

## Yeşil Bir Ekonomi İçin

Galata Wind için "Endeks Üzeri Getiri" önerimizi koruyor ve hedef fiyatımızı %78 artış potansiyeli ile hisse başına 49,10 TL'ye (önceki 42,00 TL) yükseltiyoruz.

Galata Wind, Türkiye'nin önde gelen yenilenebilir elektrik üreticilerinden biridir. 2006 yılında kurulan şirket, 2010 yılında elektrik üretimine başlamış ve Doğan Holding'in 2012'deki satın almasından sonra büyümesini önemli ölçüde hızlandırmıştır. 1959 yılında kurulan ve 1993'ten bu yana Borsa İstanbul'da işlem gören Doğan Holding'in desteği, Galata Wind'in sektördeki güçlü konumunu pekiştirmiştir.

Şirketin mevcut kurulu gücü tamamen yenilenebilir kaynaklardan oluşmakta olup toplam 297,2 MW'tır (%56 RES, %32 RES + Hibrit GES, %11 GES). Galata Wind toplam kurulu gücünün 2026 yılı sonunda 582 MW'a ve 2030 yıl sonu itibarıyla 1.092 MW'a ulaşmasını hedeflemektedir. Planlanan rüzgâr ve güneş enerjisi yatırımları hem Türkiye'de hem de Avrupa'da yapılarak Galata Wind'in uluslararası ölçekte konumunu sağlamlaştıracaktır. Şirketin stratejik yatırımlarının, önümüzdeki yıllarda operasyonel verimliliğini artırırken sürdürülebilir büyümesini de desteklemesini bekliyoruz.

2024 yılı enflasyonun gerisinde kalan elektrik fiyatlarından dolayı elektrik üreticisi şirketler için zorlu bir yıl oldu. Ancak Galata Wind, avantajlı YEKDEM (Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması) pozisyonu sayesinde rakiplerine kıyasla daha güçlü bir finansal performans sergilemeyi başarmıştır. YEKDEM, yenilenebilir enerji üreticilerinin elektriği dolar bazında sabit bir fiyattan satmasına olanak tanıyan bir devlet teşvik programıdır. Galata Wind'in kurulu kapasitesinin %44'ü bu programdan yararlanmaktadır.

Galata Wind, son bir yılda BIST 100 endeksinin %6,0 oranında gerisinde kalmıştır. Bunun yanı sıra, USD bazlı ileri dönük F/K ve FD/FAVÖK değerlendirmemize göre, şirketin küresel benzerlerine kıyasla ortalama %27 oranında iskontolu işlem gördüğünü hesaplıyoruz.

Başlıca risk faktörleri arasında düzenleyici değişiklikler, finansman ve likidite zorlukları, çevresel ve iklimle ilgili etkiler ve elektrik fiyatlarındaki oynaklık yer almaktadır. Yenilenebilir enerji teknolojilerindeki gelişmeler ve artan teşvikler, sektöre daha fazla oyuncunun girmesine olanak tanıdığı için bu durum hem fırsatlar hem de risklere yol açmaktadır. Ancak, Galata Wind'in enerji sektöründeki uzun yıllara dayanan uzmanlığı ve benzerlerine kıyasla düşük net borç seviyesi sayesinde rekabette önemli bir avantaja sahip olduğuna inanıyoruz.

## Galata Wind Enerji A.Ş.

**78% Getiri Potansiyeli**

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları	
Bloomberg Ticker	GWIND TL
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	27.66
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	49.10
Getiri Potansiyeli	78%
Fiili Dolanım Oranı	29.96%
Piyasa değeri, milyon TL	14,936
Piyasa değeri, milyon ABD doları	410
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0.00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.12%
Yabancı Yatırımcı Oranı	7.99%
Emeklilik Fonları Oranı	21.21%
Yatırım Fonları Oranı	22.05%

Kaynak: Matrics, Finnet, PhillipCapital Araştırma  
Fiyat ve piyasa değeri 4 Mart itibarıyla

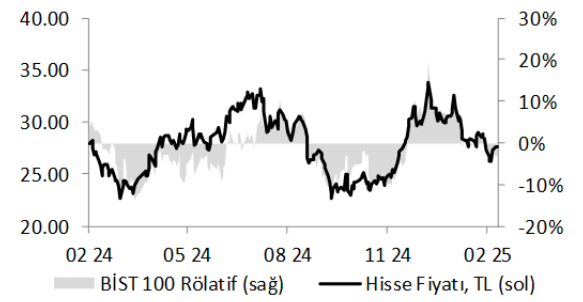
Finansallar, Milyon \$	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	63	67	67	83
Gelir Büyümesi	-1.2%	6%	0%	23%
Brüt Kâr	37	35	37	47
Brüt Kâr Marjı	59%	52%	55%	57%
FAVÖK	47	46	50	62
FAVÖK Marjı	76%	69%	75%	75%
Net Kâr	21	24	22	27
Net Kâr Marjı	34%	35%	33%	33%
Net Borç	21	28	48	100
Net Borç /FAVÖK	0.4	0.6	1.0	1.6
F/K	18.9	22.0	18.6	15.0
PD/DD	1.7	1.8	1.3	1.2
FD/FAVÖK	8.9	11.8	8.7	7.0

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Doğan Holding A.Ş.	378	70.0%
Diğer	162	30.0%
<b>Toplam</b>	<b>540</b>	

Kaynak: Şirket Verisi

### Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-2.7%	5.9%	-8.7%	2.3%
Rölatif	-1.7%	3.6%	-6.8%	-6.0%
İşlem Hacmi milyon \$	1.4	2.6	2.3	3.2

Kaynak: BİST, Finnet

**Murat İbrahim ŞENCAN**

[murat.sencan@phillipcapital.com.tr](mailto:murat.sencan@phillipcapital.com.tr)

**Makoto MITSUHASHI**

[makoto.mitsuhashi@phillipcapital.com.tr](mailto:makoto.mitsuhashi@phillipcapital.com.tr)

## Finansallar

Bilanço (Milyon \$)	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.2	37.3	39.3	40.0	39.1	33.4	42.3	38.2	36.1	34.1	33.6	28.3
Ticari Alacaklar	4.7	6.2	5.5	6.8	8.4	11.2	14.9	18.4	18.7	18.6	18.5	17.5
Stoklar	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Duran Varlıklar	263.6	360.5	398.4	473.4	606.4	791.2	953.2	941.2	900.8	860.6	820.7	783.1
Diğer Varlıklar	35.9	14.4	15.8	17.4	19.2	21.1	23.2	25.5	28.0	30.8	33.9	37.3
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>309.6</b>	<b>418.6</b>	<b>459.2</b>	<b>537.8</b>	<b>673.3</b>	<b>857.2</b>	<b>1034.0</b>	<b>1023.8</b>	<b>984.1</b>	<b>944.7</b>	<b>907.2</b>	<b>866.7</b>
Finansal Borçlar	26.1	64.8	87.2	139.7	245.1	392.7	525.8	464.0	381.5	298.2	214.1	129.0
Ticari Borçlar	2.4	3.9	2.9	3.4	4.0	5.3	7.1	8.7	8.6	8.6	8.5	8.1
Diğer Yükümlülükler	43.4	54.3	59.8	65.8	72.3	79.6	87.5	96.3	105.9	116.5	128.2	141.0
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>71.9</b>	<b>123.0</b>	<b>149.9</b>	<b>208.9</b>	<b>321.5</b>	<b>477.6</b>	<b>620.4</b>	<b>569.0</b>	<b>496.0</b>	<b>423.3</b>	<b>350.8</b>	<b>278.0</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>237.7</b>	<b>295.5</b>	<b>309.3</b>	<b>328.9</b>	<b>351.8</b>	<b>379.6</b>	<b>413.6</b>	<b>454.8</b>	<b>488.1</b>	<b>521.4</b>	<b>556.4</b>	<b>588.7</b>

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
<b>Ciro</b>	<b>62.8</b>	<b>66.8</b>	<b>67.0</b>	<b>82.6</b>	<b>102.3</b>	<b>136.0</b>	<b>181.6</b>	<b>223.7</b>	<b>226.9</b>	<b>225.8</b>	<b>224.6</b>	<b>213.0</b>
<i>Gelir Büyümesi</i>	-12.40%	6.37%	0.23%	23.30%	23.92%	32.84%	33.56%	23.22%	1.41%	-0.50%	-0.50%	-5.18%
Satılan Malların Maliyeti	25.5	31.7	30.5	35.9	42.0	55.7	74.4	90.6	89.6	89.2	88.7	84.1
<b>Brüt Kâr</b>	<b>37.4</b>	<b>35.1</b>	<b>36.5</b>	<b>46.7</b>	<b>60.4</b>	<b>80.2</b>	<b>107.1</b>	<b>133.1</b>	<b>137.3</b>	<b>136.6</b>	<b>135.9</b>	<b>128.9</b>
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>59.5%</i>	<i>52.5%</i>	<i>54.5%</i>	<i>56.5%</i>	<i>59.0%</i>	<i>59.0%</i>	<i>59.0%</i>	<i>59.5%</i>	<i>60.5%</i>	<i>60.5%</i>	<i>60.5%</i>	<i>60.5%</i>
Faaliyet Giderleri	3.0	6.4	3.3	3.7	4.6	6.1	8.2	10.1	10.2	10.2	10.1	9.6
<i>Faaliyet Giderleri Artışı</i>	<i>40%</i>	<i>112%</i>	<i>-48%</i>	<i>11%</i>	<i>24%</i>	<i>33%</i>	<i>34%</i>	<i>23%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>	<i>-1%</i>	<i>-5%</i>
<b>FVÖK</b>	<b>34.4</b>	<b>28.7</b>	<b>33.2</b>	<b>42.9</b>	<b>55.8</b>	<b>74.1</b>	<b>99.0</b>	<b>123.1</b>	<b>127.1</b>	<b>126.4</b>	<b>125.8</b>	<b>119.3</b>
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>54.7%</i>	<i>42.9%</i>	<i>49.5%</i>	<i>52.0%</i>	<i>54.5%</i>	<i>54.5%</i>	<i>54.5%</i>	<i>55.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>56.0%</i>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler/Giderler	15.4	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operasyonel Kâr	49.8	31.8	33.2	42.9	55.8	74.1	99.0	123.1	127.1	126.4	125.8	119.3
<i>Operasyonel Marj</i>	<i>79.2%</i>	<i>47.6%</i>	<i>49.5%</i>	<i>52.0%</i>	<i>54.5%</i>	<i>54.5%</i>	<i>54.5%</i>	<i>55.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>56.0%</i>
Finansal Gelirler/Giderler	-12.1	-5.6	-3.8	-6.5	-12.4	-22.0	-32.8	-35.0	-29.8	-23.7	-17.5	-11.2
Diğer Gelir/Giderler	-3.7	7.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vergi Öncesi Kâr	34.0	34.0	29.3	36.4	43.3	52.1	66.2	88.1	97.3	102.8	108.3	108.1
Vergi Oranı	38%	31%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Giderleri	12.9	10.4	7.3	9.1	10.8	13.0	16.5	22.0	24.3	25.7	27.1	27.0
<b>Net Kâr</b>	<b>21.1</b>	<b>23.6</b>	<b>22.0</b>	<b>27.3</b>	<b>32.5</b>	<b>39.1</b>	<b>49.6</b>	<b>66.0</b>	<b>73.0</b>	<b>77.1</b>	<b>81.2</b>	<b>81.1</b>
<i>Net Kâr Marjı</i>	<i>33.5%</i>	<i>35.3%</i>	<i>32.8%</i>	<i>33.1%</i>	<i>31.8%</i>	<i>28.8%</i>	<i>27.3%</i>	<i>29.5%</i>	<i>32.2%</i>	<i>34.1%</i>	<i>36.2%</i>	<i>38.1%</i>
Amortisman	13.1	17.5	17.1	19.0	22.0	29.2	39.0	47.0	45.4	45.2	44.9	42.6
<b>FAVÖK</b>	<b>47.5</b>	<b>46.2</b>	<b>50.2</b>	<b>61.9</b>	<b>77.8</b>	<b>103.3</b>	<b>138.0</b>	<b>170.0</b>	<b>172.5</b>	<b>171.6</b>	<b>170.7</b>	<b>161.9</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>75.6%</i>	<i>69.2%</i>	<i>75.0%</i>	<i>75.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>	<i>76.0%</i>

Nakit Akış Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	36.5	2.7	37.0	39.3	40.0	39.1	33.4	42.3	38.2	36.1	34.1	33.6
Net Kar	21.1	23.6	22.0	27.3	32.5	39.1	49.6	66.0	73.0	77.1	81.2	81.1
Net Kar Düzeltmeleri	33.7	24.6	18.8	20.9	24.2	32.2	42.9	51.7	49.9	49.7	49.4	46.9
Amortisman	13.1	17.5	17.1	19.0	22.0	29.2	39.0	47.0	45.4	45.2	44.9	42.6
İşletme Sermayesindeki Değişim	10.8	-5.4	-0.2	-0.8	-1.1	-1.5	-2.1	-2.0	-0.3	0.1	0.1	0.5
<b>Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit</b>	<b>65.6</b>	<b>42.8</b>	<b>40.5</b>	<b>47.4</b>	<b>55.6</b>	<b>69.7</b>	<b>90.5</b>	<b>115.7</b>	<b>122.5</b>	<b>126.8</b>	<b>130.7</b>	<b>128.5</b>
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı</b>	<b>-69.7</b>	<b>-27.0</b>	<b>-55.0</b>	<b>-94.0</b>	<b>-155.0</b>	<b>-214.0</b>	<b>-201.0</b>	<b>-35.0</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.0</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	-3.2	37.1	25.0	55.0	108.0	150.0	135.0	-60.0	-80.0	-80.0	-80.0	-80.0
Ödenen Temettüpler	-17.8	-15.0	-8.3	-7.7	-9.6	-11.4	-15.6	-24.8	-39.6	-43.8	-46.2	-48.7
Bedelli Sermaye İhracı	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğer Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	-0.4	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit</b>	<b>-21.5</b>	<b>20.1</b>	<b>16.7</b>	<b>47.3</b>	<b>98.4</b>	<b>138.6</b>	<b>119.4</b>	<b>-84.8</b>	<b>-119.6</b>	<b>-123.8</b>	<b>-126.2</b>	<b>-128.7</b>
Toplam Nakit Akışı	-34.3	34.3	2.3	0.7	-0.9	-5.6	8.9	-4.1	-2.1	-2.0	-0.5	-5.3
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	2.2	37.0	39.3	40.0	39.1	33.4	42.3	38.2	36.1	34.1	33.6	28.3

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
F/K	18.9	22.0	18.6	15.0	12.6	10.5	8.3	6.2	5.6	5.3	5.0	5.1
FD/FAVÖK	8.9	11.8	8.7	7.0	5.6	4.2	3.2	2.6	2.5	2.5	2.5	2.7
PD/DD	1.7	1.8	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Özkaynak Karlılığı	12.4%	8.8%	7.3%	8.6%	9.6%	10.7%	12.5%	15.2%	15.5%	15.3%	15.1%	14.2%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	10.0%	6.7%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%	8.3%	10.5%	11.4%	12.1%	12.8%	13.0%
Net Borç	20.9	27.5	47.9	99.7	206.0	359.3	483.4	425.8	345.3	264.1	180.5	100.6
Net Borç / FAVÖK	0.4	0.6	1.0	1.6	2.6	3.5	3.5	2.5	2.0	1.5	1.1	0.6
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	0.1	0.2	0.3	0.6	0.9	1.2	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2
Temettü Verimi	4.5%	2.9%	2.0%	1.9%	2.3%	2.8%	3.8%	6.1%	9.7%	10.7%	11.3%	11.9%

Kaynak: Şirket Verisi, Finnet, PhillipCapital Araştırma

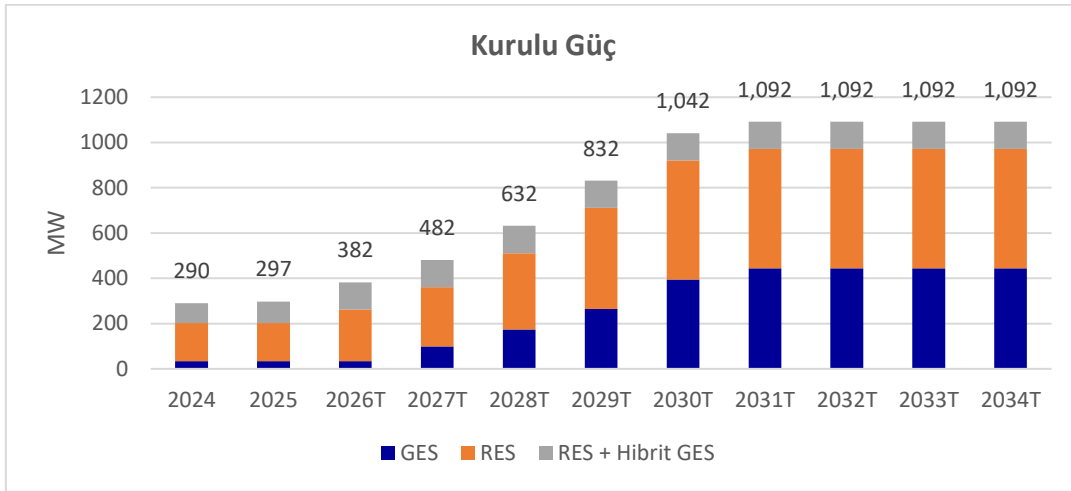
## Operasyonel Görünüm

### Kurulu Güç

Galata Wind, önümüzdeki altı yıl içinde kurulu gücünü önemli ölçüde artırmayı planlamaktadır. Şirketin açıkladığı kapasite artış planını dikkate alarak ve olası yatırım gecikmelerini hesaba katarak, düzeltilmiş kurulu güç projeksiyonlarımızı oluşturduk.

Galata Wind, rakiplerinden farklı olarak yalnızca mevcut portföyünü genişletmekle kalmayıp aynı zamanda yeni bölgelere açılarak ve elektrik üretim kapasitesini maksimize etmek amacıyla yeni teknolojilere yatırım yapmaktadır. Şirketin hâlihazırda iki kapasite genişletme projesi ve yurt içi ve yurt dışı yeni enerji santrali yatırımları bulunmaktadır. Yatırımların büyük çoğunluğu Türkiye’de gerçekleştirilecek olsa da şirket 2030 yıl sonuna kadar Avrupa bölgesinde toplamı kapasitesi 300 MW olacak yeni güneş santrali projeleri kurmayı hedeflemektedir. Ek olarak, ön lisansı alınmış 410MW’lık yeni rüzgâr ve güneş santralleri yatırımları içerdikleri batarya depolamalı sistem ile daha yüksek bir üretim verimliliğine sahip olacak.

Aşağıdaki grafik, 2025’ten 2031’e kadar Galata Wind’in kapasite büyümesi için öngörülerimizi göstermektedir.



Aşağıdaki tabloda ise, şirketin her bir enerji santrali için beklenen kurulu kapasite değerleri yer almaktadır.

### Kurulu Güç (MW)

Santral İsmi	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Çorum GES	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
Erzurum GES	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7
Mersin RES	62.7	62.7	62.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7
Şah RES	105.0	105.0	105.0	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8
Taşpınar RES + Hibrit GES	67.2	88.4	95.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4
Alapınar RES	0.0	0.0	0.0	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
Avrupa GES	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	100.0	150.0	250.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Depolu GES	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	40.0	80.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
Depolu RES	0.0	0.0	0.0	0.0	35.0	110.0	220.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
<b>Toplam (MW)</b>	<b>269.0</b>	<b>290.2</b>	<b>297.2</b>	<b>381.6</b>	<b>481.6</b>	<b>631.6</b>	<b>831.6</b>	<b>1,041.6</b>	<b>1,091.6</b>	<b>1,091.6</b>	<b>1,091.6</b>	<b>1,091.6</b>

\*Yılbaşı itibarıyla

### Kapasite Faktörü

Kurulu güç büyüklüğünün, bir şirketin değerini ve uzun vadeli performansını ölçmek için en önemli gösterge olduğuna dair yaygın bir yanlış algı bulunmaktadır. Ancak, aynı kurulu güce sahip olan iki santral, enerji kaynağındaki farklılık, teknik özellikler ve santrallerin yaşına göre tamamen farklı seviyelerde elektrik üretimi gerçekleştirebilir. "Kurulu güç" kavramı, aslında bir enerji santralinin üretebileceği maksimum güç çıktısını gösterir. Bu nedenle, elektrik üretimini tahmin ederken verimliliğin dikkate alınması kritik öneme sahiptir. Bu verimlilik, kapasite faktörü olarak adlandırılır.

Kapasite faktörünü hesaba katarken dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli unsur ise bu oranın sabit olmamasıdır. Enerji santrallerinin verimliliği zamanla azalır ve bu azalma yıllık yıpranma oranı (degradation) ile ölçülür. Gelecek yılların kapasite faktörünü daha doğru tahmin etmek için yıllık yıpranma oranı da hesaplamalara dahil edilmelidir.

Galata Wind'in her bir santrali için 2034 yılına kadar olan kapasite faktörü tahminlerimiz aşağıda yer almaktadır.

#### Kapasite Faktörü

Santral İsmi	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Çorum GES	0.170	0.176	0.170	0.169	0.168	0.167	0.167	0.166	0.165	0.164	0.163	0.163
Erzurum GES	0.171	0.173	0.180	0.179	0.178	0.177	0.176	0.176	0.175	0.174	0.173	0.172
Mersin RES	0.350	0.398	0.400	0.425	0.423	0.421	0.419	0.417	0.414	0.412	0.410	0.408
Şah RES	0.345	0.350	0.360	0.358	0.356	0.355	0.353	0.351	0.349	0.348	0.346	0.344
Taşpınar RES + Hibrit GES	0.287	0.272	0.270	0.269	0.267	0.266	0.265	0.263	0.262	0.261	0.259	0.258
Alapınar RES	0.000	0.000	0.000	0.400	0.398	0.396	0.394	0.392	0.390	0.388	0.386	0.384
Avrupa GES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.200	0.199	0.198	0.197	0.196	0.195	0.194	0.193
Depolu GES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.250	0.249	0.248	0.246	0.245	0.244	0.243	0.241
Depolu RES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.500	0.498	0.495	0.493	0.490	0.488	0.485	0.483
<b>Ortalama</b>	<b>0.264</b>	<b>0.274</b>	<b>0.276</b>	<b>0.300</b>	<b>0.305</b>	<b>0.303</b>	<b>0.302</b>	<b>0.300</b>	<b>0.299</b>	<b>0.297</b>	<b>0.296</b>	<b>0.294</b>

Gelecek yılların kapasite faktörünü bulmak için şirketin tüm santrallerinin geçmiş beş yıllık üretim verilerini inceledik. Ek olarak, planlanan yeni enerji santrali projeleri için şirketin sağladığı bilgileri ve yenilenebilir enerji teknolojilerindeki gelişmeleri göz önünde bulundurarak kendi projeksiyonlarımızı çıkardık.

Her bir enerji santrali için yıllık yıpranma oranı yaklaşık %0,5 olarak belirlenmiştir. Ancak, batarya depolama sistemine sahip enerji santrallerine yapılacak yatırımlar sayesinde, özellikle 2026 ve 2027 yıllarında şirketin toplam elektrik üretim verimliliğinde önemli iyileşmelerin sağlanmasını bekliyoruz.

#### Elektrik Üretimi

Kapasite faktörleri belirlendikten sonra, elektrik üretimini tahmin etmek oldukça basit bir sürece dönüşür. Kurulu gücün kapasite faktörü ile çarpılması, saatlik ortalama elektrik üretim tahminini verir. Bu değer 8760 (24 saat x 365 gün) ile çarpılması ise, bir yıl için tahmini elektrik üretimini oluşturur.

$$\text{Üretilen Elektrik} = \text{Kurulu güç} \times \text{Kapasite Faktörü} \times 8760$$

Aşağıdaki tabloda santrallerin yıllık elektrik üretimi tahminlerimizi bulabilirsiniz.

#### Elektrik Üretimi (GWh)

Santral İsmi	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Çorum GES	14	15	14	14	14	14	14	14	14	14	13	13
Erzurum GES	37	38	39	39	39	38	38	38	38	38	37	37
Mersin RES	192	218	220	379	377	375	373	371	369	367	366	364
Şah RES	317	322	331	351	349	347	346	344	342	340	339	337
Taşpınar RES + Hibrit GES	169	219	226	283	282	281	279	278	276	275	274	272
Alapınar RES	0	0	0	48	47	47	47	47	46	46	46	46
Avrupa GES	0	0	0	0	88	174	260	431	515	513	510	507
Depolu GES	0	0	0	0	33	87	173	237	236	235	234	233
Depolu RES	0	0	0	0	153	479	954	1,294	1,288	1,281	1,275	1,269
<b>Toplam (GWh)</b>	<b>729</b>	<b>812</b>	<b>829</b>	<b>1,113</b>	<b>1,381</b>	<b>1,843</b>	<b>2,484</b>	<b>3,054</b>	<b>3,125</b>	<b>3,109</b>	<b>3,094</b>	<b>3,078</b>

Kısa vadede üretim tahminleri, iklimsel değişiklikler nedeniyle önemli farklılıklar gösterebilir. Ancak, uzun vadede (3 yıl ve daha uzun süreler) bu tahminlerin görece daha doğru ve istikrarlı olacağı öngörülmektedir.

#### Gelir Tahminleri

Gelir tahminlerimizde elektrik piyasa takas fiyatını (PTF) 67 USD/MWh olarak sabitledik. Türkiye kurulu gücündeki artış ile elektrik tüketimindeki talebin orta vadede dengeli ilerlemesini bekliyoruz. Bu nedenle PTF'nin güncel seviyesini korumasını bekliyoruz. 2034 yılına kadar tahmini satış gelirlerini hesaplamak için de YEKDEM tarifelerini ve sona erme tarihlerini tahminlerimize dahil ettik. Galata Wind, Çorum RES, Erzurum RES ve Taşpınar RES + Hibrit

GES santralleri için YEKDEM programından yararlanmaktadır. YEKDEM, yenilenebilir enerji üreticilerine, ürettikleri elektriği dolar bazlı sabit bir fiyattan satma olanağı sağlayan önemli bir devlet teşvik programıdır.

Aşağıdaki tabloda, tüm santrallerin USD bazında ortalama tahmini satış fiyatları yer almaktadır.

**Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)**

Santral İsmi	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Çorum GES	133	133	133	133	133	67	67	67	67	67	67	67
Erzurum GES	133	133	133	133	133	133	67	67	67	67	67	67
Mersin RES	80	68	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Şah RES	80	68	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Taşpınar RES + Hibrit GES	94	94	94	73	73	73	73	73	67	67	67	67
Alapınar RES	0	0	0	75	75	75	75	75	75	75	75	67
Avrupa GES	0	0	0	0	67	67	67	67	67	67	67	67
Depolu GES	0	0	0	0	67	67	67	67	67	67	67	67
Depolu RES	0	0	0	0	75	75	75	75	75	75	75	67

Yenilenebilir enerji üreticilerinin gelir kaynakları iki ana kalemden oluşmaktadır. Gelirlerin büyük bir kısmı üretilen elektrikten elde edilirken küçük bir bölümü de karbon sertifika satışlarından oluşmaktadır. Galata Wind'in yıllık potansiyel elektrik üretimlerinden yola çıkarak karbon sertifikası tahminlerini oluşturduk. Türkiye'deki karbon sertifikası fiyatları yaklaşık 3 USD seviyesindeyken, bu rakamın önümüzdeki yıllarda önemli ölçüde artmasını bekliyoruz. 2024 yılında Avrupa'da karbon sertifikası fiyatlarının 40 ila 130 USD arasında ülkelere göre değişiklik göstermektedir. Bu nedenle karbon sertifikası satış fiyatlarını 2034 yılına kadar metrik ton başına 4 USD olarak varsaydık. Galata Wind'in geçmiş verileri ve yeni yatırımları temel alındığında, şirketin 1 MWh elektrik üretimi başına yaklaşık 0,55 ton karbon sertifikası elde edeceğini tahmin ediyoruz.

Elektrik üretimi ve karbon sertifikalarından elde edilmesi beklenen gelir tahminlerimiz aşağıdadır.

**Ciro (Mn USD)**

Santral İsmi	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Çorum GES	1.9	1.9	1.9	1.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Erzurum GES	5.0	5.2	5.2	5.1	5.1	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Mersin RES	14.9	14.7	25.4	25.2	25.1	25.0	24.9	24.7	24.6	24.5	24.4
Şah RES	21.9	22.2	23.5	23.4	23.3	23.2	23.0	22.9	22.8	22.7	22.6
Taşpınar RES + Hibrit GES	20.6	21.2	20.7	20.6	20.5	20.4	20.3	18.5	18.4	18.3	18.2
Alapınar RES	0.0	0.0	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.1
Avrupa GES	0.0	0.0	0.0	5.9	11.7	17.4	28.9	34.5	34.3	34.2	34.0
Depolu GES	0.0	0.0	0.0	2.2	5.8	11.6	15.9	15.8	15.7	15.7	15.6
Depolu RES	0.0	0.0	0.0	11.5	36.0	71.5	97.1	96.6	96.1	95.6	85.0
<b>Elektrik Satışları</b>	<b>64.3</b>	<b>65.2</b>	<b>80.1</b>	<b>99.3</b>	<b>131.9</b>	<b>176.1</b>	<b>217.0</b>	<b>220.0</b>	<b>218.9</b>	<b>217.8</b>	<b>206.2</b>
<b>Karbon Sertifikası Satışları</b>	<b>0.0</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>3.0</b>	<b>4.1</b>	<b>5.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>
<b>Toplam Hasılat</b>	<b>64.3</b>	<b>67.0</b>	<b>82.6</b>	<b>102.3</b>	<b>136.0</b>	<b>181.6</b>	<b>223.7</b>	<b>226.9</b>	<b>225.8</b>	<b>224.6</b>	<b>213.0</b>

Tabloda görülebileceği gibi, toplam ciro 2031 yılından sonra azalmaya başlayacaktır. Bu azalma, Galata Wind'in 2031 yılından itibaren yeni yenilenebilir enerji yatırımlarını durduracağı ve mevcut enerji santrallerinin verimliliğinin zamanla azalacağı varsayımına dayanmaktadır. Satış fiyatlarının sabit kalması beklenmesine rağmen, yıpranma payı kaynaklı operasyonel verimlilikteki düşüş, toplam gelirlerde gerilemeye yol açıyor. Şirketin 2031 yılından sonra enerji yatırımlarına devam etmesini yukarı yönlü bir potansiyel oluşturmaktadır.

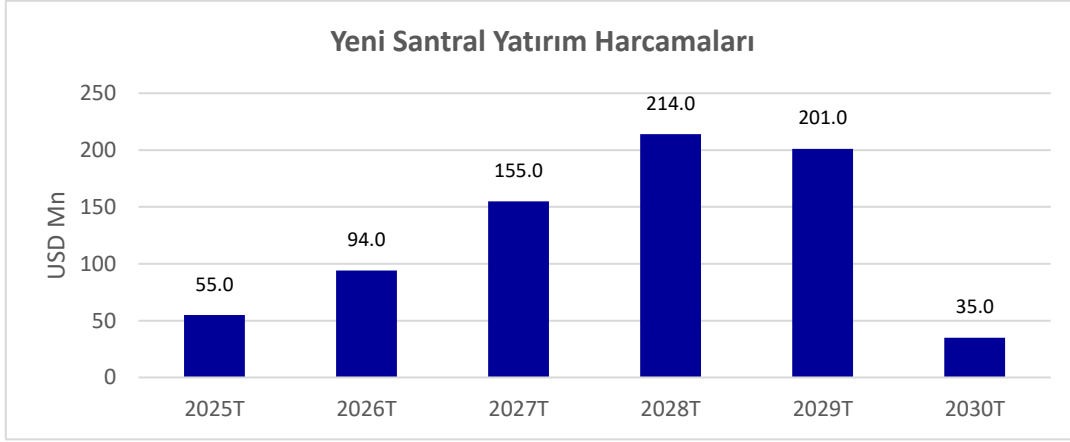
**Yatırım Maliyetleri (Capex)**

Yenilenebilir enerji kaynaklarındaki hızlı teknolojik gelişmeler, yatırım maliyetleri üzerinde önemli değişikliklere yol açtı. Türkiye koşullarına uygun gerçekçi bir yaklaşım oluşturmak amacıyla, çeşitli elektrik üreticilerinden ve kamuya açık kaynaklardan sermaye harcamalarına (capex) ilişkin veriler topladık.

Elde ettiğimiz bilgilere göre, yeni güneş enerjisi santrallerinin MW başına kurulum maliyetini 700 bin USD olarak varsaydık. Rüzgâr enerjisi santralleri için ise 1 MW'lık kurulu kapasite başına yatırım maliyetinin yaklaşık 1,1 milyon

USD olacağını öngörüyoruz. Eğer yatırım batarya depolama sistemi içeriyorsa, bu sistem için kurulu güç başına ek 200 bin USD yatırım gerekecektir.

Aşağıdaki grafikte yeni santraller için yıllık yatırım harcaması tahminlerimizi bulabilirsiniz.



## Çarpan Analizi

Elektrik üretimi alanında ülkelere göre regülasyonlar ciddi farklılıklar gösterebiliyor. Bu nedenle değerlendirme çalışmamıza çarpan analizini dahil etmedik. Ancak, Galata Wind'in küresel benzerlerine kıyaslamasını değerlendirmeyi faydalı buluyoruz. Gerçekleştirdiğimiz karşılaştırmaya göre, Galata Wind, yurt içi ve yurt dışı benzer yenilenebilir enerji üreticilerine kıyasla 2025 ve 2026 çarpanlarına göre ortalama yaklaşık %25 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu iskontonun, şirketin güçlü operasyonel yapısı, uzun vadeli stratejik büyüme planları ve düşük borçluluk seviyesi göz önüne alındığında yatırımcılar için cazip olduğuna inanıyoruz.

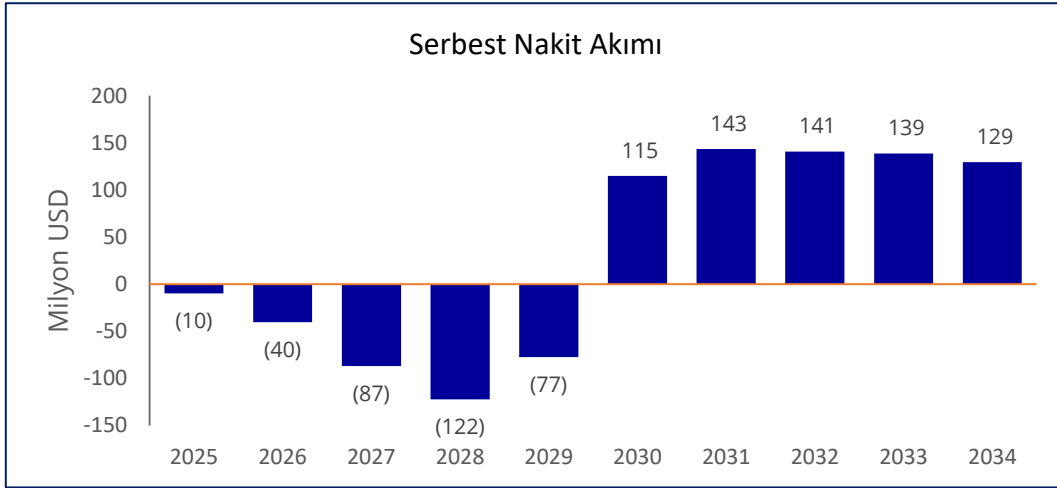
Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mln USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Absolute Clean Energy PCL	Tayland	389	12.6	7.0	8.4	5.4
Akfen Yenilenebilir Enerji AS	Türkiye	594	5.6	-	8.5	5.9
Audax Renovables SA	İspanya	687	10.8	9.5	7.0	6.7
Brookfield Renewable Corp	Kanada	9,249	-	-	11.7	10.9
Clearvise AG	Almanya	135	-	-	10.3	8.5
Clearway Energy Inc	ABD	5,165	62.6	37.2	12.9	11.9
EDP Renováveis SA	İspanya	9,277	20.3	15.7	9.7	8.9
Encavis AG	Almanya	2,949	28.9	26.5	14.2	12.7
Enefit Green Energy	Estonya	745	14.4	13.7	10.9	9.5
Polaris Renewable Energy Inc	Kanada	187	26.3	11.5	4.9	4.6
RENOVA Inc	Japonya	373	9.3	16.9	14.9	10.6
Serena Energia SA	Brezilya	746	-	63.9	8.4	8.0
Ortalama (Kırpılmış %10 - %90)			21.2	22.4	10.2	8.6
<b>GWIND</b>			<b>16.3</b>	<b>13.6</b>	<b>8.5</b>	<b>6.7</b>
<b>Prim / İskonto</b>			<b>-23%</b>	<b>-39%</b>	<b>-17%</b>	<b>-22%</b>

## Değerleme

Aşağıdaki tablolar, Galata Wind için 2034 yılına kadar olan serbest nakit akışı (unlevered free cash flow) hesaplamalarımızı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) varsayımlarımızı göstermektedir. Bu hesaplamalar, önceki bölümlerde sunulan finansal tahminlere dayanmaktadır.

Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
FVÖK	28.7	33.2	42.9	55.8	74.1	99.0	123.1	127.1	126.4	125.8	119.3
Amortisman	17.5	17.1	19.0	22.0	29.2	39.0	47.0	45.4	45.2	44.9	42.6
FAVÖK	46.2	50.2	61.9	77.8	103.3	138.0	170.0	172.5	171.6	170.7	161.9
Vergi Giderleri	10.4	7.3	9.1	10.8	13.0	16.5	22.0	24.3	25.7	27.1	27.0
Yatırım Harcamaları	27.0	55.0	94.0	155.0	214.0	201.0	35.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-5.4	-0.2	-0.8	-1.1	-1.5	-2.1	-2.0	-0.3	0.1	0.1	0.5
Serbest Nakit Akışı	3.4	-12.3	-41.9	-89.1	-125.2	-81.6	111.0	142.8	141.0	138.7	130.4
İskonto Oranı		0.110	0.105	0.098	0.092	0.088	0.092	0.096	0.101	0.107	0.113
İndirgenmiş Nakit Akımı		-8.8	-32.9	-64.5	-83.1	-48.4	65.8	74.9	66.8	59.4	49.8

AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Sermaye Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Borç Ağırlığı	22.0%	29.8%	41.1%	50.9%	56.0%	50.5%	43.9%	36.4%	27.8%	18.0%
Özkaynak Ağırlığı	78.0%	70.2%	58.9%	49.1%	44.0%	49.5%	56.1%	63.6%	72.2%	82.0%
Borç / Özsermaye	0.28	0.42	0.70	1.03	1.27	1.02	0.78	0.57	0.38	0.22
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Borçlanma Maliyeti	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Özkaynak Maliyeti	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
<b>AOSM</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.3%</b>



Hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü revizenin başlıca sebepleri operasyonel marjlarda iyileşme ve yeni yatırımlardaki borç/özkaynak kullanım oranı tahminimizdeki değişim oldu. Şirketin özellikle FAVÖK marjının TEİAŞ sistem kullanım ve işletim tarifelerinde 1 Ocak 2025 itibariyle geçerli olacak indirim sonrası artış göstermesini bekliyoruz.

Değerleme modelimizde kullanılan varsayımlar aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. 12 aylık ileriye dönük USD/TRY döviz kuru tahmini, Merkez Bankası anketleri ve araştırma ekibimizin beklentileri doğrultusunda belirlenmiştir.

<b>Yapılan Varsayımlar</b>	
Sonsuz Büyüme Oranı	1%
USDTRY (Güncel Kur)	36.44
USDTRY 12 Aylık Tahmin	44.00

<b>Hedef Fiyatın Hesaplanması (Mn USD)</b>	
Firma Değeri	567
Nakit (+)	37
Finansal Yatırımlar (+)	3
Borç (-)	65
Adil Değer	542
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	602
Toplam Pay Sayısı (Mn Adet)	540

12 Aylık Hedef Fiyat (USD)	1.12
<b>12 Aylık Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>49.10</b>
Cari Fiyat (USD)	0.76
Cari Fiyat (TL)	27.66
Getiri Potansiyeli (TL)	78%

*Nakit, finansal yatırımlar ve borç 31.12.2024 itibariyle verilmiştir.*

## Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

### Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

### Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

### Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.



## Yasal Uyarı

Burada yer alan 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 analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.