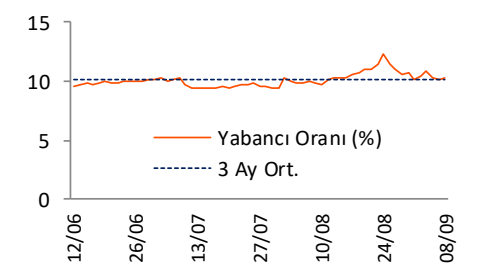
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	26.1	43.2	119.1
ABD \$	26.9	-0.2	48.9
BIST-100 Relatif	15.1	-5.3	-9.5

Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	16.1	14.3	8.6
PD/DD	8.9	6.1	4.0
FD/FAVÖK	16.7	12.3	7.2

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 10.29



İşik Zeynep Cebe

zcebe@isyatirim.com.tr

+90 212 350 24 50

Galata Wind Enerji

2022’de dünya genelinde yaşanan emtia ve enerji fiyatlarında oluşan kriz sonrası çözüm amaçlı çeşitli politikalar uygulandı. Destekleme mekanizması temelinde gelişen ve elektrik fiyatlarında bir çeşit tavan fiyat uygulamasına benzeyen azami uzlaştırma fiyatları (AUF) Türkiye’de bu kapsamda uygulanan politika örneği. Uygulama daha önce Ekim 2023’e dek uzatılmıştı. Uygulamanın tekrarı yönünde teknik olarak herhangi bir engel bulunmamakla birlikte; piyasa takas fiyatlarının AUF fiyatlarının altında seyretmesi durumunda müdahale gereksinimi ortadan kalkabilir.

Toplam 821 milyon dolar (24,618 mn TL) hedef değerimizin 442 mn doları mevcut üretim portföyü ve açıklanmış organik büyümeden kaynaklanıyor. 136 mn dolarlık kısım ön lisansı alınmış, 2026 yılında başlayıp 2029 yıl sonunda tamamlanması beklenen depolamalı yenilenebilir enerji yatırımlarından ve son olarak 147 mn doları da Avrupa’ da 2025 yılında başlayıp 2026 yıl sonunda ful kapasite tamamlanması beklenen 300 MW’ lık yatırımdan geliyor. Elektrik fiyatlarının beklentilerimizin altında seyretmesi, AUF benzeri yeni uygulamalar, yatırım maliyetlerinin tahminlerden yüksek olması ve planlanan yatırımların gerçekleştirilmemesi değerlememizdeki aşağı yönlü risk faktörlerini oluştururken; elektrik ve karbon sertifikası fiyatlarında yukarı yönlü trend, yatırım planlarının tahminimizden erken tamamlanması ve eklenebilecek olası yeni projeler değerimizi pozitif yönde etkileyebilecek riskleri oluşturuyor.

YATIRIMCI ÖZETİ

%100 YENİLENEBİLİR ENERJİDEN KAYNAKLARINDAN OLUŞAN ÜRETİM PORTFÖYÜ

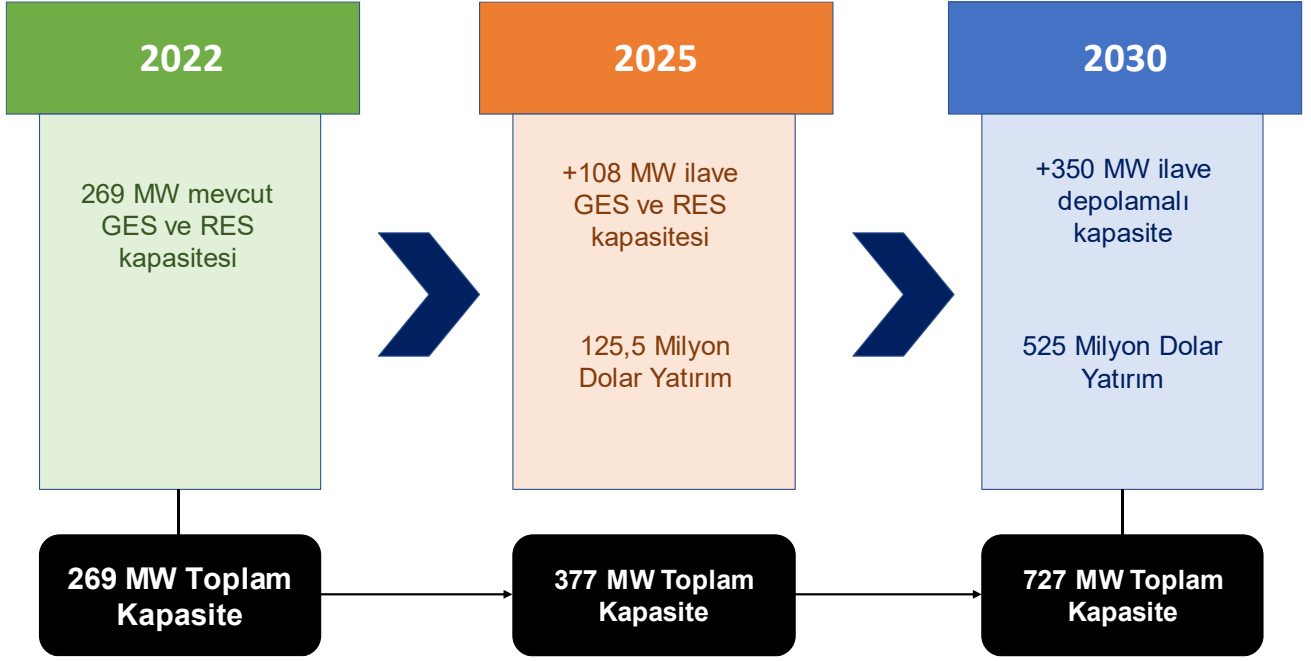
Şirketin operasyonel gelirleri 234,9 MW’lık üç adet rüzgar , 34,1 MW’lık güneş olmak üzere tamamen yenilenebilir enerji kaynaklarına dayanıyor. Toplamda 269 MW olan kurulu gücü yoğun olarak öngörülebilirliği ve verimliliği nispeten yüksek olan rüzgar santralleri oluşturuyor.

İDDİALI ORTA VE UZUN VADE HEDEFLERİ

Şirketin yatırım hedefleri doğrultusunda 2025 yılı tamamlandığında kurulu gücünün yurtiçinde 377 MW’a, 2029 yıl sonuna gelindiğinde ise 350 MW’lık ön lisansı alınan depolamalı elektrik santralleri sayesinde 727 MW’a ulaşacağını öngörüyoruz. Enerji güvenliği ve enerji dönüşümü trendiyle yenilenebilir enerji yatırımlarının hızla arttığı bir dönem içindeyiz. Bu kapsamda, şirketin likit pozisyonu ve sürdürülebilirliğe katkısı sayesinde finansman engeli ile karşılaşmaması geleceğe yönelik büyüme planlarının gerçekleşebileceği yönünde güçlü bir işaret veriyor. Bu durum da orta ve uzun vadede yukarı yönlü riskleri destekliyor.

Galata Wind Enerji

Şema 1: Galata Wind Yurtiçi Büyüme Planları

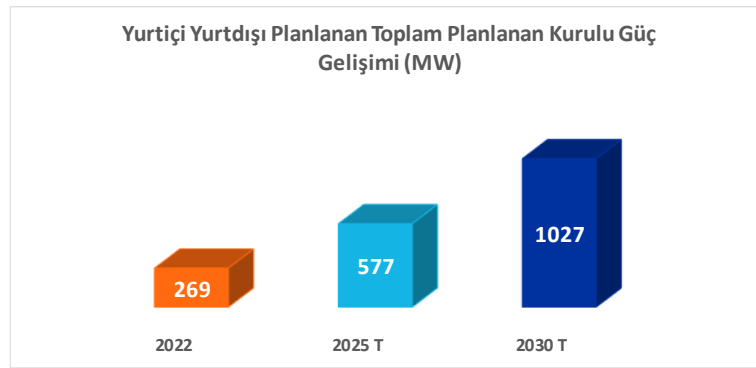


Kaynak : Şirket, İş Yatırım

AVRUPA YATIRIMI İLE KÜRESEL OYUNCU OLMA YOLUNDA İLK ADIM ATILDI

Şirket halka arzda belirttiği üzere, yurtdışı operasyonlarına başlayabilmek adına düğmeye bastı. Şirket Avrupa’da yapılacak olan yatırımı 20 Temmuz 2023’te duyurdu. 300 MW’lık güneş enerjisi santralleri için iki farklı proje geliştirme firması ile anlaşma yapıldı.

Şema 2 : Yurtiçi ve Yurtdışı Planlanan Kurulu Güç Gelişimi



Kaynak : Şirket , İş Yatırım

Santralin Avrupa yatırımlarının 2025 yılı stratejisine uygun olarak yaklaşık iki yıl içinde gerçekleştirilmesi hedefleniyor. Değerlememizde yatırımın, 200 MW kurulu güç ile 2025’te başlayacağını ve 2026 yıl sonunda toplam kurulu gücün 300 MW’a ulaşacağı yönünde tahmininde bulunuyoruz. MW başına 650 bin Euro yatırım harcamasını baz alarak yaptığımız hesaplamalara göre yapılacak olan yatırımın net bugünkü değer katkısını yaklaşık 147 milyon dolar olarak hesaplıyoruz. Değerlemede kullandığımız ana varsayımlar %20 borç oranı, %3 borçlanma maliyeti ve neticede %5 ağırlıklı sermaye maliyeti.

Galata Wind Enerji

KARBON SERTİFİKASI SATIŞLARI ORTA VE UZUN VADEDE YUKARI YÖNLÜ RİSKLERİ KÖRÜKLEYEBİLİR

Karbon sertifikası fiyatlarında yurtdışında oluşan yükselişin, Avrupa’da uygulamaya koyulacak Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması sonrası korunacağını ve bu uygulamaya entegre olmak adına Türkiye’de de emisyon ticaret sisteminin kurulabileceğini düşünüyoruz. Kısaca ihracatçılara karbon sertifikası denetimi getiren SKDM uygulaması sonrası, talebin yükselişinin yanı sıra Türkiye’de kurulma ihtimali olan emisyon ticaret sistemi ile birlikte karbon sertifikası fiyatlarında dramatik bir yükselişin gerçekleşebileceği kanaatindeyiz.

Değerlememizde muhafazakar kalmak adına karbon sertifikası fiyatlarının 2023-2025 yılları arası 5 dolar olarak kalacağı ve sonrasında 8 dolara yükseleceği yönünde varsayımda bulduk. Çünkü halihazırda Türkiye’de henüz Gönüllü Karbon Piyasaları kapsamında satışlar yapılıyor ve bu konuda bir regülasyon bulunmuyor. Ancak, geleceğe yönelik fiyat yükseliş ihtimallerini ele alarak 3 senaryo çalışması gerçekleştirdik. Tüm senaryolarda 2023-2025 yıllarında ki fiyatı 5 dolarda sabit tutarken, 2026 sonrasında senaryo 1’de 25 dolar , senaryo 2’de 50 dolar ve senaryo 3’te 80 dolara yükselttik. Bu durumda, senaryo 1 de değer baz senaryonun %11, senaryo 2 de %28 senaryo 3 ’de %48 üzerine çıkıyor. Özetle, karbon sertifikası fiyatlarında oluşabilecek yükseliş trendinin şirket değerine önemli ölçüde pozitif katkısı olabileceğini düşünüyoruz.

GENÇ VE MODERN SANTRAL YAPISINA EK OLARAK BAKIM VE ONARIMDA CÖMERTLİK

Galata Wind’in santral portföyü oldukça genç ve modern. Bu durum santrallerin verimliliğini yükselterek, güçlü üretim verileri ile sonuçlanıyor. Şirket verimliliğe oldukça önem veriyor. Bu sebeple santrallerine düzenli olarak kapsamlı bakım yaptırıyor. Verimliliğin yükselmesi yanında, santral ömürlerini uzatması sebebiyle mevcut yaklaşımı beğeniyoruz.

TEMETTÜ POLİTİKASI

Galata Wind temettü ödeme politikası olan bir şirket. 2021 yılı için %88 ödeme oranı ve %3.92 verimlilik ile temettü dağıtımını gerçekleştirdi. 2022 yılında ise temettü %26 ödeme oranı ile %3.49’luk verim ile ödendi. 2023 yılı için ödeme oranının %30 olabileceği varsayımında bulduk ve bu da hisse başına 0.50 TL ödeme ile %2’lik verime denk geliyor.

AUF MEKANİZMASI EKİM SONRASI DA DEVAM EDEBİLİR

Elektrik fiyatlarında sert yükselişlerin önüne geçmek amacıyla uygulanan azami uzlaştırma fiyatı mekanizması şirketin operasyonel karını geçmişte olumsuz etkilemişti. Kısa vadeli değerlendirildiğinde; PTF fiyatlarının AUF fiyatlarının altında olduğunu görebiliyoruz. Bu bağlamda, AUF mekanizmasının PTF fiyatlarının yükselmesi sebebiyle oluşturulduğunu baz alırsak uygulamanın ekim Ekim 2023’te son bulunacağı düşünülebilir. Ancak, uygulamada baz alınan kanun incelendiğinde, teknik olarak ekim Ekim 2023 sonrasında da mekanizmasının devam etmesi önünde engel bulunmamakta. PTF fiyatlarının AUF’un üzerine çıkması durumunda AUF uygulamasının devamı söz konusu olabilir. Bu durum, kısa vadede elektrik fiyatları üzerinde baskı yaratabilir.

DAĞITIM VE SİSTEM KULLANIM BEDELİ MALİYETİ YÜKSEK KALABİLİR

Enflasyonist ortam ve Lira ’da ki değer kaybı ile körüklenen maliyetler FAVÖK üzerinde kısa vadede baskı yaratıyor. Dağıtım ve kullanım bedeli maliyetinin 2022 yılında ciroya oranı %3 ’iken 2023 yılı ilk yarısında %9’a yükseldi. Makro tahminlerimizi ele alarak, FAVÖK’te kısıtlı da olsa baskı yaratan bu kalemin 2024 yılında da benzer seviyede kalacağını düşünüyoruz.

Galata Wind Enerji

ELEKTRİK FİYATLARI DÜŞEBİLİR

İleri vadede yurtiçi ve yurtdışında kurulu güç oranlarında artışla birlikte elektrik arzında yükselişe paralel olarak elektrik fiyatlarında oluşabilecek aşağı yönlü trend değerlememiz için olumsuz risk faktörü. Nitekim Türkiye ve Avrupa elektrik fiyat varsayımlarımızda % 5 aşağı veya yukarı oynama hedef değerimizi yaklaşık % 8 yukarı ve aşağı çekiyor.

ŞİRKET ÖZETİ

Galata Wind, Doğan Holding İştiraki

1959 yılında otomotiv bayii olarak faaliyete başlayan grup Doğan Holding çatısı altında 1980 yılında operasyonlarına devam etti. Bugüne gelindiğine şirketin %50'si Adilbey Holding'e ait iken %36'lık kısmı halka açık. 2022 yıl sonu itibari ile 45.9 milyar TL gelir ve 4.1 milyar TL FAVÖK'e ulaşan holdingin 26 Mayıs 2023 itibariyle net aktif değeri 2.1 milyar USD¹. Holdingin grup şirketleri; elektrik üretimi, sanayi ve ticaret, otomotiv, finans ve yatırım, internet ve eğlence, gayrimenkul alanlarında varlıklarını sürdürüyor.

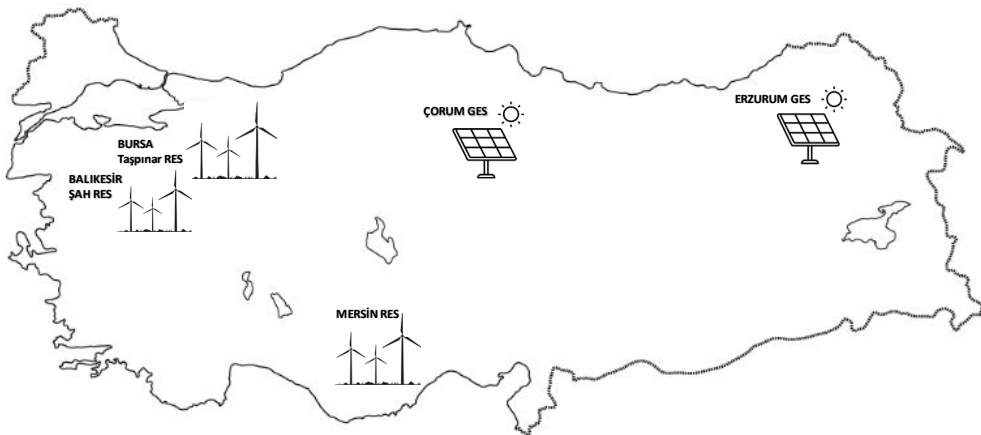
Holding çeşitli sektörlerde büyümesini son yıllardaki satın alma ve birleşmeleriyle de devam ettiriyor. Özellikle son yıllarda Sesa Ambalajın %70'i, Karel Elektrik'in %40'ı satın alındı Galata Wind ise 2012 yılında bünyeye katıldı ve 2021 yılında halka arzı gerçekleştirdi. Doğan Holding, büyüme potansiyeli fazla, yüksek ihracat geliri olan şirketleri satın almaya özen gösteriyor.

OPERASYONLAR

Galata Wind'in operasyonel gelirleri üç adet rüzgar ve iki adet güneş enerjisi santrali ile %100 oranında yenilenebilir enerji üretimine dayanıyor. Şirket halihazırda Bursa, Balıkesir ve Mersin' de toplam 235 MW'lık rüzgar, Çorum ve Erzurum'da ise 34 MW'lık güneş kurulu gücüne sahip. GWIND'in 269 MW'lık kurulu gücünün %87.3'ü diğer sürdürülebilir enerji kaynaklarına kıyasla öngörülebilirliği ve verimliliği yüksek rüzgar enerjisi santrallerinden oluşuyor.

Galata Wind elektrik üretiminin yanı sıra karbon kredisi satışı da gerçekleştiriyor. Ancak mevcut ortam ve Gönüllü Karbon Piyasaları ele alındığında; fiyatların Türkiye'de Avrupa'ya kıyasla düşük olması sebebiyle, 2022 yılında karbon kredisi satış gelirinin FAVÖK'e etkisi %3 seviyesindeydi. 2023 yılında ise bu etkinin %3 ile sabit kalacağını öngörüyoruz.

Şema 3: Mevcut Santraller



Kaynak : İş Yatırım Tarafından Oluşturulmuştur

Galata Wind Enerji

BURSA TAŞPINAR RES

Bursa'da bulunan Taşpınar rüzgar enerjisi santralının toplam kurulu gücü 14 Nordex N149 türbin ile 67.2 MW. Kapasite kullanım oranı %36.1 olan santralde yıllık ortalama 190 bin MWh elektrik üretimi gerçekleştiriliyor. Taşpınar RES'te 2030 yılına kadar YEKDEM (73 USD/MWh) , 2025 yılına kadar ise 21 USD/MWh ile ek yerli katkı payı teşvikinden faydalanılıyor. Ayrıca yıllık ortalama 100.000 tCO₂ karbon salımı azalımı sağlıyor.

Şirket, yüksek emre amadelik oranı için maksimum operasyonel verimlilik politikası ışığında, mevcut santrallerde üretimin artırılması amacıyla bir dizi yatırım planlıyor. Bu bağlamda Taşpınar RES'te yapılan 42,7 MW'lık hibrit GES başvurusu onaylandı. Hibrit GES'in birinci etap çalışmaları tamamlandı ve 2023 yılında kısmen devreye girmesi öngörülüyor. Buna ek olarak planlanan 13 MW'lık iki ek türbininin 2023 sonunda tamamen devreye girmesi bekleniyor.

BALIKESİR ŞAH RES

Toplam kurulu gücü 105 MW olan Şah RES'te 35 adet Vestas V90 türbin mevcut. Türkiye'nin en büyük 18. rüzgar enerjisi santrali olan Şah RES'te kapasite kullanım oranı %35.8. Yıllık ortalama 330 bin MWh elektrik üretimi gerçekleştirilen santralde, 170.000 tCO₂ karbon salımı azalımı sağlıyor. YEKDEM süresinin 2021 yılında sona ermesi sebebiyle üretilen elektrik serbest piyasada satılıyor. Güncel verilere göre Şah RES'te şu an için kapasite artışı planlanmıyor.

MERSİN RES

Türkiye'nin verimliliği en yüksek rüzgar enerjisi santrallerinden biri olan Mersin RES'in kapasite kullanım oranı % 43.2 seviyesinde ve 20 adet Vestas V90 ve V112 türbin ile toplam kurulu gücü 62,7 MW. YEKDEM teşvikinden 2020 yılına dek faydalanılan santralde, yıllık ortalama 215 bin MWh elektrik üretimi gerçekleştiriliyor. Ayrıca yıllık ortalama karbon azalımı miktarıysa 110.000 tCO₂ .Mevcut kurulu güce ek olarak 6 adet yeni türbinin 2024 yıl sonu devreye girmesi planlanıyor.

ÇORUM GES

Kurulu gücü 9.4 MW olan Çorum GES'te kapasite kullanım oranı %20 seviyesinde. Santralde yıllık ortalama 14 bin MWh elektrik üretimi gerçekleştiriliyor ve YEKDEM (133 USD/MWh) süresi 2027'de sonlanıyor. Yıllık ortalama karbon salınımı miktarıysa 7.000 tCO₂.

ERZURUM GES

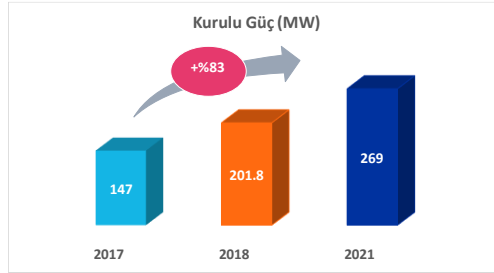
Aras Elektrik dağıtım bölgesindeki en verimli santrallerden olan Erzurum GES'in kurulu gücü ise 24.7 MW. Kapasite kullanım oranı %23 olan santralde yıllık ortalama 40 bin MWh elektrik üretimi gerçekleştiriliyor. Erzurum GES'te YEKDEM (133 USD/MWh) süresi 2028'de sonlanıyor ve yıllık ortalama 20.000 tCO₂ karbon salınımı azalımı sağlıyor.

YATIRIM TEMASI

Sağlam Adımlar ile Güçlü Büyüme

Galata Wind, son 5 yılda kurulu gücünü yüksek bir ivme ile arttırarak; gelecekte sektörde önemli bir oyuncu haline gelebileceğini kanıtladı. 2017 yılında 147 MW olan kurulu gücü; 2018 sonunda Mersin RES kapasite artırımı, Çorum GES ve Erzurum GES ile 201,8 MW'a, 2021 yılı sonunda ise Taşpınar RES ile kurulu güç 269 MW'a yükseldi.

Şema 4: Kurulu Güç Gelişimi



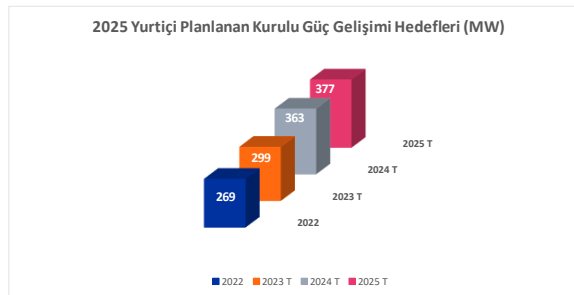
Kaynak : Şirket, İş Yatırım

İddialı ve Sürdürülebilir 2025 Hedefleri

Şirketin yakın geçmişte kurulu güç miktarında oluşan sert yükseliş ve net nakit pozisyonunda bulunması, geleceğe yönelik büyüme planlarının gerçekleştirilebileceği yönünde güçlü bir işaret veriyor. Bir diğer ifadeyle; enerji güvenliği kapsamında yenilenebilir enerji yatırımlarının hızla arttığı bu dönemde, Galata Wind'in sağlam finansal yapısı yatırım planlarının hızla uygulanabilmesinin önünü açıyor. Çünkü şirket likit pozisyonu ve sürdürülebilirliğe olan katkısı sayesinde yatırım planlarında finansman engeli ile karşılaşmıyor. Bu durum da orta ve uzun vadede yukarı yönlü riskleri destekliyor.

Galata Wind 2025 yılına kadar kurulu gücünü 550 MW'a yükseltmeyi planlıyor. Yapılması planlanan yatırımların yurtiçinde gerçekleştirilecek olan 108 MW'lık kısmının yaklaşık %87'si mevcut santrallerdeki kapasite artışı ile sağlanması planlanırken, %13'lük kısmı ise 13,64 MW'lık Alapınar RES'in yeni santral olarak eklenmesinden oluşuyor.

Şema 5: 2025 Yurtiçi Planlanan Kapasite Artışları



Kaynak : Şirket, İş Yatırım

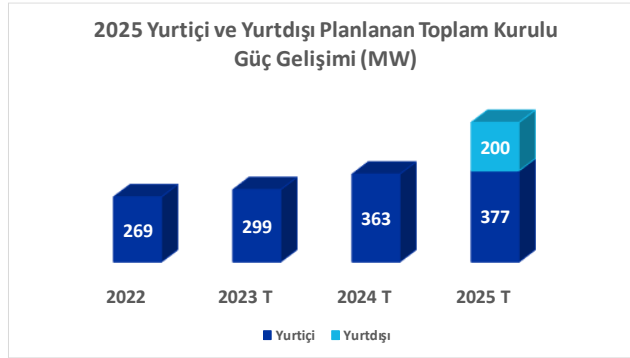
Taşpınar RES'te 2023 yılı sonunda tamamlanacak olan toplamda 30 MW kurulu güç gelişimi planlanıyor. Santralde 30 MW olarak planlanan kapasite artışının 17 MW'lık kısmı hibrit GES. Hibrit GES'in 2023 yıl sonunda devreye alınacağı öngörülüyor. Geriye kalan 13 MW'lık rüzgar kapasite artışının da 2023 yıl sonunda devreye alınması planlanıyor. Hibrit GES'in geriye kalan 25 MW'ı ise 2024 yıl sonunda devreye alınması planlanıyor. Mersin RES'te gerçekleştirilecek olan 39 MW'lık kapasite artışının ise 2024 yılının ilk yarısında tamamlanacağı tahmin ediliyor. Bahsi geçen kapasite artışları sayesinde şu anda yurtiçinde 269 MW olan kurulu gücün 2025 yılında kapasite artışları sonrası 377 MW'a yükselmesi hedefleniyor.

Galata Wind Enerji

Avrupa Yatırımıyla Küresel Oyunculuk Konumuna Yükseliş

Borçlanma maliyetleri büyüme aşamasında olan şirketler için kritik önem taşıyor. Bu noktada, Galata Wind'in büyüme hedefleri realiteler baz alınarak planlanıyor. Tam olarak bu sebeple, şirketin 2025 yılı kurulu güç gelişimi hedeflerinin temeli küresel oyuncu olmaya dayanıyor. Zira santrallerin konumlarında ülke çeşitliliği oluşması risklerin bölünmesini sağlıyor. Kısaca küresel oyuncu olarak, borçlanma maliyetlerinin azalması ve olası finansmana erişim riskinin elimine edilmesi amaçlanıyor. Avrupa'da yapılacak olan yatırım 20 Temmuz 2023'te duyuruldu. Galata Wind iki farklı proje geliştirme firması ile 300 MW'lık güneş enerjisi santrali projesi yapımı için anlaşma gerçekleştirdi. Projelerin 2025 yılı hedeflerine uygun olarak yaklaşık iki yıl içinde gerçekleştirilmesi planlanıyor. MW başına 650 bin Euro yatırım harcamasını baz alarak yaptığımız hesaplamalara göre yapılacak olan yatırımın net bugünkü değer katkısını 147 milyon dolar olarak hesaplıyoruz. Değerlemede kullandığımız ana varsayımlar %20 borç oranı, %3 borçlanma maliyeti ve neticede %5 ağırlıklı sermaye maliyeti.

Şema 6: 2025 Yurtiçi Yurtdışı Toplam Kurulu Güç Gelişimi



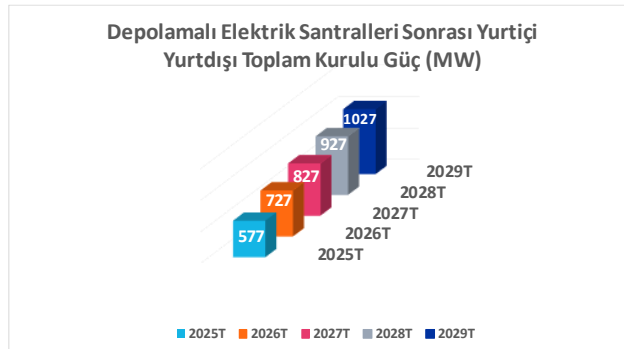
Kaynak : Şirket, İş Yatırım

Avrupa'da ve yurtiçinde yapılacak olan yatırımlar ile birlikte 269 MW olan kurulu gücün 2025 yılı sonunda toplamda 577 MW'a ulaşacağını öngörüyor ve şirketin olumlu görünümünün orta ve uzun vadede körükleneyeceğini düşünüyoruz.

Depolamalı Elektrik Üretim Santralleri ile Büyüme

Planlı ve istikrarlı elektrik üretimi santral performansı değerlendirmesinde önemli bir göstere niteliği taşıyor. Zira üretimde elde edilen istikrar, serbest piyasa satışlarında operasyonel karlılık potansiyelini destekleyen temel unsur olarak öne çıkıyor. Bir diğer ifadeyle; santrallerde daha istikrarlı elektrik üretimi, öngörülebilirliği artırıyor ve elektrik üretimi kesinti sıklığının azalmasını sağlıyor. Ayrıca kesinti sıklığının azalmasının, santrallerin üretim ömrünün yükselmesine olumlu katkı sağladığı da düşünülüyor. Bu noktada, depolamalı elektrik üretim santralleri yatırımlarının verimliliğin yükselmesi adına önemli bir adım olduğunu düşünüyoruz.

Şema 7: Uzun Vadeli Kurulu Güç Gelişimi Planları



Kaynak : Şirket, İş Yatırım

Galata Wind Enerji

Karbon salınımı azaltmayı hedefleyen politikaların yanı sıra; Rusya Ukrayna savaşı sonrası enerjide arz güvenliği konusunun önemi hızla arttı. Bu noktada yenilebilir enerji sektöründe kesintisiz elektrik üretiminin sağlanması adına çalışmalar başlatıldı. Yenilenebilir enerjide üretimde verimliliğin artması adına depolamalı elektrik santrali yatırımlarının teşvik edilmesi; IEA 2023² analizinde de belirtildiği üzere dünya genelinde trend haline geldi. Türkiye’de bu trende katılan ülkeler arasında yer aldı.

Elektrik depolamanın önem kazanması sebebiyle Kasım 2022’de başlatılan depolamalı elektrik üretim tesisi kurulum lisanslarına Galata Wind’de başvurdu. Bugün itibarıyla; yapılan başvuruların altısı 50 MW kurulu güç ile RES, biri ise 50 MW’lık GES olmak üzere 350 MW’lık kısmının ön lisansı alındı ve şirket depolamalı elektrik üretim tesisleriyle uzun vadede yurtiçi kurulu gücünü 727 MW’a yükselteceğini açıkladı.

Yakın Geleceğin Heyecanlı Konusu : Karbon Sertifikası Satışları

Fosil yakıt tüketimi, yanlış arazi kullanımı ve tarımsal faaliyetler benzeri aksiyonlar sonucu dünyada doğal olarak bulunan ve ısı tutma özelliğiyle küresel ısınmayı tetikleyen sera gazlarını azaltmaya yönelik politikalar mevcut. Sera gazı azaltımında karbon ticaretinin ise uygulanan diğer araçlara kıyasla en etkili yöntemlerden biri olduğu düşünülüyor. Zira, karbon ticareti kısaca emisyon salınımı fazla olan şirketlerin limiti aşmaları durumunda cezalandırılma mekanizmasına dayanıyor. Emisyon oranı yüksek olan şirketin bu oranı azaltmaya yönelik yatırım yapması veya piyasadan belirlenen limitin üzerinde kalan kısmı kadar sertifika alması gerekiyor. Piyasaya sertifikayı ise faaliyetleriyle emisyon azalımı yapan şirketler arz ediyor ve bu sayede gelir ediliyor. Özetle, bu mekanizma sayesinde yenilebilir enerji kaynaklarına yönelim artarken, şirketler karbon sertifikası maliyetlerini azaltmak amacıyla girişimlerini hızlandırmak durumunda kalıyor.

Konu ile ilgili çalışmalar ilk olarak 1994 Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi’nin imzalanmasıyla başladı. Sonrasında gelişen Kyoto protokolü, 2015 Paris Anlaşması ve bir diğer önemli aşama olarak 2019 yılında Avrupa Yeşil Mutabakatı’nın açıklanmasıyla karbon ticareti çevreye verilen önemin yanı sıra finansal açıdan da kritik değer kazanmaya başladı.

Şema 8: 2025 Yurtiçi Yurtdışı Toplam Kurulu Güç Gelişimi

Karbon Piyasaları				
Zorunlu Karbon Piyasaları			Gönüllü Karbon Piyasaları	
Proje Temelli		Piyasa Temelli	Proje Temelli	Piyasa Temelli
Temiz Kalkınma Mekanizması	Ortak Yürütme	Emisyon Ticaret Sistemi	Gönüllü Karbon Kredisi	Chicago İklim Borsası

Kaynak : İş Yatırım Tarafından Oluşturulmuştur

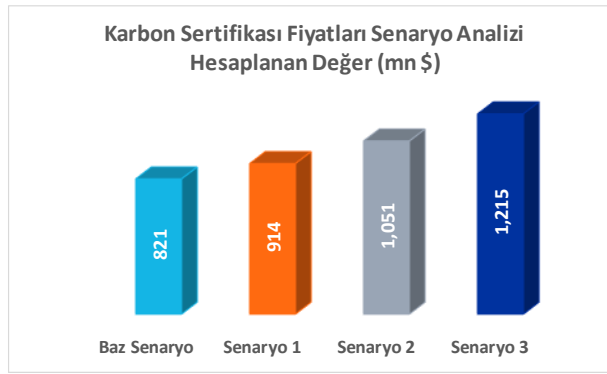
Yapılan anlaşmalar ve açıklanan sözleşmeler ile ülkelere getirilen sera gazı miktarları sınırlamaları sayesinde kamu, özel sektör, sivil toplum kuruluşları ve diğer tüzel kişiliklerin katılım sağladığı proje ve piyasa temelli mekanizmalar gelişti. Piyasa temelli mekanizmalar ele alındığında Kyoto Protokolü’ne taraf olan ve belirlenen emisyon sınırlarının üzerinde salınım gerçekleştiren ülkelerde zorunlu karbon piyasaları oluştu. Öte yandan emisyon oranı belirlenen eşikten düşük olan ülkelere ise ulusal yükümlülüklerden bağımsız, tezgah üstü gönüllü piyasalarda karbon kredisi satışları yapılmaya başlandı. Türkiye’de gerçekleştirilen projeler ise gönüllü karbon piyasasında işlem görüyor.

Galata Wind Enerji

Avrupa’da emisyonu azaltmak amacıyla uygulanan politikalar sayesinde ton başına karbon kredileri fiyatları 2021 yılında yükseliş trendine girdi. 2023 yılını incelediğimizde; ton başına fiyatların yaklaşık olarak ortalama 85 Euro seviyesinde olduğunu görüyoruz. Gönüllü karbon piyasalarında ise fiyatların ortalama 5-7 dolar bandında olduğu bilgisine ulaştık.

Karbon kredisi satış gelirlerini güçlendirmek Galata Wind’in büyüme hedefleri arasında. Şirket son açıklanan verilere göre 2Ç22’de 50 bin ton olan karbon sertifikası satışlarını 230 bin tona çıkardı. Karbon satışlarından sağlanan gelirin hasıllatta payı 6A22’de yaklaşık %3.8’ken, 6A23’te %5.3’e yükseldi. Gelirlerin yükselişinde ivme sağlansa da, satışların gönüllü karbon piyasalarında gerçekleştirilmesinden kaynaklı fiyatların düşük olması sebebiyle karbon kredisi satışlarının kısa vadede hasıllattaki payının benzer seviyede kalacağı düşüncesindeyiz. Yaptığımız senaryo analizimizi baz aldığımızda; orta ve uzun vadede oluşabilecek yeni dinamiklerin, fiyatların yükselişi ile yukarı yönlü risklerin tetiklenebileceği görüşündeyiz.

Şema 9: Karbon Sertifikası Fiyatları Senaryo Analizi



Kaynak : İş Yatırım

Değerlememizde karbon sertifikası fiyatlarında muhafazakar kalmak adına 2025 yılına dek 5 dolar, sonrasında 8 dolar seviyesinde sabit tuttuğumuz baz senaryoyu kullandık. Senaryo analizlerimizde ise diğer tüm değişkenleri sabit tutarak karbon fiyatlarında yükseliş ile birlikte şirket değerinde oluşan değişikliği inceledik. Tüm senaryolarda 2023-2025 yıllarını 5 dolarda sabit tutuyor; 2026 sonrasında senaryo 1’de 25 dolar , senaryo 2’de 50 dolar ve senaryo 3’te 80 dolara yükseltiyoruz. Bu durumda baz senaryoda 821 milyon dolar toplam değer; sırasıyla senaryo 1’de 914 milyon dolara, senaryo 2’de 1,051 milyon dolara ve senaryo 3’te ise 1,215 milyon dolara ulaştığını gördük. Özetle; karbon fiyatlarında oluşabilecek yükselişin, yukarı yönlü riskleri önemli ölçüde etkilediği sonucuna vardık.

Türkiye bahsettiğimiz üzere Avrupa Birliği Emisyon Ticaret Sistem’i benzeri bir yapılanmaya sahip değil ve geliştirilen projeler gönüllü karbon piyasalarında işlem görüyor. Bu durum da karbon sertifikası fiyatlarının düşük olmasının temel sebebi. Senaryo analizimizi geliştirmemizin temeli de yakın gelecekte oluşabilecek değişikliklere dayanıyor.

Rusya- Ukrayna Savaşı sonrası Avrupa’da yaşanan enerji krizi sebebiyle, karbon sertifikalarına olan talep yükseldi ve bu durum fiyatlara hızlıca yansdı. Fiyatlardaki yükseliş trendi ise Avrupa Birliği’nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizmasını uygulamaya koyması sonrası korunmaya devam edebileceğini düşünüyoruz. Zira sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması kapsamında 1 ekim 2023- 31 Aralık 2025 arası olan geçiş döneminde öncelikle demir-çelik, çimento, alüminyum, gübre, elektrik ve hidrojen ürünleri dahil olmak üzere AB’ye ithal edilen ürünlerin üretimi aşamasında salınan karbon emisyonları ve üretim sürecinde kullanılan elektriğin üretim bazıyla oluşan emisyonların raporlamasının gerçekleştirilmesi planlanıyor. 1 Ocak 2026 tarihinden itibaren ise emisyon salınımı miktarı dikkate alınarak AB’de yetkilendirilmiş ithalatçılar tarafından AB Emisyon Ticaret Sistemi (ETS)’nde ki haftalık karbon fiyatları dikkate alınarak karbon ücreti ödenmeye başlanması hedefleniyor.³

³European Commission Carbon Border Adjustment Mechanism

Galata Wind Enerji

SKDM tüzüğü'nün 1 Ekim 2023 tarihinde raporlama yükümlülüğü ile sınırlı olarak uygulamaya girmesi planlaması sebebiyle 1 Ekim 2023-31 Aralık 2025 tarihleri arasında; mali yükümlülük doğmaması ve bir geçiş dönemi söz konusu olduğu düşünülüyor. Bu kapsamda senaryo analizlerimizde 2023 ve 2025 yılları arası karbon sertifikası fiyatlarını 5 dolar seviyesinde sabit tutuyoruz.

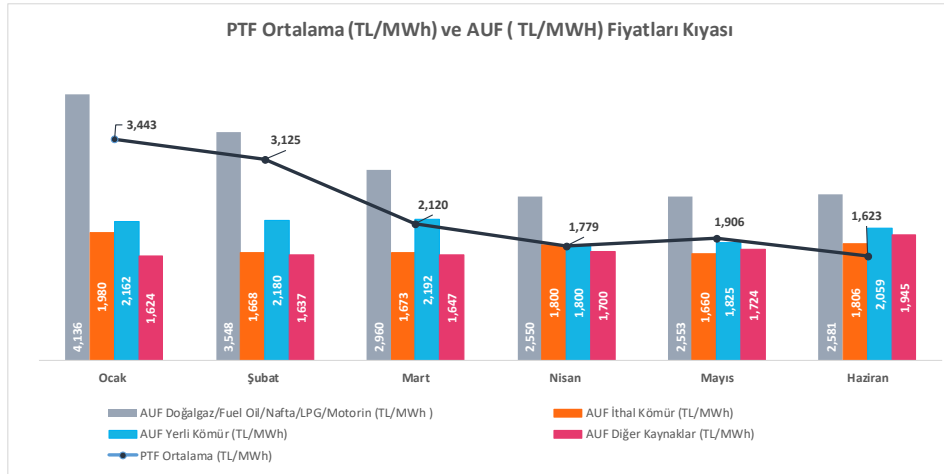
Sınırdaki karbon denetleme mekanizması planının yansımaları sonucu Türkiye'de de konu ile ilgili çalışmalar gerçekleştirildi. Örneğin, Paris Anlaşması kapsamında 2030 yılı emisyon azalımı oranı hedefi olan %21, %41'e yükseltildi. Yeşil kalkınma hedefi ile maliyetlerin azaltılması ve enerji dönüşümü finansmanının kolaylaştırılması kapsamında ise Orta Vadeli 2023-2025 programında SKDM'ye uyum sağlanması amacıyla ulusal Emisyon Ticaret Sistemi kurulması planlandığı açıklandı. 2023 yılı mart ayında İklim Değişikliği Bakanlığı tarafından yayınlanan raporda, sistemin nasıl kurulacağına dair detaylar paylaşıldı. Piyasa Uygulama Ortaklığı başlığı ile incelenen programa göre Türkiye'de Emisyon Ticaret Sisteminin kurulması için 2023-2028 yılları arası beş senelik bir periyot öngörülüyor.⁴

Özetle, Türkiye'de ETS sisteminin kurulması ile zorunlu karbon sertifikası piyasalarına geçişin planlanması ve SKDM tüzüğü sonrası karbon sertifikalarının ihracatta gerekli hale gelmesi sayesinde, fiyatların yükselişine; karbon sertifikası satışları önemli bir gelir kalemi olabilir. Senaryo analizlerimizde de görüldüğü üzere; karbon sertifikası satış fiyatlarında olası yükseliş trendi şirketin uzun vadeli görünümünü destekleyen önemli bir unsur. Bir başka deyişle; karbon kredisi fiyatlarında oluşabilecek yukarı yönlü trendler, Galata Wind'in uzun vadeli olumlu görünümünü güçlendiriyor.

Operasyonel karlılığı baskılayan AUF Mekanizması Ekim ayından sonrada devam edebilir

2022 yılında tüm dünyada emtia ve enerji fiyatlarında kriz ortaya çıktı ve devletler oluşan krize çeşitli müdahalelerde bulundu. Enerji üretiminde maliyetlerde oluşan yükseliş, işletme maliyeti yüksek elektrik üretim santrallerinde üretimin durdurulmasına yol açtı. Bunun sonucunda da elektrik kesintileri yoğunlaştı. Azami Uzlaştırma Fiyatı mekanizması (AUF) ise bu konuda Türkiye'de gerçekleştirilen müdahale örneği olarak tanımlanabilir.

Şema 10: PTF ve AUF Kıyas



Kaynak: EPIAŞ

Elektrik üretim santralleri maliyetlerini baz alarak, bir sonraki gün için kullanılabilir kapasite ve fiyat teklifinde bulunuyor. Talep edilen miktar ve bir gün önceden alınan teklifler düşük fiyattan yüksek fiyata göre eşleştiriliyor ve teklifler kabul ediliyor. Kabul edilen en yüksek fiyat ise o saat için piyasa takas fiyatını belirlemekte kullanılıyor. Saatlik olarak oluşan piyasa takas fiyatlarının aylık ortalaması alınıyor ve oluşan rakam serbest piyasa (spot elektrik fiyatı) elektrik fiyatı olarak adlandırılıyor.

⁴ T.C. İklim Değişikliği Bşk. ETS'ne Yönelik Çalışmalar Sunumu,2023

Galata Wind Enerji

2022 yılında; yükselen maliyetler sebebiyle çalıştırılmayan kurulu gücün devreye alınması, elektrik fiyatlarında oluşan dramatik yükselişin yavaşlatılabilmesi ve tüketicilerin korunması kapsamında destekleme bedeli modeli uygulanmaya başlandı. Destekleme bedeli modelinin temel prensibi basitçe ; doğalgaz ve ithal kömür gibi işletme maliyeti yüksek olan santrallere, işletme maliyetleri düşük olan rüzgar hidroelektrik gibi santrallerden finansal destek akışı olarak ifade edilebilir.

Destekleme bedeli mekanizmasında hangi şirketin destek alacağı veya destek vereceği kısmında ise EPDK tarafından kaynak türüne göre belirlenen azami uzlaştırma fiyatı baz alınıyor. Örneğin rüzgar, güneş hidro elektrik gibi işletme maliyeti düşük santraller için o ay belirlenen AUF, ay içinde oluşmuş PTF'den düşükse azami fiyat kapsamında ödeme yapılıyor. Yine aynı şekilde, işletme maliyeti yüksek doğalgaz bazlı santrali ele aldığımızda, bu kaynak için belirlenen AUF, oluşmuş PTF'den yüksekse destekleme bedelinden pay alıyor.

AUF mekanizmasını spot elektrik piyasasında oluşturulan fiyat üst limitine benzetebiliriz. Bu durum da elektrik fiyatlarını düşürerek, Galata Wind'in operasyonel karını olumsuz etkiliyor. 2023 Ocak ve Temmuz arası elektrik fiyat ortalaması 113 \$ / MWh olarak gerçekleşti. Değerlememizde ise spot elektrik fiyatını, muhafazakar bir yaklaşımla AUF mekanizmasının devam etme ihtimalini ele alarak 82 \$/MWh olarak belirledik.

2023 Ocak ve Haziran arası AUF ve PTF fiyatlarını incelediğimiz grafiğe göre; PTF fiyatlarının mart ayı sonrası AUF fiyatlarına yaklaştığını gözlemledik. Bu noktada AUF mekanizmasının ortadan kalmasıyla spot elektrik fiyatları üzerindeki baskının kalkacağı beklentisi oluşabilir. Fiyatlar üzerinde oluşan baskının kalkması ise yukarı yönlü riskleri körüklüyor. Ancak, AUF yasal olarak ; Nükleer Düzenleme Kanunu'nun 27. Maddesinde, 6. B. 11. bendi ile 14 Mart 2013 tarihli, 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanununun; 17.'nci "Tarifeler ve tüketicilerin desteklenmesi" maddesine eklenen , 11. Fıkraya dayanıyor. Eklenen kısmı inceleyerek;

'Her seferinde altı ayı geçmemek üzere, EPDK tarafından kaynak bazında tüketiciyi ve/veya maliyeti yüksek üretimi destekleme bedeli belirlenebilir. Bu bedel, üretim maliyeti düşük üreticiden karşılanarak arz güvenliğinin, maliyeti yüksek üretimin ve/veya tüketicilerin desteklenmesi amacıyla kullanılır.'

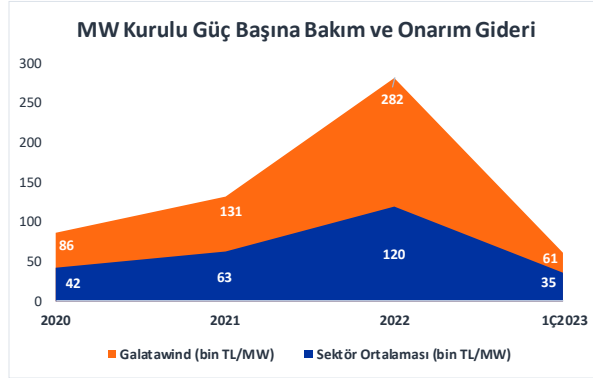
Destekleme bedeli mekanizması bu fıkra ile oluşturuldu. Sonrasında gelen kaynak bazında destekleme ekiyle destekleme bedeli AUF ile formülize edildi. 11. Fıkra'da ise üretim maliyetlerinin yüksek olması durumunda üreticinin ve elektrik fiyatlarının yükselişinden olumsuz etkilenen tüketicinin korunması kapsamında mekanizmanın teknik olarak her altı ayda bir tekrar uygulanabileceğine dair ibare son derece açık. Yükselen kur fiyatları ve enflasyondaki ivme sebebiyle yılın son çeyreğinde de maliyetlerdeki yükseliş devam edebilir. Bu bağlamda; AUF mekanizmasının Ekim ayından sonra da devam edebilme olasılığını ele alıyor ve spot elektrik fiyat varsayımımızda muhafazakar bir yaklaşım belirliyoruz.

Galata Wind Enerji

Bakım ve onarım giderlerine verilen önem santrallerin ömrüne olumlu yansıyor

Rüzgar ve güneşe dayalı enerji santrallerinde bakım ve onarım; verimliliği yükseltirken, santrallerin kullanım ömrünü uzatan önemli bir değişken. Özellikle rüzgara dayalı santrallerde düzenli ve kapsamlı bakım; yüksek rakımda bulunan rüzgar türbinlerinin mekanik ve elektriksel bileşenlerini aşınma, çürüme ve hatalı çalışma gibi olumsuz etkenlere karşı koruyor. Bu sayede kapsamlı bakımlar, uzun vadede verimliliğin korunmasını sağlayarak yukarı yönlü riskleri destekliyor.

Şema 11: MW Kurulu Güç Başına Bakım ve Onarım Gideri



Kaynak : Halka Açık Şirketler, Şirket

Türkiye’de yenilenebilir (rüzgar ve güneş) enerji santrallerinde MW başına düşen bakım ve onarım giderleri ortalaması 1Ç23’te 35 bin TL’iken, Galata Wind’in MW başına bakım ve onarım giderininin 61 bin TL olarak kaydedildiğini görüyoruz. Şirket, uzun vadede santralin kullanım ömrü ve verimliliğine önem veriyor ve her yıl düzenli olarak (full scope) kapsamlı bakım yaptırıyor. Bu durum, tüm değişkenleri sabit tuttuğumuzda kısa vadede bakım ve onarım giderleri kalemi sebebiyle maliyetleri yükseltse de, FAVÖK marjını etkilemiyor. Uzun vadede ise verimliliğin benzer seviyede kalması sayesinde, operasyonel karlılığı destekleyerek marjların benzer seviyede kalmasını sağlıyor.

DEĞERLEME

Değerlememizde, şirketin yurtiçi operasyonlarını mevcut operasyonlarına ek olarak yatırım planlarını da ele alarak iskonto edilmiş nakit akışı (İNA) analizi kullandık. Avrupa yatırımı için ek bir İNA analizi kullanarak, toplam değere katkı hesapladık. Finansal analiz kısmında yurtiçi ve yurtdışı yatırımlarını konsolide ettik. Şirketin açıklamış olduğu projeler yoluyla gelecekteki büyüme potansiyelini daha iyi yansıttığını gerekçesiyle değerlememizde çarpan analizi metodu yerine İNA yöntemini tercih ettik. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplariken gelecekteki Türkiye yatırımları için, olası risk ve tahminlerden sapmaları dikkate almak adına %8 gibi muhafazakar bir hisse senedi risk primi varsayımında bulunduk. Benzer bir şekilde Avrupa yatırımı için %4 oranında bir hisse senedi risk primi kullandık. Sonuç olarak, Galata Wind için 12 aylık hisse başına hedef fiyatımızı 45.60 TL olarak belirledik % 46 getiri potansiyeli sunan GWIND’i “AL” tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz.

Tablo 1 : Değerleme Metodolojisi

Değerleme Metodolojisi	Değer - mn \$ /TL
Yurtiçi Operasyonlar İNA	672
Avrupa Operasyonları İNA	147
Net Nakit (6A23)	1
Toplam Değer - mn \$	821
Toplam Değer - mn TL	24,619
Hedef Fiyat (TL/Hisse Başına)	45.60
Getiri Potansiyeli	46%

Kaynak : İş Yatırım

Galata Wind Enerji

Tablo 2: Parçaların Toplamı

Parçaların Toplamı	Değer - mn \$	Toplam İçinde Pay %
Mevcut Operasyonlar	442	54%
Yurtiçi Kapasite Artışları (Hibrit Dahil) + Alapınar	95	12%
Depolamalı Elektrik Santralleri	136	16%
Avrupa Operasyonları	147	18%
Toplam Değer (net nakit dahil)	821	100%

Oluşturduğumuz değerler yurtiçi operasyonlar baz alınarak hesaplanan 442 milyon dolarlık kısmı halihazırda operasyonda olan santrallerden, 95 milyon dolarlık kısmıysa 2025 yılına dek yurtiçinde gerçekleştirilecek olan kapasite artışları ve ek santral yatırımından (Alapınar) gelmekte. Muhafazakar kalmak adına (başvuru yapılan rakam 550 MW) ön lisansı alınmış ve yatırım kararı kesinleşmiş olan 350 MW'lık depolamalı elektrik santrali yatırımlarını ise MW başına 1,5 mn dolar tutarında yatırım harcaması varsayımıyla 136 milyon dolar olarak değerledik.

Tablo 3: Yurtiçi Operasyonlar İNA

GWIND (Yurtiçi) İNA - mn \$	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2032 T	2033 T
Net Satış	70	83	98	96	111	140	197	197
Satışların Maliyeti	16	12	18	18	20	23	56	57
Operasyonel Giderler	2	2	2	2	2	2	2	2
Amortisman	7	4	3	7	13	19	24	24
FAVÖK	56	67	79	78	90	114	162	162
FAVÖK Marjı	81%	80%	81%	81%	81%	82%	82%	82%
FVÖK	50	63	75	71	76	95	138	138
Vergi	7	7	7	8	8	8	9	9
Yatırım Harcamaları	754	292	-	750	1,500	1,500	-	-
Net İşletme Sermayesi	6	7	8	8	9	11	16	16
İşletme Sermayesindeki Değişiklik	1	1	1	0	1	2	0	0
Serbest Nakit Akım	(27)	29,34	70	(5)	(69)	(46)	153	153
AOSM	15%	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
İskonto Oranı	1	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.9	3.3
İNA mn \$	(27)	26	55	(3)	(42)	(25)	53	47
Sonsuz Büyüme Oranı	2%							
Uç Değer - mn \$	465							
Firma Değeri - mn \$	672							

Tablo 4: Yurtiçi Operasyonlar—AOSM

GWIND (Yurtiçi) AOSM - \$	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2032 T	2033 T
Risksiz Oran	9%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%
Özsermaye Risk Maliyeti	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye	80%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Özkaynak Maliyeti	16%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Borç	20%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Borç Maliyeti	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
AOSM	15%	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%

Değerlememizde kullandığımız ve yüksek önem arz eden bir diğer temel varsayımımız ise elektrik fiyatları. Yurtiçi operasyonları İNA analizimizi yaparken; fiyatların yüksek oynaklık göstermesi sonucu tahmin gücünün oldukça sınırlı olması sebebiyle yenilebilir santraller için geçerli olan 82 \$/MWh AUF fiyatını projeksiyon dönemi boyunca sabit tuttuk.

Tablo 5: Yurtiçi Operasyonlar Üretim Tahminleri ve Fiyat Varsayımı

Yurtiçi Elektrik Üretim Tahminleri ve Fiyatlar	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2033 T
Yurtiçi Elektrik Üretim Miktarı (MWh/yıl)	766,279	915,101	1,080,078	1,121,105	1,289,246	1,625,530	1,961,814	2,298,098
Elektrik Fiyatı Varsayımı (\$ sent/MWh)	82	82	82	82	82	82	82	82

Tablo 6: Yurtiçi Operasyonlar İNA / Elektrik Fiyatı ve AOSM Hassasiyet

	11%	13%	15%	17%	19%
\$ 62	1,098	775	587	468	388
\$ 72	1,307	926	704	562	465
\$ 82	1,517	1,078	821	656	543
\$ 92	1,726	1,229	937	749	621
\$ 102	1,936	1,381	1,054	843	698

Hassasiyet Analizi 2023 yılı AOSM rakamları baz alınarak yapılmıştır.

Galata Wind Enerji

Avrupa’da yapılması planlanan GES yatırımdan hesapladığımız potansiyel katkı ise 147 milyon dolar. Bu kısımda elektrik fiyatını belirlerken şirketin Hollanda’da kurulmasının göstere niteliği taşıması sebebiyle (yatırım farklı bir Avrupa ülkesinde de gerçekleştirilebilir) Hollanda elektrik fiyatlarının 3 yıllık trendini inceledik.

2021, 2022 ve 2023 (sadece ilk altı ay) yıllarının elektrik fiyatlarının maksimum ve minimum değerlerini saptayarak, minimum değerlerin ortalamasını değerlememizde 93 \$/MWh elektrik fiyatı varsayımı olarak kullandık. Avrupa yatırım planında şirketin ikili anlaşma ile sabit fiyattan satış yapmayı planlaması sebebiyle belirlediğimiz elektrik fiyat varsayımını sabit tuttuk. Maliyet varsayımı için ise Avrupa’da benzer şirketlerin finansallarını inceledik.

Satışların maliyeti ve operasyonel giderlerin satışlara oranlarının ortalamasını aldık ve bunlara paralel figürler kullandık. Kapasite kullanım oranını ise şirketin mevcut GES’lerinin kapasite kullanım oranlarının ortalaması olarak belirledik.

Tablo 7: Avrupa İNA

Avrupa İNA - mn \$	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2035 T	2036 T
Net Satış	0	30	45	45	45	43	43
Satışların Maliyeti	0	6	9	9	9	9	9
Operasyonel Giderler	0	2	3	3	3	3	3
Amortisman	0	3	5	5	5	5	5
FAVÖK	0	26	38	38	38	37	37
FAVÖK Marjı	0	85%	85%	85%	85%	85%	85%
FVÖK	0	22	33	33	33	32	32
Vergi	0	4	7	7	7	6	6
Yatırım Harcamaları	65	65	65	-	-	-	-
Net İşletme Sermayesi	0	2	4	4	4	6	6
İşletme Sermayesindeki Değişiklik	-	2	1.21	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akım	(65)	(46)	(34)	32	31	31	30
AOSM	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
İskonto Oranı	1.11	1.16	1.22	1.28	1.35	1.82	1.91
İNA mn \$	(59)	(40)	-28	25	23	17	16
Uç Değer - mn \$	184						
Hedef Piyasa Değeri - mn \$	147						

Tablo 8: Avrupa AOSM

Avrupa AOSM - \$	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2035 T	2036 T
Risksiz Oran	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Özsermaye Risk Maliyeti	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Özkaynak Maliyeti	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Borç	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Borç Maliyeti	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
AOSM	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Tablo 9: Avrupa Operasyonları Elektrik Üretim Tahminleri ve

Avrupa Elektrik Üretimi Tahminleri ve Fiyatlar	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2035 T	2036 T
Avrupa Elektrik Üretim Miktarı (MWh/yıl)	-	-	324,305	486,458	484,025	481,605	479,197	476,801
Elektrik Fiyatı Varsayımı (\$ sent /MWh)	93	93	93	93	93	93	93	93

Tablo 11: Avrupa İNA / AOSM ve Elektrik Fiyat Varsayımı Hassasiyet

	3%	4%	5%	6%	7%
\$ 73	117	98	80	66	53
\$ 83	156	135	114	98	83
\$ 93	196	172	147	130	113
\$ 103	235	208	181	162	142
\$ 113	274	245	215	194	172

Tablo 11 : Makro Tahminler

Makro Tahminler	2023 T	2024 T	2025 T
Enflasyon	51%	45%	24%
TL/Dolar Ortalama	24.25	34.80	41.95
TL/Dolar Yıl Sonu	30.00	38.50	45.00
TL/Avro Ortalama	26.32	37.10	44.22
TL/Avro Yılsonu	33.00	41.20	47.25

Kaynak : İş Yatırım

RİSKLER

Elektrik fiyatları orta ve uzun vadede çeşitli sebepler ile varsayımımızdan yukarıda gerçekleşebilir. Toplam elektrik talebi ele alındığında endüstriyel üretimde elektrik tüketiminin payı oldukça büyük. Türkiye'nin gelişmekte olan ülke olması sebebiyle endüstrileşmenin uzun vadede yükselmesiyle elektrik talebinde artış gerçekleşebilir. Bu durum sonucu fiyatlarda yukarı yönlü seyir oluşabilir. Yine aynı şekilde, gelişmekte olan ülke dinamiği temelinde nüfus ve refahta artışın elektrik talebinde oluşturabileceği pozitif etki neticesinde fiyatlarda yükseliş gerçekleşebilir. Enerjide dışa bağımlılığı azaltmayı hedefleyen politikalar neticesinde gelişen elektrifikasyon trendi kapsamında; ithal enerji kaynaklarının kullanımı sınırlanabilir. Evlerde doğalgaz ile ısınma yerine elektrik ile ısınmayı teşvik edici politikalar ve elektrikli otomobillerin yaygınlaşması elektrifikasyon trendi örneği olarak tanımlanabilir. Bu durumlar ise talebe doğrudan etki edeceğinden; elektrik fiyatlarında artışa neden olabilir.

Ulusal Enerji Planı kapsamında yenilenebilir enerji kaynaklarında kurulu gücün artışına ek olarak Akkuyu Nükleer Santrali'nin operasyonel hale gelmesi elektrik üretiminde arzı desteleyeceğinden; uzun ve orta vadede gerçekleşen elektrik fiyat oluşumu, varsayımımızdan aşağıda olabilir. Ayrıca, ülkemizde keşfedilen doğalgaz ve petrol rezervleri, elektrik fiyatlarında aşağı yönlü trend oluşturabilir. Teknolojinin gelişmesi ile daha verimli elektrikli ürünlerin kullanımı, talebi aşağı çekeceğinden varsayımımızdan düşük fiyat oluşumunu tetikleyebilir.

Elektrik fiyat varsayımımızdan aşağıda gerçekleşebilecek elektrik fiyatları, yatırım planlarında gecikme, yatırım sermayesinde yükselişler ve planlanan yatırımların gerçekleşmemesi değerlememiz için başlıca olumsuz risk faktörleri. Elektrik fiyatlarında yükseliş, yeni ek kurulu güç gelişimi ve sermaye maliyetlerinde olası düşüşler ise olumlu risk faktörleri olarak sıralanabilir.

FİNANSAL ANALİZ

Hasılat Gelişimi

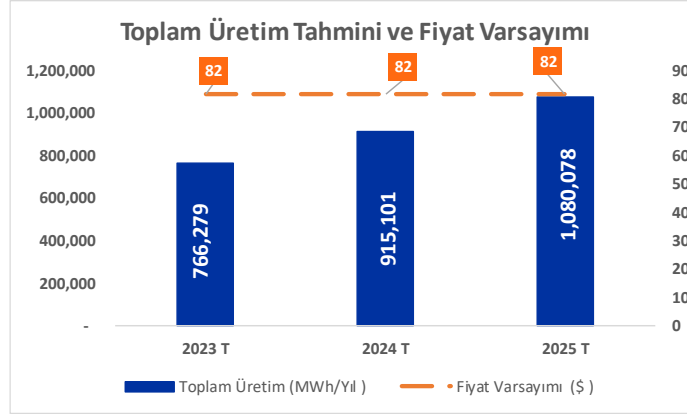
Şema 12: Hasılat Gelişimi



Kaynak: İş Yatırım

2021 yılında kurulu gücün 2022'ye kıyasla daha düşük olması ve elektrik fiyatlarında artışla birlikte net satışlarda yıllık bazda % 120 büyümeye kaydedildi. 2023 yılında ise; elektrik fiyatlarının baskılanmasının yanı sıra, kurulu güçte oluşacak eklerin daha düşük bir ivmeyle gerçekleştirilecek olması sebebiyle hasılatın 1,693 mn TL olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz . 2024 yılına gelindiğinde, yapılan yeni yatırımlar sayesinde üretim hacminin yükselmesiyle net satışların %71 oranında yükseliş ile 2,903 mn TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Şema 13 : Toplam Üretim ve Fiyat Varsayımı

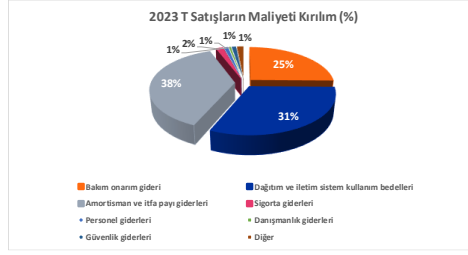


Kaynak: İş Yatırım

Hasılat tahminini yaparken toplam üretim miktarı sırasıyla 2023 yılı için 766,279 MWh/yıl, 2024 yılı için 915,101 MWh/yıl ve 2025 içinse 1,080,078 MWh/yıl olarak hesapladık. Bahsi geçen tüm yıllar için muhafazakar bir tutumla varsayımda bulunarak AUF fiyatı olan 82 \$/MWh kullandık.

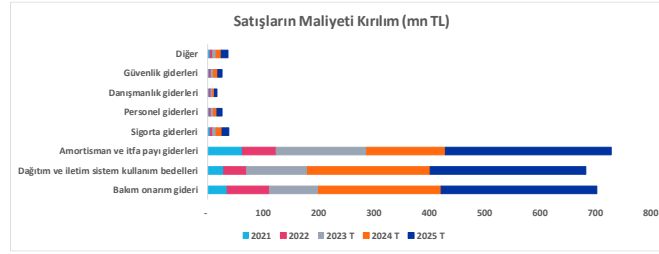
Maliyetler Kırılımı

Şema 14: 2023 T Satışların Maliyeti Kırılım



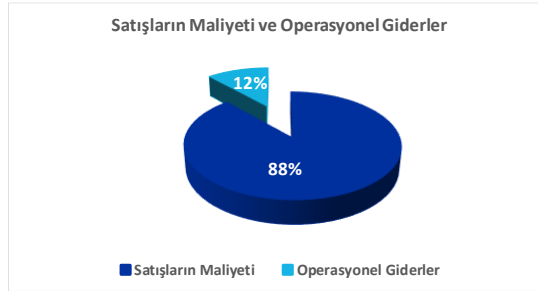
Satışların maliyeti kırılımını incelediğimizde; bakım ve onarım giderleri , dağıtım ve iletim sistem kullanım bedelleri ve amortisman giderleri kalemlerinin diğer giderlere kıyasla sırasıyla %25, %31 ve %38 oranlarıyla oldukça yüksek olduğunu görüyoruz.

Şema 15: Satışların Maliyeti Kırılım



Dağıtım ve iletim sistemi kullanım bedellerinde 2023 yılında enflasyon temelinde uygulanan maliye politikalarının etkisiyle % 247 oranında dramatik bir yükseliş öngörmekteyiz. Bakım ve onarım giderlerinin yıllık harcanan yatırım harcamalarını içermesi, amortismanın ise sektörel olarak yüksek olması ise bu kalemlerin oransal bazda ağırlığının güçlü olmasının temel sebebi. Enflasyonda ki yükseliş , lirada ki zayıflamanın devamı ve kurulu gücün artışı ile 2023'ü de içine alan projeksiyon dönemimizde bahsi geçen kalemlerde yukarı yönlü seyrin devam edeceğini düşünüyoruz.

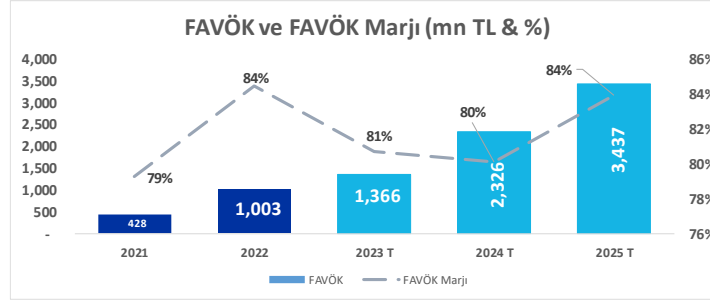
Şema 14: 2023 T Satışların Maliyeti ve Operasyonel Giderler Kıyas



2023 yılı projeksiyonumuzda maliyetleri toplam olarak ele aldığımızda, satışların maliyetinin %88 ile toplamda ağırlığının güçlü kaydedileceği öngörmekteyiz. Temel sebep yukarıda bahsettiğimiz üzere, yıllık yatırım harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının satılan malın maliyeti kalemi altında muhasebeleştirilmesi. Ayrıca, yenilenebilir enerji sektöründe yatırım harcamaları; verimlilik ile doğrudan ilişkili olması sebebiyle, operasyonel masraflara (reklam, genel yönetim giderleri) kıyasla yüksek önem arz ediyor.

FAVÖK Gelişimi ve Marjlar

Şema 15: FAVÖK ve FAVÖK Marjı

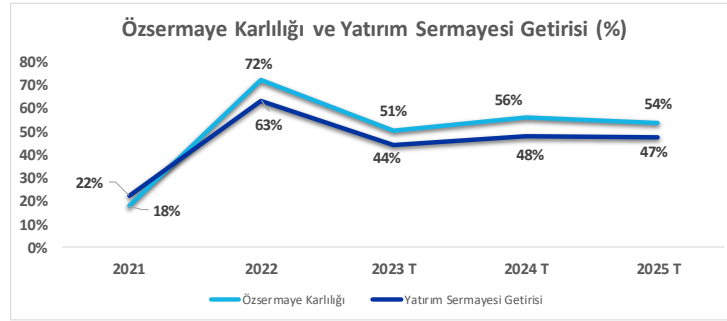


Kaynak : İş Yatırım

2021 yılında 421 milyon TL olarak gerçekleşen FAVÖK, 2022 yılında %134 yükseliş ile 1,003 milyon TL olarak kaydedildi. 2023 yılı tamamlandığında yaptığımız hesaplamalara göre, yeni yatırımların sermaye harcamaları ve elektrik fiyatlarının baskılanması sebebiyle yükseliş ivmesinin azalacağını ancak 1,366 milyon TL ile güçlü FAVÖK'ün korunacağını düşünüyoruz. 2024 ve 2025 yıllarında ise; yeni yatırımların tamamlanarak kurulu güçte oluşacak artışın operasyonel karlılığı besleyeceğini ve yukarı yönlü trendin hızlı bir şekilde devam edeceğini öngörüyoruz. 2022'de %84 olan FAVÖK marjının, 2023 yılında içinde bulunduğumuz enflasyonist ortam nedeniyle %81'e düşeceğini ve 2024 yılına dek bu seviyede kalacağını; 2025'te Avrupa yatırımının devreye girmesiyle marjın %84 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Özsermaye Karlılığı ve Yatırım Sermayesi Getirisi

Şema 16: Özsermaye ve Yatırım Sermayesi Getirisi (%)

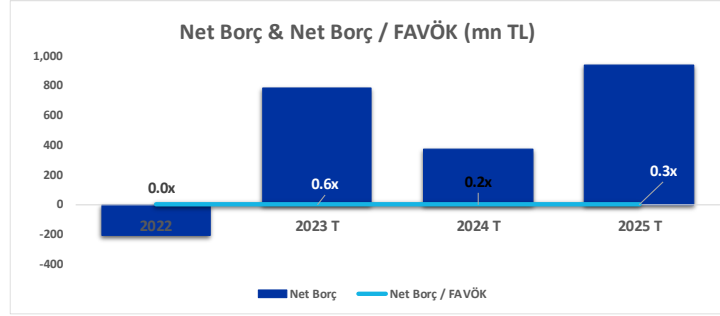


2021 ve 2022 arası operasyonel karlılıkta oluşan dramatik yükseliş sayesinde, öz sermaye karlılığının %18'den %72 seviyesine ulaştığını görüyoruz. Projeksiyon dönemimizde, 2023 yılında tamamlanacak olan kapasite artışı projelerinin öz sermaye karlılığı üzerinde baskı oluşturacağını ve 2022'de %72 olarak kaydedilen oranının %51'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu noktada bahsi geçen yılda, öz sermaye maliyetini %16 olarak hesapladığımızı belirtmek isteriz. Yine aynı şekilde, operasyonel kar ile beslenen yatırım sermayesi getirisinin (ROIC), yapılan yatırımlar ile 2023'te %44 seviyesine düşeceğini ve 2025 yılına benzer seviyelerde korunacağını öngörüyoruz.

Kaynak: İş Yatırım

Net Borç ve Net Borç/FAVÖK Oranı

Şema 17: Net Borç ve Net Borç/FAVÖK Oranı

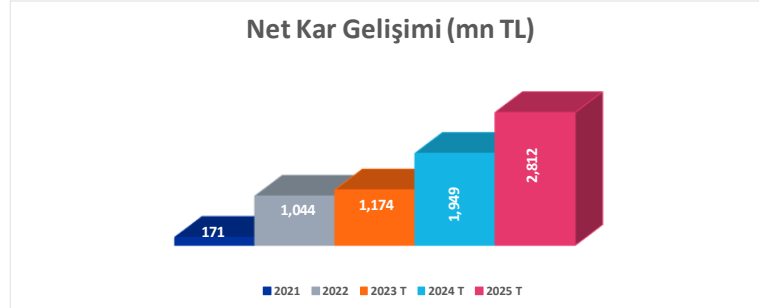


Kaynak : İş Yatırım

Şirket 2022’de 208 milyon TL ile nakit pozisyonundaydı. 2023 tamamlandığında ise; mevcut santrallerde yapılacak kapasite artışları ile net borcun 782 milyon TL’ye yükseleceğini ancak Net Borç / FAVÖK oranının şirketin likit yapısı sayesinde korunacağını öngörüyoruz. Yapılacak olan depolamalı elektrik santrallerinin yaklaşık %70 oranında borçla yapılacağını varsayıyoruz. Bu sebeple, MW başına 1,5 milyon dolar (toplam maliyet 525 milyon dolar) maliyeti olan depolamalı elektrik üretim santralleri yatırımıyla borçluluk oranının uzun vadede artacağını ve Net Borç/ FAVÖK oranının 2.5 x seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Net Kar Gelişimi

Şema 18: Net Kar Gelişimi



Kaynak: İş Yatırım

2023 yıl sonuna gelindiğinde net karda yıllık bazda yaklaşık %12 büyümeye öngörüyoruz. 2024 yılında ise net karın kapasite artışları ile körüklenerek %66 oranında yükseliş ile 1,949 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Projeksiyon dönemimizin sonu olan 2025 yılında ,yaptığımız hesaplamalar sonucunda; net karda yükseliş trendinin süreceğini ancak yapılması planlanan yatırımlarla artış ivmesinde hafif yavaşlama olacağını düşünüyoruz.

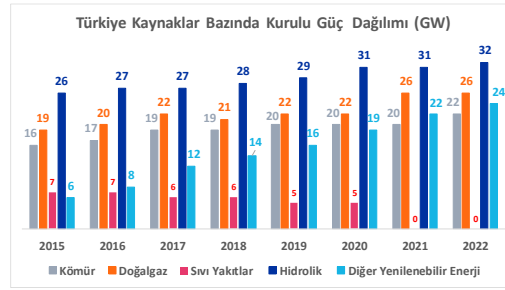
SEKTÖR ANALİZİ

Genel Bakış

Türkiye toplam kurulu gücü 2022 yıl sonu itibariyle 103,8 GW'a yükseldi. Üretim tarafı ele alındığında, lisanslı ve lisanssız olmak üzere özel sektör, ayrıca kamu kuruluşları elektrik üretime yapma hakkına sahip. Türkiye'de elektrik iletim sistemi operatörü ve işletmecisi TEİAŞ'ken, dağıtım faaliyetleri için ülke 21 bölgeye ayrılmış ve işletmeciliği dağıtım şirketleri tarafından üstlenilmiş durumda. Hem kamu hem de özel sektör kuruluşları toptan satış yapma hakkına sahipken, toptan ve perakende satış lisansı olan şirketler dağıtım bölgesi lisansı şartı aranmaksızın son tüketicilere elektrik satabiliyor. Ayrıca, yıllık serbest tüketici limitini aşan tüketiciler, elektrik teminini yapacakları şirketleri kendileri seçme hakkına sahip.

Kaynaklar Bazında Kurulu Güç Dağılımı

Grafik 1: Türkiye Kaynaklar Bazında Kurulu Güç Dağılımı (GW)

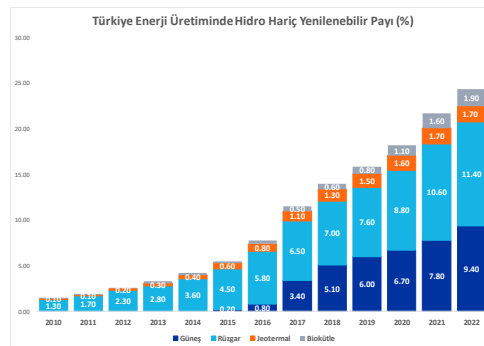


Kaynak: TEİAŞ , EPIAŞ

2015 ve 2022 yılları arasında kaynaklar bazında kurulu güç dağılımını incelediğimizde; yenilenebilir enerji kaynaklarına olan eğilimin kademeli olarak artışını görmekteyiz. Sıvı yakıtlardan elektrik üretimi 2021 ve 2022 yılları arası 0'a inmişken, doğalgazdan elektrik üretiminde yükseliş izlendi. Hidrolik santraller ise tüm kaynaklar arasında en yüksek kurulu güç miktarına sahip.

Hidroelektrik Santralleri Hariç Yenilenebilir Enerji Kurulu Güç Dağılımı

Grafik 2: HES Hariç Yenilenebilir Enerji Kurulu Güç Dağılımı (GW)

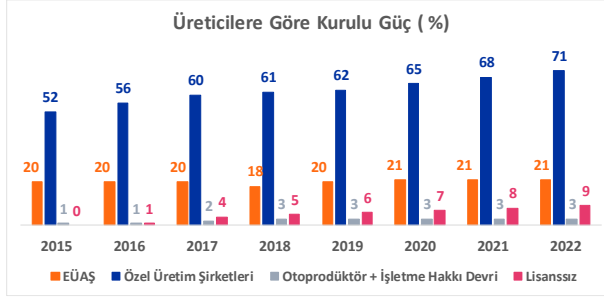


Kaynak: TEİAŞ , EPIAŞ

Hidroelektrik santralleri hariç yenilenebilir enerji kaynakları bazlı üretim miktarı oranları incelendiğinde, hem güneş hem de rüzgar bazlı üretimin kademeli olarak yükseliş mevcut. Jeotermal ve biokütle bazlı üretim oranları ise sırasıyla 2022'de %1.7 ve %1.9 ile oldukça düşük.

Üreticilere Göre Kurulu Güç Dağılımı

Grifik 3: Üreticilere Göre Kurulu Güç (%)

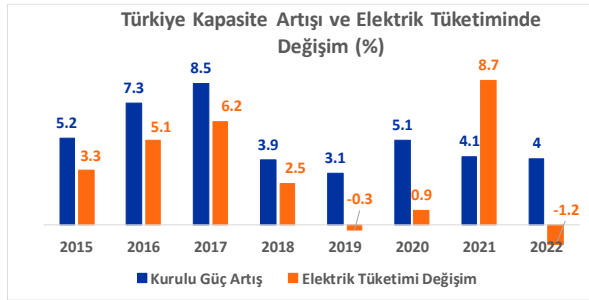


Kaynak: TEİAŞ , EPIAŞ

Özelleştirmeler ve özel sektör tarafından gerçekleştirilen yatırımlar sayesinde, toplam kurulu güçte özel sektör oranı 2022’de %71’e ulaştı. Toplam payda oldukça düşük bir orana tekabül etse de, lisanssız elektrik üretimi halen devam ediyor ve toplam kapasitenin %92’si GES’lerden oluşuyor.

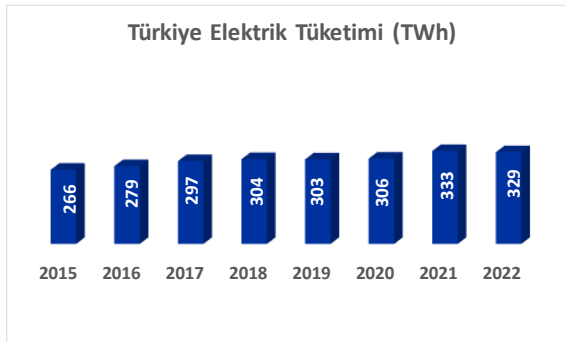
Kapasite Artışları ve Elektrik Tüketimi Değişimi İlişkisi

Grifik 4: Türkiye Kapasite Artışları ve Elektrik Tüketiminde Değişim



Özellikle 2021 ve 2022 yılları incelendiğinde, elektrik tüketimi ve kurulu güçte oluşan yükseliş arasında ilişkinin zayıf olduğu düşüncesindeyiz. 2021 yılında yıllık olarak elektrik tüketiminin %8.7 oranında artışına rağmen, kurulu güç kapasite artışı %4.1 olarak gerçekleşti. 2022’ye gelindiğinde yıllık bazda tüketimde düşüş oluşmasına rağmen, kurulu güç gelişimi benzer seyrinde devam etti.

Grifik 5 : Elektrik Tüketimi Miktarı

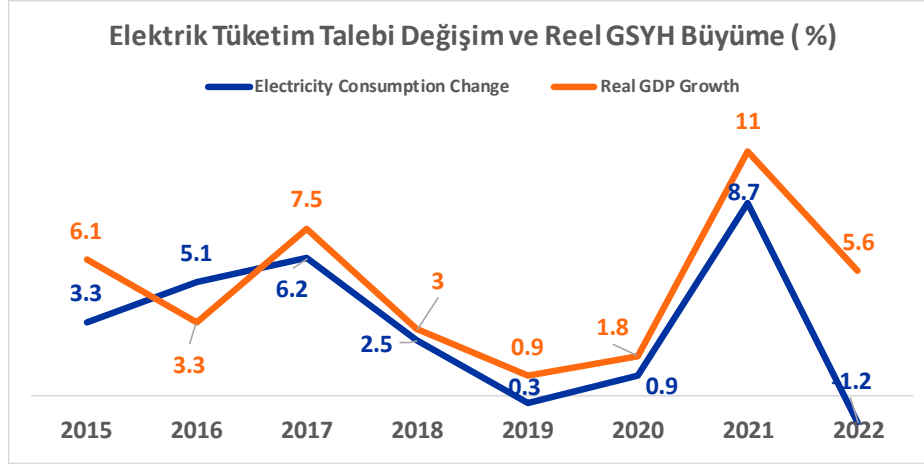


Türkiye’de 2021 yılında 333 TWh elektrik tüketilmişken, 2022’de tüketiminde %1.2’lik azalış kaydedildi. Covid 19 dönemi tüketicilerin ayrı ayrı olmak üzere evden çalışma sistemine geçmesi, 2022’de ise hibrit çalışmaya dönülmesinin yanı sıra ; elektrik fiyat artışları sebebiyle elektrik tüketimi düşük ürünlere eğilimin artması toplam talebi etkilemiş olabilir.

Kaynak: TEİAŞ , EPIAŞ

Elektrik Tüketim Talebi Değişimi ve Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı İlişkisi

Grafik 6: Elektrik Tüketim Talebi Değişim Reel GSYH Büyüme (%)

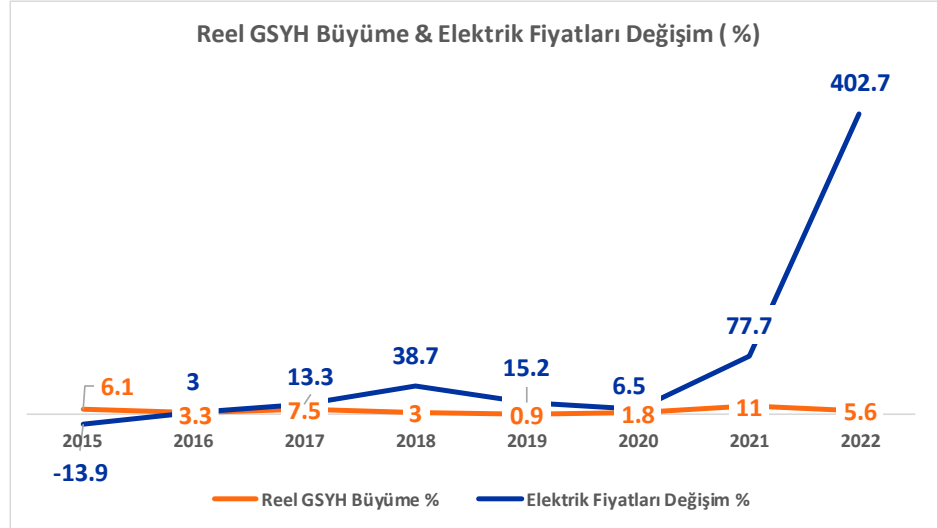


Kaynak: EPIAŞ, TÜİK

Grafiği incelediğimizde; 2016 yılı hariç olmak üzere, sanayide kullanılan elektriğin payının yüksek olması ve reel GSYH'yi etkilen temel unsur olması sebebiyle, elektrik tüketim talebi ve GSYH büyüme oranının pozitif korelasyon var olduğu çıkarımında bulunuyoruz. 2016 yılında korelasyonun bozulması ise darbe girişimi, turizm sektöründe yaşanan kayıplar, küresel ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle reel GSYH'de ki daralmadan kaynaklanmış olabilir.

Reel GSYH'de Yükseliş ve Elektrik Fiyatları Artışı

Grafik 6: Elektrik Tüketim Talebi Değişim Reel GSYH Büyüme (%)



Kaynak: EPIAŞ, TÜİK

2021 ve 2022 yılları arası Rusya Ukrayna Savaşı ile dünya çapında körüklenen elektrik fiyatları değişimini olağan dışı durum olarak değerlendirirsek; grafiği incelediğimizde elektrik fiyatları değişimi ve reel GSYH'nin elektrik fiyatlarının temelde talepte etkilenmesi sebebiyle ilişkili olduğunu gözlemleyebiliriz. 2021 ve 2020 yıllarında oluşan değişim ise Lira' da oluşan değer kaybı ile ilişkilendirilebilir.

Elektrik Fiyatlarını Etkileyen Temel Unsurlar

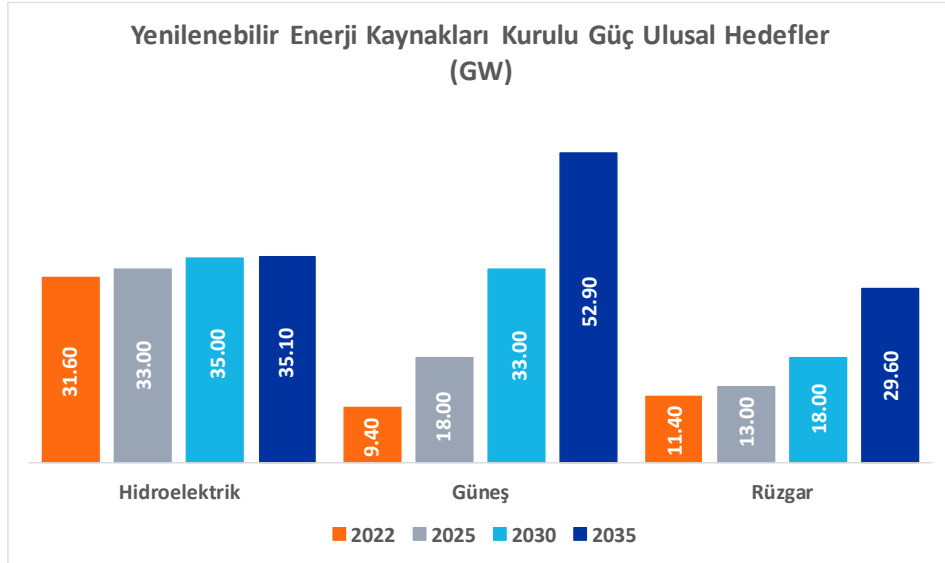
Grafik 7: Elektrik Fiyatlarında Değişime Sebep Olan Temel Unsurlar



Kaynak: İş Yatırım

Yenilenebilir Enerji'de 2035 Hedefleri

Grafik 7: Yenilenebilir Enerji Kaynakları Kurulu Güç Ulusal Hedefler



Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar

T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nca, 2053 Net Sıfır Emisyon hedefi baz alınarak hazırlanmış Türkiye Ulusal Enerji planında; toplam kurulu güçte yenilenebilir enerji payının %64.7'ye, elektrik üretiminde ise payın %54,7'ye ulaşması hedeflendi. Bu kapsamda 2035 döneminde toplam hidroelektriğin 35,1 GW'ye, GES'lerde kurulu gücün 52,9 GW'ye, RES'lerde ise 29,6 GW'ye yükselmesi öngörülmüyor.

Galata Wind Enerji

Ortaklık Yapısı (%)

Doğan Şirketler Grubu Holding AŞ
Diğer

70.0
30.0

Faaliyet Konusu

Galata Wind yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi yapmaktadır.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	540	1,187	1,693	2,903	4,096
Brüt Kar (Zarar)	395	974	1,259	2,260	3,253
Operasyonel Giderler	30	36	57	75	120
Esas Faaliyet Karı	365	938	1,203	2,184	3,133
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	40	168	338	191	141
Net Finansman Gelir (Gideri)	-209	-171	-222	-205	-182
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	196	935	1,318	2,171	3,093
Vergi Giderleri (Gelirleri)	25	-109	144	222	281
Net Kar	171	1,044	1,174	1,949	2,812
Düzeltilmiş Net Kar	171	1,044	1,174	1,949	2,812
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	339	1,047	1,069	1,962	2,882
FAVÖK	428	1,003	1,366	2,326	3,437

Büyümler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Büyümler					
Net Satışlar	61%	120%	43%	71%	41%
Faaliyet Karı	59%	157%	28%	82%	43%
FAVÖK	62%	134%	36%	70%	48%
Net Kar	-53%	n.a	12%	66%	44%

Operasyonel Performans	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Brüt Marj	73.1%	82.0%	74.4%	77.8%	79.4%
Faaliyet Kar Marjı	67.5%	79.0%	71.0%	75.2%	76.5%
FAVÖK Marjı	79.2%	84.5%	80.7%	80.1%	83.9%
Efektif Vergi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Net Kar Marjı	31.6%	87.9%	69.3%	67.1%	68.6%
Özkaynak Karlılığı	17.8%	72.3%	50.5%	56.0%	53.6%
Aktif Karlılığı	10.1%	49.3%	33.2%	39.4%	40.6%

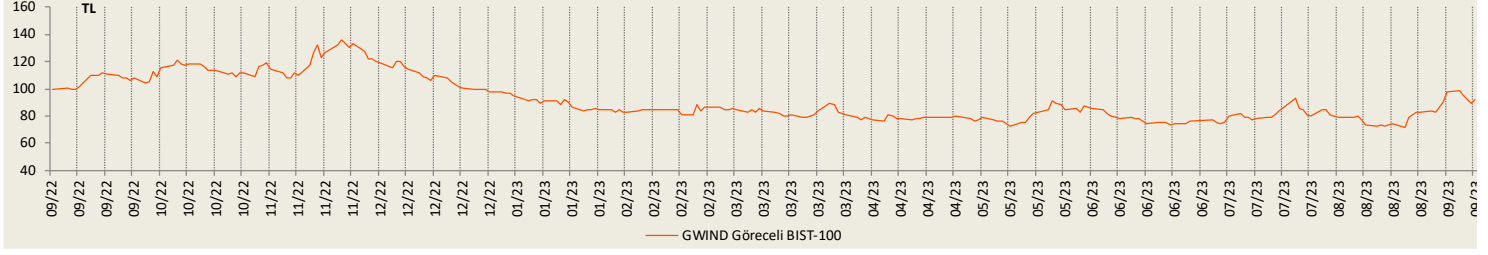
Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	16.1	14.3	8.6	6.0
FD / FAVÖK (x)	39.2	16.7	12.3	7.2	4.9
FD / Satışlar (x)	31.1	14.1	9.9	5.8	4.1
PD / Defter Değeri (x)	16.9	8.9	6.1	4.0	2.7
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.3	2.0	2.2	3.6	5.3
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.3	0.6	0.9	1.4
Temettü Verimi	0.0%	3.9%	3.5%	3.0%	4.3%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	489	-208	782	377	941
Net Borç / FAVÖK (x)	1.1	a.d	0.6	0.2	0.3
Net Borç / Özsermaye (x)	0.5	a.d	0.3	0.1	0.1

Bilanço (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	389	908	1,241	872	1,683
Nakit ve Nakit Benzerleri	159	659	1,000	581	1,229
Ticari Alacaklar	84	84	120	206	290
Stoklar	1	1	1	1	1
Diğer Dönen Varlıklar	0	76	120	84	163
Duran Varlıklar	1,378	1,558	3,374	4,399	6,903
Maddi Duran Varlıklar	881	893	2,557	3,429	5,852
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	313	341	313	341	313
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	172	379	505	629	738
Toplam Varlıklar	1,768	2,466	4,615	5,270	8,586
Kısa Vadeli Yükümlülükler	288	107	689	337	640
Finansal Borçlar	249	68	629	247	533
Ticari Borçlar	9	17	36	53	69
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	30	22	24	37	38
Uzun Vadeli Yükümlülükler	482	469	1,168	732	1,664
Finansal Borçlar	399	459	1,153	710	1,636
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	83	10	15	22	28
Özkaynaklar	998	1,890	2,759	4,201	6,282
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	998	1,890	2,759	4,201	6,282
Ödenmiş Sermaye	535	535	535	535	535
Rezerv ve Diğer Kalemler	292	311	1,050	1,717	2,935
Dönem Net Karı (Zararı)	171	1,044	1,174	1,949	2,812
Toplam Kaynaklar	1,768	2,466	4,615	5,270	8,586

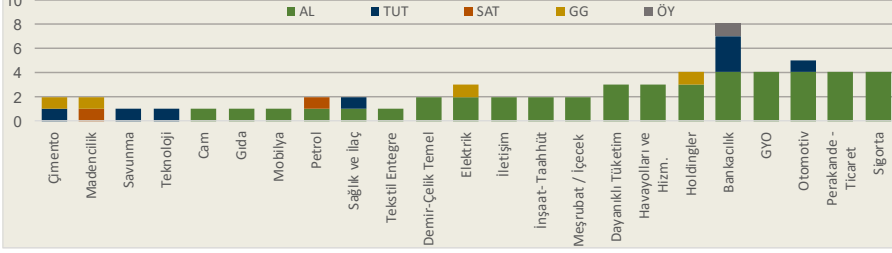
Nakit Akım (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
İşletme Faal. Kay. Net Naki	319	1,073	1,292	1,992	2,958
Düzeltilme Öncesi Kar	171	1,044	1,174	1,949	2,812
Amortisman & İtfa Payları	63	65	163	142	304
İşletme Sermayesindeki Değ.	-11	178	-68	-97	-95
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akı	96	-213	22	-3	-62
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-84	-258	-1,827	-1,013	-2,725
Sabit Sermaye Yatırımları	-84	-69	-1,827	-1,014	-2,727
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	-188	0	1	2
Serbest Nakit Akım	236	815	-535	979	234
Finansman Faal. Kay. Nakit	-143	-321	882	-1,398	415
Finansal Borçlardaki Değişim	-58	-264	1,255	-825	1,212
Temettü Ödemeleri	-100	-150	-305	-507	-731
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-38	-51	-68	-67	-67
Net Nakit Değişimi	93	494	347	-419	648

Galata Wind Enerji

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.