



GALATA WİND ENERJİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

5 Nisan 2021



[Handwritten signature]
KUL K...
S...
100 - 22.000

İÇİNDEKİLER

1. ŞEKİLLER.....	3
2. KISALTMALAR	5
3. GİRİŞ.....	7
4. İŞİN KAPSAMI	8
5. HALKA ARZ GEREKÇESİ.....	11
6. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ.....	11
7. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ.....	25
8. DEĞERLEME	33
9. GALATA WİND DEĞERLEMESİ.....	51

Şekiller

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi.....	11
Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi - Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	11
Şekil 3 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi - Adilbey Holding A.Ş.	11
Şekil 4 Santral Bilgileri.....	12
Şekil 5 Santral Tahsilat Bilgileri.....	14
Şekil 6 Kurulu Güç Gelişimi	17
Şekil 7 Elektrik Üretimi Gelişimi	18
Şekil 8 Mevcut YEKDEM Fiyatları	19
Şekil 9 Yeni YEKDEM ile Mevcut YEKDEM Fiyatları Karşılaştırması.....	20
Şekil 10 31.12.2020 Şirket Borçluluk Durumu.....	22
Şekil 11 Gelir Tablosu.....	25
Şekil 12 Satışların Detayı.....	26
Şekil 13 Santral Bazında Satış Gelişimi.....	26
Şekil 14 Net Satış ve FAVÖK Gelişimi.....	27
Şekil 15 Düzeltilmiş FAVÖK.....	27
Şekil 16 Bilanço	28
Şekil 17 İşletme Sermayesi.....	30
Şekil 18 Borçluluk Oranları.....	30
Şekil 19 Borçluluk Göstergeleri.....	31
Şekil 20 Kredi Bilgileri.....	31
Şekil 21 Nakit Akış Tablosu.....	31
Şekil 22 Santrallerin Üretim Projeksiyonları.....	36
Şekil 23 Gelir Projeksiyonu	38
Şekil 24 Gider Projeksiyonu.....	39
Şekil 25 Gelir Projeksiyonu	40
Şekil 26 Gelir Projeksiyonu	40
Şekil 27 OSM Tablosu.....	41
Şekil 28 Benzer Şirketler Borçluluk ve Beta Tablosu.....	42
Şekil 29 İNA Tablosu.....	43
Şekil 30 İNA Özsermaye Değeri.....	43
Şekil 31 BIST Elektrik Endeksinde Yer Alan Şirketler	44
Şekil 32 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları.....	45
Şekil 33 Yurt İçi Benzer Şirket FD/FAVÖK Çarpanları	46

Şirketin Adı: ...
Tic. Sic. No: ...
Mersis No: ...
Vergi No: ...
İletişim Bilgileri: ...
İmza: ...

Şekil 34 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları	48
Şekil 35 Yurt Dışı Benzer Şirket FD/FAVÖK Çarpanları	49
Şekil 36 Çarpan Analizi Tablosu.....	50
Şekil 37 Çarpan Analizi Tablosu.....	51
Şekil 38 Halka Arz Fiyatı ve İskontosu	51

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD Doları, Amerikan Doları, USD, \$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Ar-Ge	Araştırma, Geliştirme ve Tasarım
Avrupa Birliği	Avrupa kıtasında bulunan siyasi ve ekonomik örgütlenme
Bağımsız Denetim Raporu	PwC tarafından hazırlanan 1 Ocak - 31 Aralık 2020, 1 Ocak - 31 Aralık 2019 ve 1 Ocak - 31 Aralık 2018 hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel amaçlı bağımsız denetçi raporu
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P. tarafından hizmet verilen veri sağlayıcı platform
Borsa İstanbul veya BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
D Yapım	D Yapım Reklamcılık ve Dağıtım A.Ş.
Elektrik Piyasası Kanunu	6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPIAŞ	Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
EUR veya Avro	Avrupa Birliği'nin resmi para birimi
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FK	Esas faaliyet karı
Galata Wind veya Şirket	Galata Wind Enerji A.Ş.
Garanti Yatırım	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
GES	Güneş enerjisi santrali
Grup veya Doğan Grubu veya Doğan Holding	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş., bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinden oluşan şirketler topluluğu
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GW	Gigawatt
GWh	Gigawatt Saat
ID , İşletme Değeri	Tanımı UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.'da verilen bir işletmedeki toplam özsermaye değerine borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
LTM	Son 12 ay
Mn	Milyon
MWe	Megawatt Elektrik

MWh	Megawatt Saat
MWm	Megawatt Mekanik
PwC	PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
RES	Rüzgar enerjisi santrali
TEDAŞ	Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.
TEİAŞ	Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
TETAŞ	Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş.
TL	Türk Lirası
UDS	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YEKA	Yenilenebilir Enerji Kaynakları Alanları
YEKDEM	Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması
YEKDEM Yönetmeliği	1 Ekim 2013 tarihli 28782 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Belgelendirilmesi ve Desteklenmesine İlişkin Yönetmelik

Giriş

Sermaye Piyasası Kurul'unun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu Galata Wind'in halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Garanti Yatırım tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Galata Wind ile Garanti Yatırım arasında 11.02.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

İşin Kapsamı

Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Garanti Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan, Garanti Yatırım Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti Yatırım değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Galata Wind ile 11 Şubat 2021 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" ile bu sözleşmenin eki ve ayrılmaz bir parçası olan 3 Mart 2021 tarihinde imzalanan "Tadil Protokolü" ve 5 Nisan 2021 tarihinde imzalanan "Ek Protokol" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporu hazırlayan ekip 12 yılın üzerinde kurumsal finansman tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 205726) sahibi Garanti Yatırım Kurumsal Finansman Birim Müdürü S. Akın Kozikoğlu tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesine sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate almıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müsteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Garanti Yatırım ve Galata Wind arasından 11.02.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Galata Wind olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

Yapılan değerlendirme kapsamında Galata Wind paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek Galata Wind paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır. Değerleme yaklaşımları olarak ise Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 05 Nisan 2021'dir.

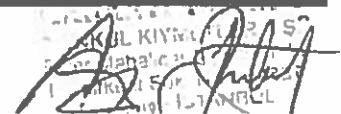
Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Tarafımızca Galata Wind ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla Garanti Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte Garanti Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.



Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Garanti Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, PwC tarafından TMS/TFRS kapsamında Bağımsız Denetim Raporu, CapitalIQ veri tabanına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında Pazar Yaklaşımını temsilen Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi, Gelir Yaklaşımını temsilen ise İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntemler özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir.

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor Galata Wind paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayınlanacaktır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor muhatabı olan Galata Wind'in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayınlanacak olan bu rapor Garanti Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının tevit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları Galata Wind paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) mevzuatın izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

UL KIR
GELİNE
KAP
1417
TANDEM

Halka Arz Gerekçesi

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

Şirket Hakkında Genel Bilgi

Ortaklık Yapısı

Doğan Şirketler Grubu tarafından kontrol edilen Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapıları aşağıda verilmektedir.

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	534.791.457,65	100,00
TOPLAM	534.791.457,65	100,00

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi - Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Adilbey Holding A.Ş.	1.299.679.019,428	49,66
Aydın Doğan	222.047.299,539	8,49
Diğer	1.095.211.969,030	41,85
TOPLAM	2.616.938.287,997	100,00

Kaynak: Şirket

Şekil 3 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi - Adilbey Holding A.Ş.

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Aydın Doğan	255.985.868,00	41,71
Işıl Doğan	91.996.329,00	14,99
Arzuhan Yalçındağ	66.432.240,75	10,82
Vuslat Sabancı	66.432.240,75	10,82
Hanzade Vasfiye Doğan Boyner	66.432.240,75	10,82
Yaşar Begümhan Doğan Faralyalı	66.432.240,75	10,82
TOPLAM	613.711.160,00	100,00

Kaynak: Şirket

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Galata Wind, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmek ve bu elektriği Türkiye Enterkonnekte Şebekesi'ne satmaktadır.

Şirket'in bünyesinde 3 adet rüzgar enerji santrali ve 2 adet güneş enerjisi santrali bulunmaktadır. Bu santrallerin toplam kurulu gücü 269 MW olup bunun 234,9 MW'lik kısmı

Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı
Adilbey Holding A.Ş. Başkanı
Aydın Doğan
15 Ocak 2023

RES'lerden ve 34,1 MW'lık kısmı GES'lerden oluşmaktadır. 31.12.2020 itibarıyla toplam 269 MW kapasitenin 206,6 MW'lık¹ kısmı operasyoneldir.

Şekil 4 Santral Bilgileri

Santralin Adı	Yer	Kurulu Güç (MW)	İşletmeye Alınma Tarihi	YEKDEM bitiş tarihi
Rüzgar				
Mersin RES	Mersin	62,7	2010	2020
Şah RES	Balıkesir	105,0	2011	2021
Taşpınar RES	Bursa	67,2	2020	2030
Güneş				
Erzurum GES	Erzurum	24,7	2018	2028
Çorum GES	Çorum	9,4	2017	2027

Kaynak: Şirket

49 yıllık üretim lisansına haiz RES'ler sırasıyla Şah RES, Mersin RES ve Taşpınar RES'tir. Bandırma/Balıkesir'de Kurulu 105 MW gücündeki Şah RES 2011 yılından; Mut/Mersin'de kurulu 62,7 MW gücündeki Mersin RES ise 2010 yılından bu yana faaliyettedir. 2010 Mart ayında 11 türbin ile toplam 33 MW olarak faaliyete geçen Mersin RES'in kapasitesi Şubat 2013'de 4 türbin daha devreye alınmasıyla birlikte 9 MW artarak toplamda 42 MW'a ulaşmıştır. Aralık 2017'de ise 6 adet ek türbinin devreye alınmasıyla birlikte şu anki 62,7 MW Kurulu gücüne ulaşmıştır. 2011 yılında 31 türbin ile toplam 93 MW kapasite ile üretime başlayan Şah RES'in ise kurulu gücü Mayıs 2013'de devreye alınan 4 adet ek türbin sonucunda mevcut kapasitesi olan 105 MW'a çıkmıştır. Nilüfer/Bursa'da Kurulu 67,2 MW gücündeki Taşpınar RES ise 27.10.2020 tarihinde 4,8 MW'lık kısmi geçici kabulü yapılarak devreye alınmıştır. 31.12.2020'de 10 adet türbinin montajı tamamlanan santralin 2021 Mart itibarıyla tam kapasite devreye alınmıştır.

Lisanssız elektrik üretimi kapsamında faaliyet gösteren güneş santralleri ise Merkez/Çorum'da 9,36 MW Kurulu güç ve Aziziye-Hınıs-Karayazı/Erzurum'da 24,7 MW kurulu güç ile Çorum GES 19.12.2017 tarihinde, Erzurum GES ise Aziziye'deki santraller 04.01.2019 tarihinde, Hınıs'taki santraller 28.12.2018 tarihinde ve Karayazı'daki santraller 09.11.2018 tarihinde devreye alınmışlardır.

31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihlerinde sona eren yıllarda Şirket üretmiş olduğu elektriğin tamamını YEKDEM kapsamında satmıştır. 2020 yılı içerisinde YEKDEM kapsamında ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh'dan satan Mersin RES, 2020 yılı sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden satmaya başlamıştır. Şah RES ise YEKDEM'den 2021 yılı sonu itibarıyla çıkacaktır, hâlihazırda ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh fiyat ile satmaktadır. 2022 yılından itibaren ise

¹ Şah RES (105 MW), Mersin RES (62,7 MW), Taşpınar RES (4,8 MW), Çorum GES (9,4 MW) ve Erzurum GES (24,7 MW)

ürettiği elektriğin satışını spot piyasada veya ikili anlaşma yolu ile yapabilecektir. 2020 yılında devreye giren Taşpınar RES ise YEKDEM'den 2021 yılında yararlanmaya başlamış olup 2030 yılı sonuna kadar yararlanmaya devam edecektir. Taşpınar RES'te yerli üretim ekipman kullanıldığı için YEKDEM'in ilk 5 yıllık döneminde ürettiği elektriği 94 ABD\$/MWh'dan satabilecektir. Kalan 5 yıllık dönemde ise ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh'dan satabilecektir. Taşpınar RES de YEKDEM süresi dolduktan sonra ürettiği elektriği spot piyasada ya da ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecektir. Şirketin üç rüzgar santrali de mevcut durumda satışlarını dengeleme grubu kapsamında ikili anlaşmalar üzerinden satmakta olup, dengeleme grubundan yukarıda bahsedilen satış fiyatları üzerine 9,75 TL/MWh prim almaktadır.

"Lisanssız GES"ler için ise devreye alınma tarihinden itibaren 10 yıllık YEKDEM süreleri başlamıştır. Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar, Erzurum GES ise 2028 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 133 ABD\$/MWh satış fiyatı ile bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satabilecektir. 2 Aralık 2020 tarihli resmi gazetede yayınlanan "7257 Elektrik Piyasası Kanunu ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" uyarınca lisanssız santraller YEKDEM süresinin bitiminden itibaren kalan lisans süresi boyunca elektrik piyasasında oluşan saatlik piyasa takas fiyatının yüzde on beşinin YEK Destekleme Mekanizmasına katkı bedeli olarak ödenmesi koşuluyla lisanslı üretim faaliyetine geçebilecektir. Bu kapsamda Çorum GES ve Erzurum GES'in YEKDEM sürelerinin tamamlanmasının ardından Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF'nin %15'ini katkı bedeli olarak ödedikten sonra ürettikleri elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden veya ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecekleri değerlendirilmektedir. Ayrıca lisanssız santrallerin katkı bedelini ödeyerek lisanslı santraller gibi 49 yıl lisans süresine sahip olacağı ve hâlihazırda göreceli olarak daha düşük olan sistem kullanım bedellerinden yararlanabilecekleri düşünülmektedir.

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 tarihlerinde sona eren yıllarda rüzgar ve güneş enerjisi santrallerinde sattığı elektriğin miktar ve net satış hasılatına ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir.

Üretim ve Net Satışlar	31.12.2018			31.12.2019			31.12.2020		
	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat %	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat %	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat %
Şah RES	317.261	114.772.106	61,4%	326.791	135.008.867	54,4%	344.244	177.901.470	53,6%
Mersin RES	182.946	64.865.919	34,7%	186.830	77.807.921	31,3%	200.154	102.759.890	30,9%
Taşpınar RES ¹	-	-	0,0%	-	-	0,0%	2.429	691.810	0,2%
Erzurum GES ²	-	-	0,0%	32.164	25.036.015	10,1%	39.856	37.229.760	11,2%
Çorum GES ³	11.670	7.372.012	3,9%	13.882	10.509.837	4,2%	14.438	13.508.848	4,1%
TOPLAM	511.877	187.010.037	100,0%	559.667	248.362.640	100,0%	601.120	332.091.778	100,0%

1 Taşpınar RES 2020 kısmi olarak devreye girmiş olup 2020 üretimi Kasım-Aralık aylarına ilişkindir.

2 Erzurum GES 18 Mart 2019 tarihinde satın alınmış olup 2019 üretim miktarı Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

3 Çorum GES 15 Mart 2018 tarihinde satın alınmış olup 2018 üretimi Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

Şirketin temsilcisi olarak görev yapan kişilerin imza ve mührü.

Şirket ürettiği elektriği Dengeleme Grubu kapsamında ikili anlaşmalar ve YEKDEM kapsamında satmakta olup, bu satışlarından olan alacaklarını aşağıdaki tablodaki sürelerce tahsil etmektedir:

Şekil 5 Santral Tahsilat Bilgileri

Santral	YEKDEM'den Yararlanıyor mu?	Aktif Piyasa	Tahsilat Zamanı
Mersin RES	Hayır	İkili Anlaşma	Sonraki ayın 20-25'i
Şah RES	Evet	İkili Anlaşma	Sonraki ayın 20-25'i
Taşpınar RES	Evet	İkili Anlaşma	Sonraki ayın 20-25'i
Erzurum GES	Evet	İkili Anlaşma	Bir sonraki ayın 5. işgünü
Çorum GES	Evet	İkili Anlaşma	Bir sonraki ayın 5. işgünü

Şirket, Mersin RES ve Şah RES için Vestas ile bakım ve onarım sözleşmeleri imzalamıştır. Her 2 sözleşme de Kasım 2019 tarihinde imzalanmış olup, Haziran 2030 tarihine kadar geçerlidir. Bakım ve Onarım sözleşmelerinin hizmet kapsamı "full servis" olmakla beraber, %97 emreamadelik² garantisi yer almaktadır.

Taşpınar RES için Nordex firması ile bakım ve onarım sözleşmesi imzalanmıştır. Bu sözleşme Kasım 2019 tarihinde imzalanmış olup, Kasım 2030 tarihine kadar geçerlidir. Bakım ve onarım sözleşmelerinin hizmet kapsamı "full servis" olmakla beraber, %97 emreamadelik garantisi yer almaktadır.

Şirket, geçmiş dönemlerde Çorum GES ve Erzurum GES projelerinin bakım ve onarım hizmetlerini kendi bünyesinde sağlamaktaydı. Bu projelerde de bakım ve onarım hizmetlerinin dışarıdan sağlanması amacıyla hizmet sağlayıcılar ile görüşülmektedir.

Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

2006...Şirket, GY Enerji Danışmanlık Proje Mühendislik Üretim, Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi olarak kurulmuştur

² Emreamadelik hesaplamasında oran, 8760 (365*24) saatten, türbinlerin inşasına ilişkin bir duruş olması durumunda, bu duruş süresinin düşmesi ve her bir türbin için planlı bakım süresi olan 82 saatin eklenmesi sonucunda bulunan değerin 8760'a bölünmesiyle hesaplanır.

2012...Şirket unvanı Galata Wind Enerji Anonim Şirketi olarak değiştirilmiş ve Doğan Holding tarafından devralınmıştır. Şah RES ve Mersin RES satın alınarak, Doğan Holding bünyesinde yenilenebilir enerji üretimi faaliyetine başlanmıştır.

2018...Mersin RES'te 21 MW'lık kapasite artırımı gerçekleştirilmiştir. Çorum GES satın alınmıştır.

2019...Erzurum GES satın alınmıştır.

2020...Taşpınar RES'in izin aşaması tamamlanıp inşaatına başlanmıştır. Taşpınar RES geçici kabulü yapılmış ve üretime başlamıştır.

2021...Taşpınar RES tam kapasite olarak devreye alınmıştır.

Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri

Şirket elektrik enerjisi üretim sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket uhdesinde olan santrallerden sadece yeşil ve yenilenebilir enerji kaynaklı üretim yapmaktadır. Şirket rüzgar ve güneş kaynaklı enerjiden elektrik üretmektedir.

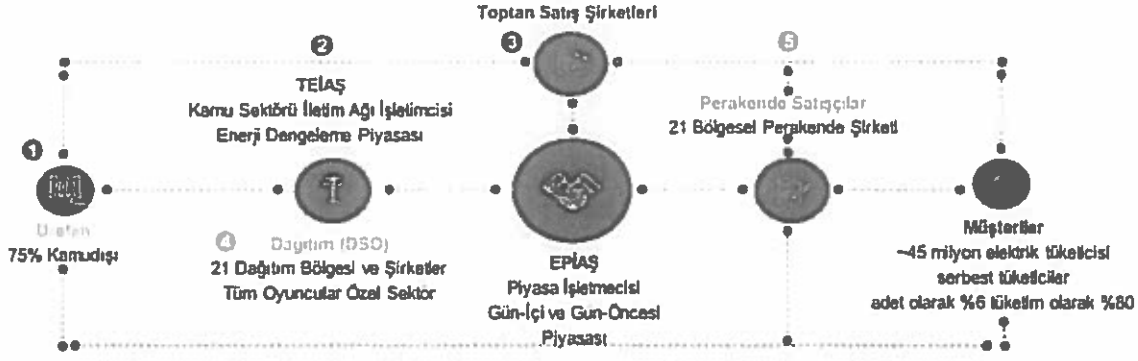
Bu bölümde yer alan veriler, sektör düzenleyici kurumları olan TEİAŞ, EPIAŞ ve EPDK tarafından açıklanan bilgilerden derlenmiştir. Söz konusu bilgilere www.epdk.gov.tr, www.epias.com.tr, www.teias.gov.tr adreslerinden ulaşılabilir.

Türkiye elektrik piyasasında 5 temel taraf bulunmaktadır. Bu taraflar aşağıda anlatılmaktadır:

- 1) **Üreticiler:** 2020 yılsonu itibarıyla, elektrik üretim lisansına sahip kamu ve özel sektör kuruluşlarının toplam kurulu gücü 95,9 GW'dir. 2019 yılında özel sektör enerji üreticileri tarafından üretilen elektrik, toplam elektrik üretiminin %75'ini oluştururken, yenilenebilir kaynaklarla çalışan santrallerden üretilen elektrik, toplam elektrik üretiminin %42'sini oluşturdu([http://epdk.gov.tr/Detay/DownloadDocument?id=4xYFYUovbAI=,23/03/2021](http://epdk.gov.tr/Detay/DownloadDocument?id=4xYFYUovbAI=)).
- 2) **İletim:** Bir devlet kuruluşu olan TEİAŞ, elektrik iletim sektörünün yanı sıra dengeleme güç piyasası ve alakalı diğer yan hizmetleri sunmaktadır.
- 3) **Toptan Satış:** Kamu ve özel sektör şirketleri toptan satış faaliyetlerinde bulunabilirler. Kamu tarafında devlet üretim şirketi EÜAŞ (2018 yılında TETAŞ ile birleşme sonrası) toptan satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.
- 4) **Dağıtım:** 2013 yılından bu yana tamamı özel sektör oyuncularından işletilen 21 dağıtım bölgesi bulunmaktadır.
- 5) **Perakende Satış:** Yıllık serbest tüketici sınırını aşan tüketiciler, tedarikçilerini seçme hakkına sahiptir. Perakende satış lisansına sahip satıcılar, dağıtım bölgesi kısıtlamasına bakılmaksızın uygun müşterilere satış yapabilir. Uygun olmayan aboneler, elektriği ilgili dağıtım şirketinin münhasır perakende şirketlerinden satın almalıdır.

Piyanın işleyişi ve tarafların roller aşağıdaki grafikte gösterilmektedir:

TEİAŞ
EPIAŞ
EPDK
2021
10/10/2021



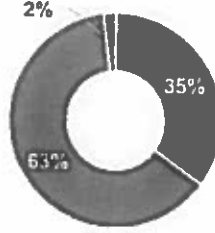
Piyasadaki elektrik ticareti aşağıdaki grafikte gösterilen temel kanallar üzerinden gerçekleşmektedir:



Grafikteki ticaret kanalları aşağıda özetlenmiştir:

- 1) **İkili Anlaşmalar:** Kısa vadeli işlemlerde, elektrik üretim ve tüketiminin aynı seviyede tutulması gerekliliği ve elektriğin yüksek depolama maliyeti nedeniyle elektrik fiyatları dalgalanabilir. Piyasa katılımcıları (yani üretim, sanayi bölgesi üretimi, dağıtım, perakende ve toptan satış lisansı sahipleri) kendilerini piyasadaki dalgalanma riskinden korumak için ikili anlaşma yapabilirler.
- 2) **Spot Piyasa:** Gün öncesi piyasası ("GÖP") ve gün içi piyasası ("GİP"), EPIAŞ tarafından işletilen iki spot piyasadır. Her iki piyasada da her saat için piyasa katılımcılarından fiyat ve hacim içeren teklifler toplanır. GÖP'te teklifler fiziki teslimattan en geç bir gün önce verilirken diğer yandan Gün İçi Piyasasında bu süre 60 dakika kadar kısa olabilmektedir.
- 3) **Anlık Piyasa:** Öngörülemeyen santral arızaları ve tüketim değişikliklerinden dolayı gerçek zamanlı elektrik arz ve talebinde dalgalanmalar meydana gelebilir. Dengeleme Güç Piyasası ve Yan Hizmetler Piyasası, bu tür dalgalanmaları gidermeyi amaçlamaktadır. Talep ve arz arasında uyumsuzluk olması durumunda Dengeleme piyasasında verilen siparişler aktif hale gelir.
- 4) **Türev Piyasa:** BİST'te Türev Araçlar Piyasası'nda belirlenen fiyatlar, GÖP fiyat tahminlerinde referans oluşturmaktadır.

2020 yılına ait tüm elektrik ticaretinin yüzdesel kırılımı aşağıdaki grafikte gösterilmiştir:



• İli Anlaşmalar • GÖP Takas Miktarı • DGP Talimat Miktarı

Kaynak: (EPİAŞ, <https://rapor.epias.com.tr/rapor/xhtml/piyasaHacimFiziksel.xhtml>, 23/03/2021)

Kurulu Güç

Türkiye’de 2010 yılından itibaren kurulu gücün gelişimi GW cinsinden aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şekil 6 Kurulu Güç Gelişimi

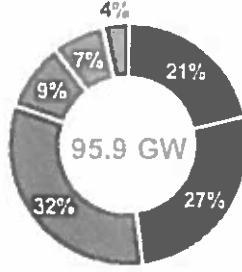
Yıl	Kömür	Doğal Gaz	Diğer Termik	Hidro	Rüzgar	Güneş	Jeotermal	Atık + Atık Isı	Toplam
2010	11,95	18,63	1,59	15,83	1,32	0,00	0,09	0,11	49,52
2011	12,55	19,95	1,30	17,14	1,73	0,00	0,11	0,13	52,91
2012	12,58	21,00	1,29	19,61	2,26	0,00	0,16	0,17	57,06
2013	12,61	25,19	0,62	22,29	2,76	0,00	0,31	0,24	64,01
2014	14,81	26,09	0,59	23,64	3,63	0,04	0,40	0,30	69,52
2015	15,52	25,49	0,52	25,87	4,50	0,25	0,62	0,37	73,15
2016	17,36	26,11	0,45	26,68	5,75	0,83	0,82	0,50	78,50
2017	18,71	27,20	0,38	27,27	6,52	3,42	1,06	0,64	85,20
2018	19,03	26,69	0,37	28,29	7,01	5,06	1,28	0,82	88,55
2019	19,57	26,73	0,19	28,50	7,59	6,00	1,51	1,17	91,27
2020	20,32	25,67	0,31	30,98	8,83	6,67	1,61	1,48	95,89

Kaynak: TEİAŞ, <https://webapi.teias.gov.tr/file/2bd6a902-7b75-4226-9c54-55ae9afea22f?download>, 23/03/2021)

Kurulu gücün 2010 ile 2020 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranı %6,8 olup, kurulu güç bu 11 yıllık süreçte neredeyse iki katına çıkmıştır. Belirtilen süreçte kurulu güç artışında oransal olarak başı çeken Rüzgar, Güneş ve Jeotermal santralleri olmuştur. Belirtilen periyotta termik santrallerde gözlenen kapasite artışı 14,14 GW iken, yenilenebilir kaynaklardan sağlanan kapasite artışı 31,98 GW olmuştur. Türkiye belirtilen dönemde enerji üretimi için kurulu kapasitesini 49,52 GW artırırken, bu artışın 31,98 GW’ı yenilenebilir kaynaklardan sağlanmıştır. Yenilenebilir enerji kaynakları gücü 2010-2020 arasındaki periyotta yıllık %10’un üzerinde artış göstermiştir.

2020 yılı itibariyle, kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı aşağıdaki grafikte yüzdesel olarak gösterilmiştir:

TEİAŞ
YATIRIM KURULU
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
15 Ocak 2021



■ Kömür ■ Doğal Gaz ■ Hidro ■ Rüzgar ■ Güneş ■ Diğer

Üretim

Türkiye'de 2010 yılından itibaren elektrik üretiminin gelişimi TWh cinsinden aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şekil 7 Elektrik Üretimi Gelişimi

TWh	Kömür	Doğal Gaz	Diğer Termik	Hidro	Jeotermal	Rüzgar	Güneş	Toplam
2010	55,05	98,14	2,64	51,80	0,67	2,92	0,00	211,21
2011	66,22	104,05	1,37	52,34	0,69	4,72	0,00	229,40
2012	68,01	104,50	2,36	57,87	0,90	5,86	0,00	239,50
2013	63,79	105,12	2,91	59,42	1,36	7,56	0,00	240,15
2014	76,26	120,58	3,58	40,64	2,36	8,52	0,02	251,96
2015	76,17	99,22	3,98	67,15	3,42	11,65	0,19	261,78
2016	92,27	89,23	4,30	67,23	4,82	15,52	1,04	274,41
2017	97,48	110,49	4,17	58,22	6,13	17,90	2,89	297,28
2018	113,25	92,48	3,95	59,94	7,43	19,95	7,80	304,80
2019	112,89	57,29	4,96	88,82	8,95	21,73	9,25	303,90

Kaynak: (TEİAŞ, <https://webapi.teias.gov.tr/file/345a1333-4709-4506-a1b7-24c6332d32d0?download,23/03/2021>)

Belirtilen periyotta termik santrallerden yıllık elektrik üretimdeki gözlenen artış 19,31 TWh iken, yenilenebilir kaynaklardan yıllık üretimdeki artış 73,18 TWh olarak gerçekleşmiştir.. Türkiye belirtilen dönemde yıllık enerji üretimini 92,50 TWh artırırken, bu artışın 73,18 TWh' i yenilenebilir kaynaklardan sağlanmıştır. Yenilenebilir enerji kaynaklarından yıllık enerji üretimi 2010-2019 arasındaki periyotta yıllık %9,79 artış göstermiştir.

Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM)

YEKDEM, YEKDEM Yönetmeliği kapsamındaki yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı üretim faaliyeti gösteren üretim lisansı sahibi tüzel kişilerin direkt olarak ve Lisanssız Elektrik Üretimi Yönetmeliği kapsamında yenilenebilir enerji kaynaklarından üretim yapan kişilerin bölgelerinde buldukları görevli tedarik şirketleri aracılığıyla faydalanabileceği bir destekleme mekanizmasıdır.

TEİAŞ
KUL KIN
Ataha
SOK
ns - 11NBU

Yenilenebilir Enerji Kanunu uyarınca 31.12.2020 tarihine kadar işletmeye girmiş ya da girecek olan yenilenebilir enerji üretim tesisleri 10 yıl süreyle YEKDEM'den faydalanabilmektedir. Şüpheye mahal vermemek için işletme tarihi, ilk türbinin devreye alınma tarihi olarak belirlenmiştir. 18.09.2020 tarihli resmi gazetede yayınlanan "17.09.2020 Tarihli ve 2949 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararının Eki Karar" uyarınca 01.01.2021 tarihi ile 30.06.2021 tarihi arasında işletmeye girecek olan santraller 31.12.2030 tarihine kadar YEKDEM'den faydalanabilecektir.

Bu mekanizma sayesinde yenilenebilir kaynaklara dayalı enerji üreten santraller, ürettiği elektrik, spot fiyatlar, ikili anlaşmalarla belirlenen fiyatlar veya usulüne uygun olarak EPDK'ya başvuru yapmak kaydıyla YEKDEM kapsamında belirlenmiş fiyatlar (tarife garantili) üzerinden satabilmektedir.

Tarife garantisi, garantili prim olarak nitelendirilebilir. Yenilenebilir elektrik üreticileri, üretimlerini gün öncesi piyasada oluşan PTF üzerinden satmakta ve PTF fiyatlarıyla takas/uzlaştırma günlük olarak yapılmaktadır. YEKDEM fiyatı ile spot piyasa fiyatı arasındaki fark ise üreticiye aylık olarak ödenmektedir. Aylık ödemeler için önce EPIAŞ, sisteme sağlanan yenilenebilir enerji miktarını ve yenilenebilir enerji maliyetini YEKDEM tarifesi bazında belirlemektedir, daha sonra tedarikçiler (yerel dağıtım şirketleri, toptancılar ve üreticiler) sisteme arz payına göre yenilenebilir enerji maliyetini ödemektedir. Tesislerin yerli aksam kullanımlarına göre YEKDEM süresinin ilk 5 yılı boyunca, YEKDEM fiyatı üzerine Yenilenebilir Enerji Kanunu ekindeki II sayılı cetvelde belirlenen "yerli katkı fiyatları" eklenebilmektedir.

Mevcut YEKDEM fiyatlarına ilişkin özet tablo aşağıda verilmektedir.

Sekil 8 Mevcut YEKDEM Fiyatları

Santral Çeşidi	YEK Fiyatı (ABD\$/MWh)	31/12/2020 tarihi itibariyle* (TL/MWh)	Maksimum Yerli Katkı Üstüne Fiyatı (ABD\$/MWh)
Hidro	73,00	535,86	23,00
Rüzgar	73,00	535,86	37,00
Jeotermal	105,00	770,75	27,00
Biyokütle	133,00	976,29	56,00
Fotovoltaik Güneş	133,00	976,29	67,00
Yoğunlaştırılmış Güneş	133,00	976,29	92,00

* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından belirlenen 31.12.2020 tarihinde geçerli ABD\$/TRY alış kuru olan 7,3405 kullanılarak hesaplanmıştır.

Yeni YEKDEM Fiyatları

30 Ocak 2021 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan "29.01.2021 Tarihli ve 3453 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararının Eki Karar" uyarınca 01.07.2021 tarihi ile 31.12.2025 tarihine kadar işletmeye girecek olan santraller için yeni YEKDEM fiyatları açıklanmıştır. Bu karar uyarınca yenilenebilir elektrik üreticileri için ABD Doları cinsinden olan satın alma garantisi TL'ye çevrilmiştir. Mevcut YEKDEM fiyatlarından farklı olarak TL'ye çevrilen YEKDEM fiyatlarında yıllık olarak kur ve enflasyona göre güncelleme yapılacaktır. Fakat yapılan

Yeni YEKDEM Fiyatları

güncellemeler sonucu YEKDEM fiyatı ABD Doları cinsinden belirlenen üst sınırı geçemeyecektir. Yeni YEKDEM düzenlemesinde de, tesislerin yerli aksam kullanımlarına göre YEKDEM süresinin ilk 5 yılı boyunca, YEKDEM fiyatı üzerinde “yerli katkı fiyatı” eklenebilmektedir. YEKDEM’den yararlanan mevcut yenilenebilir enerji kaynaklarından üretim yapan tesisler, söz konusu yeni fiyat düzenlemesinden etkilenmeyecek olup kalan YEKDEM süreleri boyunca önceki ABD Doları cinsi YEKDEM fiyattan yararlanmaya devam edeceklerdir.

Yeni YEKDEM fiyatları ile mevcut YEKDEM fiyatlarının karşılaştırılabilmesi için yeni YEKDEM fiyatlarına ilişkin özet tablo aşağıda verilmektedir.

Sekil 9 Yeni YEKDEM ile Mevcut YEKDEM Fiyatları Karşılaştırması

Santral Çeşidi	YEK Fiyatı (TL/MWh)	YEK Fiyatı (ABD\$/MWh) *	Üst Sınır (ABD\$/MWh)	Maksimum Yerli Katkı İlave Fiyatı (TL/MWh)
Hidro	400,00	54,49	64,00	80,00
Rüzgar	320,00	43,59	51,00	80,00
Jeotermal	540,00	73,56	86,00	80,00
Çöp Gazı	320,00	43,59	51,00	80,00
Biyometanizasyon	540,00	73,56	86,00	80,00
Termal Bertaraf	500,00	68,12	80,00	80,00
Güneş	320,00	43,59	51,00	80,00

*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından belirlenen 31.12.2020 tarihinde geçerli ABD\$/TRY alış kuru olan 7,3405 kullanılarak hesaplanmıştır.

Elektrik Fiyatlarına İlişkin Beklentiler

Elektrik talebi, artan ekonomik faaliyet ve uygun demografik yapı (artan nüfus, gelir seviyesi ve kentleşme) sayesinde önemli büyüme göstermiş ve elektrik tüketimi 2002-2019 yılları arasında yıllık ortalama %5,5 oranında istikrarlı bir büyüme göstermiştir.

Brüt elektrik üretimi/talebi, Türkiye'deki GSYİH büyümesi (dolayısıyla endüstriyel talep) ile önemli ölçüde ilişkilidir ve bu pozitif korelasyonun gelecekte de devam etmesi beklenmektedir (örneğin, bu eğilimi elektrikli araçlar da etkileyebilir)

Türkiye'nin geçmiş dönemde kaydettiği büyümeye rağmen, kişi başına net elektrik tüketimi (3,35 MWh) OECD emsal ülkelerdeki tüketim miktarının (2018 yıl sonu itibarıyla 8,0 MWh / kişi başına) oldukça altındadır. Bu da Türkiye'deki elektrik tüketim artış potansiyeli gözler önüne sermektedir.

Özel sektör yatırımcıları, 2002-2019 yıllarındaki talep artışını karşılamak için Türkiye Enerji Piyasasına yoğun yatırım yapmıştır. Ancak, yoğun yatırım dönemi sonucunda piyasa arz fazlası durumuyla karşı karşıya kalmıştır. Bu durum, 2017 yılından sonra yeni kapasite yatırımlarının geçici olarak yavaşlamasına neden olmuştur.

Ek olarak yeni YEKDEM düzenlemesi ile ABD Doları cinsinden verilen alım fiyatları, Türk Lirası'na dönmüştür ve Türk Lirası olarak belirlenen yeni YEKDEM fiyatlarının mevcut

30
32
33
34
35
36
37
38
39
40
41
42
43
44
45
46
47
48
49
50
51
52
53
54
55
56
57
58
59
60
61
62
63
64
65
66
67
68
69
70
71
72
73
74
75
76
77
78
79
80
81
82
83
84
85
86
87
88
89
90
91
92
93
94
95
96
97
98
99
100

fiyatların önemli ölçüde altında olmasından dolayı arz tarafındaki büyümenin yavaşlaması beklenmektedir. Galata Wind'in sahip olduğu mevcut santrallerin hiçbirisi yeni YEKDEM düzenlemesinden yararlanmayacaktır. Mersin RES dışındaki bütün santraller, 2020 yılı sonu itibariyle eski YEKDEM düzenlemesinden yararlanmaktadır.

Şirket'in Güçlü Yönleri ve Sektördeki/Pazardaki Avantajları

Öngörülebilir nakit akışı ve maliyetler

Galata Wind, santrallerinin elektrik satış fiyatları öngörülebilir olduğu için öngörülebilir nakit akışlarına sahiptir. Santrallerin, elektrik satış fiyatları aşağıda verilmiştir:

Mersin RES 2020 yılı sonu itibariyle 73 ABD\$/MWh fiyat ile satış yaptığı YEKDEM kapsamından 10 yıllık süresini doldurduğu için çıkmıştır.

Şah RES 2021 yılı sonu itibariyle YEKDEM'den çıkacaktır. Bu kapsamda 2021 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh fiyat ile satacaktır.

Taşpınar RES için YEKDEM süresi 2021 yılında başlamış olup 2030 yılı sonuna kadar devam edecektir. Ek olarak Taşpınar RES'te kullanılan ekipmanlar yerli üretim olduğu için ilk 5 yıl boyunca 94 USD/MWh (73 ABD\$ + 21 ABD\$ yerli katkı) fiyat ile devam eden 5 yıl 73 ABD\$/MWh fiyat ile satacaktır.

Lisanssız GES'ler için ise devreye alınma tarihinden itibaren 10 yıllık YEKDEM süreleri başlamıştır. Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar, Erzurum GES ise 2028 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 133 ABD\$/MWh satış fiyatı ile bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satacaktır. Lisanssız GES'ler konusundaki belirsizlik, yeni düzenleme sayesinde ortadan kalmış olup, lisans süreleri sonunda lisanssız santraller PTF'nın %85'i fiyattan satış yapabilecektir.

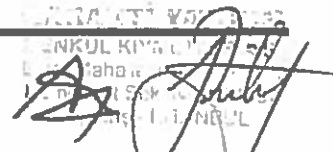
Özel bir Tedarik şirketiyle yapılmış olan Dengeleme Grubu/İkili Anlaşma ile Elektrik Satış sözleşmesi sayesinde, şirketin dengesizlik gideri bulunmamaktadır.

2021 yılında Şirket'in Mersin RES dışındaki bütün santralleri ABD\$ cinsinden YEKDEM'den yararlanacaktır.

Şirketin 2020 yılsonu itibariyle operasyonel giderlerinin %80'i doğrudan sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderler olup, gelecek yıllar için tahmin edilebilir giderlerdir. Bu giderler aşağıda özetlenmiştir:

- 1) Bakım onarım gideri: 2030 yılına kadar geçerli sözleşmeler ile şartları belirlenmiştir.
- 2) TEİAŞ Sistem kullanım bedelleri: Belirlenen tarifelere göre kullanım bedelleri oluşmaktadır.
- 3) Danışmanlık giderleri: Finansal, teknik ve yönetim danışmanlığı giderleri sözleşmeler kapsamında belirlenmektedir.
- 4) Sigorta giderleri: Yıllık olarak imzalanan sözleşmeler ile belirlenmektedir.
- 5) Kira giderleri: Merkez ofis kirasından oluşmaktadır, Doğan Grubu'ndan uzun dönemli sözleşme yapılmıştır.

ENERJİ VE YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi
No: 10 Kat: 10. Kat
Beşiktaş / İstanbul



Şirketin operasyonel giderlerinin %20'lik kısmı da dolaylı olarak öngörülebilir giderlerdir. Bu giderler aşağıda gösterilmiştir:

- 1) Personel giderleri: Yıllık olarak enflasyon ile paralel yapılan artışlarla öngörülebilir bir giderdir.
- 2) Diğer: Diğer genel yönetim ve pazarlama giderlerinden oluşmaktadır.

Güçlü sermaye yapısı

Düşük borçluluğu ve güçlü sermaye yapısı sayesinde yeni yatırımlarını daha düşük maliyetlerle yapabileceği düşünülmektedir.

Şirket, 14 banka ile Avro, ABD Doları ve TL cinsinden toplam 1.270.747.200 TL tutarında kredi limitli genel kredi sözleşmeleri akdetmiştir. 31.12.2020 itibarıyla bankalardaki kalan kredi limiti 975.847.200 TL'dir.

Şirketin, borçluluğuyla ilgili 31.12.2020 ile sona eren dönemden öne çıkarılabilecek noktalar aşağıda gösterilmiştir:

Sekil 10 31.12.2020 Şirket Borçluluk Durumu

Toplam Yükümlülükler*	563.608.358
Nakit ve Nakit Benzerleri	66.124.675
Net Borç Pozisyonu	497.483.683
FAVÖK	263.796.606
Net Borç / FAVÖK	1,9x
Operasyonlardan Nakit Akımı	319.132.377
Ana Para Ödemesi	208.324.062
Faiz Ödemesi	6.917.984
Borç Çevirme Kapasite Oranı	1,5x

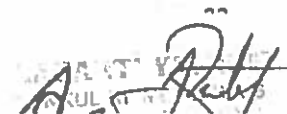
* Toplam Yükümlülükten Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü, Türev Finansal Araçlar ve Ertelenen Vergi Yükümlülüğü hesaplarının çıkarılmasıyla elde edilen tutardır.

Şirket'in Stratejisi

Şirket, yenilebilir enerjiye odaklanmıştır. Şirket, yenilebilir enerji santralleri geliştirme konusunda ciddi bir deneyime sahiptir. Şirket geçmiş dönemde gerçekleştirmiş olduğu satın alma işlemlerinden güçlü tecrübe edinmiştir. Şirket'in düşük borçluluğu ve güçlü sermaye yapısı sayesinde yeni yatırımlarını daha düşük maliyetlerle yapabileceği düşünülmektedir. Şirket, yüksek kârlılığı ve öngörülebilir nakit akışlarını destekleyen yatırımlarla Türkiye'nin önde gelen yenilenebilir enerji üreticisi olmayı hedeflemektedir. Bu hedefi gerçekleştirmek adına izleyeceği stratejiler aşağıdaki gibidir:

Türkiye'de en büyük yenilebilir enerji üreticilerinden biri olmak adına potansiyel büyüme alanlarına odaklanmak

Şirket, büyüme fırsatlarını değerlendirmek amacıyla sektördeki gelişmeleri yakından takip etmektedir. Değerlendirmek istediği fırsatlar için takip edeceği iç süreçlerini titizlikle



kurgulamıştır ve fırsatları detaylı inceleme aşamalarından geçirmektedir. Şirket'in potansiyel büyüme alanları aşağıda özetlenmiştir.

Mersin RES Kapasite Artışı: Mersin RES'in kurulu gücü 62,7 MWm olmasına karşın lisansa derç edilmiş mevcut kapasitesi 51 MWe'dir. Bu durumdan dolayı halihazırda şebekeye elektrik verilirken kısıtlamalar yapılmaktadır. Lisansın 62,7 MW'ye çıkarılması için gerekli izin ve başvurular 15.02.2021 tarihinde yapılmıştır. E-3238047-110.01.01.0128867 sayılı yazı 20 Şubat tarihli yazı ile YEGEM'e görüş sorulmuş olup, YEGEM de E-32380407-110.01.01.0130868 no'lu ve 24 Şubat 2021 tarihli yazısıyla TEİAŞ'a görüş sormuştur. EPDK'nın E-32380407-110.01.01.01 no'lu ve 21 Mart 2021 tarihli yazısında belirtildiği üzere TEİAŞ tarafından 5,85 MWe kapasite artışı için uygunluk verilmiştir. Şirket'in yaptığı fizibilite çalışmaları kapsamında hazırladığı 2016 tarihli Türksoy raporuna göre tadil sonrasında elektrik üretiminin ortalamada yaklaşık %10 artması beklenmektedir.

Yenilenebilir Alanda Yeni Şirket Satın Alımları: Şirket, satın alım fırsatlarını değerlendirmek için bir proje ve geliştirme ekibi kurmuş olup Şirket'in yatırım kriterlerine uyan yurtiçindeki ve yurtdışındaki fırsatlar için piyasayı sürekli takip etmektedir. Bu kapsamda, halihazırda Türkiye'de, Ukrayna'da ve İtalya'da çeşitli gruplarla görüşme halinde olup detaylı inceleme süreçlerini başlatmıştır.

Hibrit Yatırımları: 08.03.2020 tarihli resmi gazetede yayınlanan "Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" uyarınca aynı üretim lisansı altında mevcut santrallere farklı teknolojilerle ek kapasite eklenmesine izin verilmektedir. Böylece, Şirket mevcut bir rüzgar santralini yeni güneş santralleriyle tamamlayabilecektir. Şirket mevcut santrallerine 25 MW'lık ek kapasiteli güneş santralleri eklemeyi planlamaktadır. Bu ek kapasite artışının 20 MW'lık kısmı Taşpınar RES projesine, 5 MW'lık kısmı Mersin RES projesine yapılması planlanmaktadır.

YEKA: YEKA'lar, büyük ölçekli yenilenebilir enerji yatırımları için destek mekanizmalarıdır. Belirli kapasite ayrılmış bölgeler, üzerlerine yine önceden belirlenmiş teknik özelliklere sahip santraller yapılmak üzere ihalelere çıkarılmaktadır. Şirket, YEKA fırsatlarını araştırmak üzere bir danışman yetkilendirmiş, 6 ilde toplam 150 MW'lık kapasite için ihale şartnamesi alınmıştır. Şirket, süreci yakından takip ederek YEKA'ları önemli bir büyüme alanı olarak değerlendirmektedir.

Karbon Kredisi Gelirleri: Şirket, sürdürülebilirliğe büyük önem vermekte olup, sürdürülebilirlik alanında önemli yatırımlar yapmıştır. Şirketin tüm santralleri Gold Standard sertifikalarına sahip olup, dünyada yükselmekte olan çevre ve sürdürülebilirlik politikalarındaki hassasiyet ile (Avrupa Birliği Green Deal, Karbon Sınırı Düzenleme Mekanizması EPDK Yeşil Tarife) karbon kredisi fiyatlarının ve dolayısıyla karbon kredisi gelirlerinin güçlenmesini beklemektedir.

Yüksek emreemadelik oranları yakalamak

Şirket'in santralleri için yüksek emreemadelik oranlarına ulaşmayı amaçlamaktadır. Bunun için Şirket santrallerine yüksek kaliteli türbinler ve paneller temin etmekte ve teknolojik gelişmeleri takip ederek en verimli sistemleri kullanarak santrallerini izlemektedir. Şirket'in RES'lerinde

YATIRIMCI
MERSİN RES
E-3238047-110.01.01.0128867
TEİAŞ
EPDK
YATIRIMCI

kullanılan türbinler Vestas ve Nordex olmakla beraber, GES'lerinde Jinko Solar ve Smart Solar markalı paneller kullanılmaktadır.

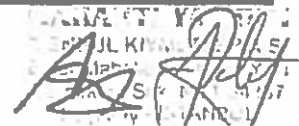
Mersin RES, emreamadelik oranları 2018, 2019 ve 2020 yılları için sırasıyla %97,68, %98,14 ve 98,22'dir. Şah RES, emreamadelik oranları 2018, 2019 ve 2020 yılları için sırasıyla %98,56, %98,45 ve 98,28'dur. Şirket, güneş santrallerinde yedek panel ve diğer ekipmanları muhafaza ederek üretimin devamlılığını sağlamaktadır.

Operasyonel verimliliği devamlı olarak artırmak

Şirket, operasyonel başarısını devam ettirme ve artırma niyetindedir. Bu amaçla, Şirket devamlı iyileştirme çalışmaları yapmakta ve olası üretim performansı geliştirme seçeneklerini incelemektedir. Bu kapsamda, Şirket'in bu zamana kadar yapmış olduğu birçok verimlilik çalışmaları bulunmaktadır.

RES projelerinde, yıldırım hasarlarını azaltarak emreamadelik oranlarının artırılmasına yönelik, kanat ucuna ve kanat yüzeyine bakır başlık ve plakalar takılmıştır. Üretim verimliliğinin artırılması amacıyla kanatlara "vortex üreticileri" takılarak türbülans azaltılmış ve sensör değişikliği ile türbin güç eğrisi düzeltilmiştir. Ek olarak, SCADA sistemi yenilemesi ile otomasyon kabiliyeti artırılmış ve yüksek rüzgarda devreden çıkma (Cutoff) hızının 25 m/s'den 30 m/s'a yükseltilmesi ile daha uzun süre yüksek rüzgardan yararlanılması sağlanmıştır.

GES projelerinde, emreamadelik oranlarının artırılmasına yönelik uzaktan izleme sistemleri ile hızlı, etkin arıza müdahale yeteneği oluşturulmuştur. Periyodik TV testleri ve termal kamera izlemeleri ile arızalı panellerin hızlı tespiti ve değiştirilmesine olanak sağlanmıştır. Ek olarak, mevsimsel olarak ot biçme ve kar küreme çalışmaları geliştirilerek üretim verimliliği artırılması sağlanmıştır.



Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in PwC tarafından TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre hazırlanan gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Sekil 11 Gelir Tablosu

	2018	2019	2020
Hasılat	672.349.435	248.421.890	332.408.290
Satışların Maliyeti (-)	-541.120.216	-74.949.347	-88.705.657
Brüt Kâr	131.229.219	173.472.543	243.702.633
Genel yönetim giderleri (-)	-10.806.863	-12.100.564	-14.143.854
Pazarlama giderleri (-)	-1.572.594	-2.149.166	-3.100.522
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	35.264.951	20.034.908	52.371.311
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-7.677.535	-4.142.214	-4.522.369
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	146.437.178	175.115.507	274.307.199
Finansman giderleri (-)	-99.703.700	-91.049.644	-75.592.598
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	46.733.478	84.065.863	198.714.601
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-13.240.341	-19.795.471	-42.358.059
Dönem vergi geliri/(gideri)	-619.098	-8.488.406	-27.295.599
Ertelenmiş vergi geliri/(gideri)	-12.621.243	-11.307.065	-15.062.460
DÖNEM KARI (ZARARI)	33.493.137	64.270.392	156.356.542

Kaynak :Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Aşağıda Şirket'in net satışları 31.12.2018'de sona eren 12 aylık dönemde 672.349.435 TL'den 31.12.2019'da sona eren 12 aylık dönemde 423.927.545 TL (%63,1) azalarak 248.421.890 TL'ye ulaşmıştır. Azalışın temel sebebi, şirketin elektrik ticareti işlemlerini sonlandırmasıdır. Şirket'in toplam net satışları 31.12.2019'de sona eren 12 aylık dönemde 248.421.890 TL iken 31.12.2020'de sona eren 12 aylık dönemde 83.986.400 TL (%33,8) artarak 332.408.290 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki artış rüzgar enerjisi ve güneş enerjisi elektrik gelirlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihlerinde sona eren yıllarda satışlarının detayı aşağıdaki gibidir.

Şekil 12 Satışların Detayı

	2018	2019	2020
Rüzgar enerjisi elektrik gelirleri	179.638.025	212.816.788	281.353.170
Güneş enerjisi elektrik gelirleri	7.372.012	35.545.852	50.738.608
Elektrik ticaret gelirleri (*)	464.338.287	-	-
Diğer (**)	21.001.111	5.925	316.512
Satış gelirleri	672.349.435	248.421.890	332.408.290

(*) Grup, 2018 yılında hem ikili anlaşmalar kapsamında aldığı hem de kendi santrallerinden ürettiği elektrik enerjisini ilişkili tarafı Doel Elektrik Enerjisi Toplam Satış A.Ş. ("DOEL")'ye satarken, 2019 yılında DOEL'e sadece kendi santrallerinden ürettiği elektrik enerjisinin satışını yapmıştır.

(**) 2018 yılında diğer gelirlerin tamamını D Yapım'ın faaliyetlerinden kaynaklanan üretim gelirlerini içermektedir. D Yapım Mart 2018'den itibaren faaliyetlerini durdurmuştur.

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihlerinde sona eren yıllarda rüzgar ve güneş enerjisi santrallerinde sattığı elektriğin miktar ve net satış hasılatına ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir.

Şekil 13 Santral Bazında Satış Gelişimi

Üretim ve Net Satışlar	31.12.2018			31.12.2019			31.12.2020		
	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat %	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat %	Üretim (MWh/Yıl)	Hasılat (TL)	Hasılat %
Şah RES	317.261	113.937.109	60,90%	326.791	135.404.548	54,50%	344.244	181.925.679	54,80%
Mersin RES	182.946	65.700.916	35,10%	186.830	77.412.240	31,20%	186.830	98.735.681	29,70%
Taşpınar RES ¹	-	-	-	-	-	-	2.429	691.810	0,20%
Erzurum GES ²	-	-	-	32.164	25.036.015	10,10%	39.856	37.229.760	11,20%
Çorum GES ³	11.670	7.372.012	3,90%	13.882	10.509.837	4,20%	14.438	13.508.848	4,10%
Toplam	511.877	187.010.037	100,00%	559.667	248.362.640	100,00%	587.798	332.091.778	100,00%

Kaynak: Şirket,

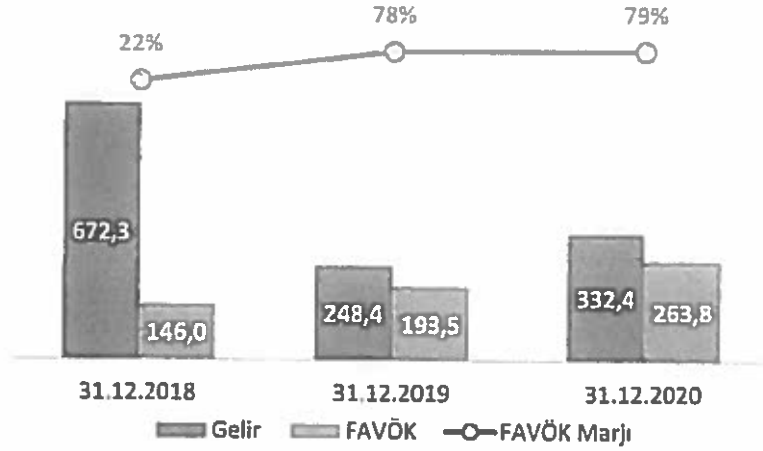
*1 Taşpınar RES 2020 kısmi olarak devreye girmiş olup 2020 üretimi Kasım-Aralık aylarına ilişkindir.

*2 Erzurum GES 18 Mart 2019 tarihinde satın alınmış olup 2019 üretim miktarı Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

*3 Çorum GES 15 Mart 2018 tarihinde satın alınmış olup 2018 üretimi Nisan-Aralık dönemine ilişkindir.

13.12.2020
MÜHÜR
ŞİRKETİNİN
MÜDÜRÜ
[İmza]

Şekil 14 Net Satış ve FAVÖK Gelişimi (Milyon TL)

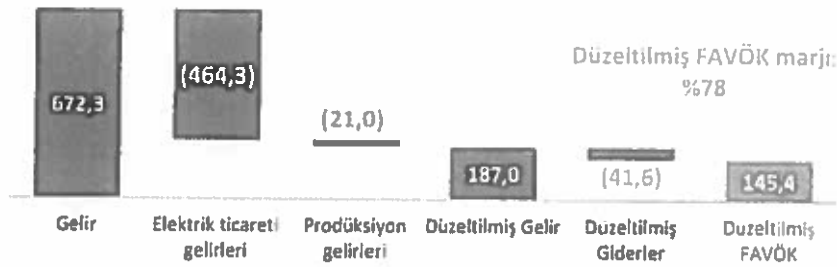


Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

*FAVÖK "brüt kar"dan "faaliyet giderleri" çıkarıldıktan sonra "amortisman ve ilfa payları giderleri" ve "karbon emisyon sertifikası hakkı satış geliri" eklenerek hesaplanmıştır.

Galata Wind Enerji, 2018 yılından sonra daha önce kendi tüzel kişiliği altında gerçekleştirmekte olduğu elektrik ticareti işlemlerine son vermiştir. Ayrıca D Yapım'ın faaliyetleri de Mart 2018'den sonra durmuştur. İlgili aktiviteler, daha sonraki yıllarda olmadığı için, 2018 senesi için karşılaştırılabilir FAVÖK figürünü hesaplamak için aşağıda düzeltmeler yapılmıştır. Şirketin (2018'deki düzeltilmiş FAVÖK marjı) son üç yıl FAVÖK marjı figürleri oldukça yüksektir.

Şekil 15 Düzeltilmiş FAVÖK (Milyon TL)



ŞEKİL 15
Muhafaza
Tarih: 17.12.2020
Tarih: 17.12.2020
Tarih: 17.12.2020

Şekil 16 Bilanço

TL	2018	2019	2020
Dönen varlıklar	144.766.731	182.019.082	171.495.095
Nakit ve nakit benzerleri	44.908.930	132.678.154	66.124.675
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	55.169.828	12.426.679	-
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	11.233.517	11.434.388	34.809.442
Diğer alacaklar			
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	15.594.766	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	2.773.839	194.566	205.892
Stoklar	-	1.661.310	1.664.977
Peşin ödenmiş giderler	1.741.043	1.513.639	2.219.625
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	523.803	-	4.589.914
Diğer dönen varlıklar	12.821.005	22.110.346	61.880.570
Duran varlıklar	1.091.984.878	1.096.627.219	1.449.123.545
Ticari alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	41.593	-	-
Türev araçlar	30.583.495	16.538.376	21.723.420
Finansal yatırımlar	50.000	50.000	100.000
Diğer alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	122.585.335	378.152	354.978
Maddi duran varlıklar	294.696.695	386.397.671	849.661.999
Maddi olmayan duran varlıklar			
- Lisanslar	304.549.803	296.902.389	291.833.320
- Şerefiye	6.691.840	27.629.554	27.629.554
- Diğer haklar	940.028	677.058	223.236
Kullanım hakkı varlıkları	-	10.659.556	12.381.319
Peşin ödenmiş giderler	-	47.213.689	219.949
Diğer duran varlıklar	331.846.089	310.180.774	244.995.770
TOPLAM VARLIKLAR	1.236.751.609	1.278.646.301	1.620.618.640
Kısa vadeli yükümlülükler	176.013.951	98.856.387	302.493.950
Kısa vadeli borçlanmalar	-	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan kısa vadeli borçlanmalar			
- Banka kredileri	42.167.222	75.000.000	105.000.000
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları			
- İlişkili olmayan taraflardan uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	-	-	-
- Banka kredileri	80.275.840	9.127.067	18.487.631
- Kiralama işlemlerinden borçlar	-	1.863.295	1.527.077
- İlişkili taraflardan uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları			
- Kiralama işlemlerinden borçlar	-	136.413	171.710
- Diğer uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	-	-	132.294.672
Ticari borçlar			

İNŞAAT VE İZMİR İLİ
MÜHÜR KİMLİKLERİ
MÜHÜR NO: 1337

İşletme Sermayesi

Şirket yönetiminin işletme sermayesi göstergelerini takip etmek için kullandığı düzeltilmiş net işletme sermayesi tablosu aşağıda verilmektedir. Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, ve 31.12.2020 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerde aşağıdaki tabloda verilen düzeltilmiş net işletme sermayesi pozitifdir.

Şekil 17 İşletme Sermayesi

	2018	2019	2020
Ticari Alacaklar	66.403.345	23.861.067	34.809.442
Stoklar	-	1.661.310	1.664.977
Peşin Ödenmiş Giderler	1.741.043	1.513.639	2.219.625
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	523.803	-	4.589.914
Ticari Borçlar (-)	47.639.255	8.727.339	7.050.392
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar (-)	417.037	530.508	1.398.300
Dönem karı vergi yükümlülüğü (-)	-	528.670	-
Kısa vadeli karşılıklar (-)	1.493.617	1.233.396	967.262
Net İşletme Sermayesi	19.118.282	16.016.103	33.868.004
Hasılat	672.349.435	248.421.890	332.408.290
Net İşletme Sermayesi / Hasılat	%2,8	%6,4	%10,2

Şirket'in mevcut finansman imkânları ve kullanıma hazır nakit kaynakları dikkate alındığında, yıllık olarak operasyonel ihtiyaçlarını karşılayabilecek düzeyde işletme sermayesi yaratabildiği düşünülmektedir.

Likidite ve Borçluluk

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet borçluluk analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar PwC tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporunda verilen veriler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır.

Şekil 18 Borçluluk Oranları

	2018	2019	2020
Toplam Yükümlülükler(*)	449.117.464	415.462.713	563.608.358
Eksi: Nakit ve nakit benzerleri	(44.908.930)	(132.678.154)	(66.124.675)
Net Borç	404.208.534	282.784.559	497.483.683
Toplam Özkaynaklar	717.145.776	780.880.821	927.237.363
Toplam Sermaye	1.121.354.310	1.063.665.380	1.424.721.046
Net Borç / Toplam Sermaye Oranı	36,05%	26,59%	34,92%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

ŞİRKETİN YÖNETİMİ
"KUL KİNG"
"daha"
"Şirket" Şekil 18

* Toplam yükümlülükten dönem karı vergi yükümlülüğü, türev finansal araçlar ve ertelenen vergi yükümlülüğü hesaplarının çıkarılmasıyla elde edilen tutarlardır.

Şirket, 14 banka ile Avro, ABD Doları ve TL cinsinden toplam 1.270.747.200 TL tutarında kredi limitli genel kredi sözleşmeleri akdetmiştir. 31.12.2020 itibarıyla bankalardaki kalan kredi limiti 975.847.200 TL'dir.

Şirketin, borçluluğuyla ilgili 31.12.2020 ile sona eren dönemden öne çıkarılabilecek noktalar aşağıda gösterilmiştir:

Şekil 19 Borçluluk Göstergeleri

	2020
Toplam Yükümlülükler*	563.608.358
Nakit ve Nakit Benzerleri	66.124.675
Net Borç Pozisyonu	497.483.683
FAVÖK	263.796.606
Net Borç / FAVÖK	1,9x
Operasyonlardan Nakit Akımı	319.132.377
Ana Para Ödemesi	208.324.062
Faiz Ödemesi	6.917.984
Borç Çevirme Kapasite Oranı	1,5x

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

* Toplam yükümlülükten dönem karı vergi yükümlülüğü, türev finansal araçlar ve ertelenen vergi yükümlülüğü hesaplarının çıkarılmasıyla elde edilen tutarlardır.

Şekil 20 Kredi Bilgileri

Para Birimi	Kredilerin Vadesi*	Borçlanma Maliyeti**
TL	2022	13,2%
ABDS	2021	4,5%
Avro	2029	Euro Libor + %0,65

*Kredilerin son ana para ödemesi tarihlerini göstermektedir.

**TL cinsinden kredilerin borçlanma maliyetleri, anapara bakiyelerine göre ağırlıklı ortalama alınarak hesaplanmıştır.

Şirket'in finansal yükümlülükleri, Şirket'i faiz oranı riskine maruz bırakmaktadır. 31.12.2018 tarihi itibarıyla Şirket'in finansal yükümlülükleri ağırlıklı olarak değişken faizli borçlanmalardan oluşmaktayken, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihleri itibarıyla finansal yükümlülükler ağırlıklı olarak sabit faizli borçlanmalardan oluşmaktadır.

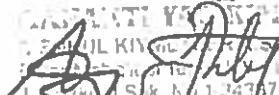
Şirket'in PwC tarafından TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre hazırlanan nakit akış tablosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 21 Nakit Akış Tablosu

TL	2018	2019	2020
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	118.705.362	205.318.848	292.669.692
Dönem karı (zararı)	33.493.137	64.270.392	156.356.542
Dönem net karı (zararı) mutabakatı ile ilgili düzeltmeler	71.322.276	102.170.504	147.853.098

MAHİR KUTLU
Muhasebe Uzmanı

Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler	27.092.885	33.913.664	34.544.685
Karşılıklar ile ilgili düzeltmeler			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar (iptali) ile ilgili düzeltmeler	1.787.249	80.893	317.333
- Diğer karşılıklar (iptalleri) ile ilgili düzeltmeler	(130.867)	4.705	(427.565)
Faiz (gelirleri) ve giderleri ile ilgili düzeltmeler			
- Faiz gelirleri ile ilgili düzeltmeler	(3.142.410)	(4.186.830)	(5.960.605)
- Faiz giderleri ile ilgili düzeltmeler	25.445.848	30.969.087	18.428.882
Gerçeğe uygun değer kayıpları (kazançları) ile ilgili düzeltmeler	(33.055.959)	14.045.119	27.751.318
Vergi (geliri)/gideri ile ilgili düzeltmeler	13.240.341	19.795.471	42.358.059
Gerçekleşmemiş yabancı para çevrim farkları ile ilgili düzeltmeler	40.085.189	7.548.395	30.840.991
İşletme sermayesinde gerçekleşen değişimler	12.353.518	42.773.088	14.922.737
Stoklardaki azalış/(artışlar) ile ilgili düzeltmeler	1.144.345	(1.661.310)	(3.667)
Ticari alacaklardaki azalış/(artış) ile ilgili düzeltmeler			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklardaki azalış/(artış)	(6.769.926)	42.743.149	12.426.679
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardaki azalış/(artış)	1.956.139	2.462.336	(23.375.054)
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlardaki artış/(azalış)	(359.119)	113.471	867.792
Faaliyetlerle ilgili diğer alacaklardaki azalış/(artış) ile ilgili düzeltmeler			
- İlişkili taraflardan faaliyetlerle ilgili diğer alacaklardaki azalış/(artış)	(15.594.766)	15.594.766	-
- İlişkili olmayan taraflardan faaliyetlerle ilgili diğer alacaklardaki azalış/(artış)	7.734.745	9.750.181	(694.138)
Ticari borçlardaki artış/(azalış) ile ilgili düzeltmeler			
- İlişkili taraflara ticari borçlardaki artış/(azalış)	(97.062)	2.119	969.057
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlardaki artış/(azalış)	13.933.264	(39.718.818)	(2.646.004)
Faaliyetler ile ilgili diğer borçlardaki artış/(azalış) ile ilgili düzeltmeler			
- İlişkili olmayan taraflara faaliyetlerle ilgili diğer borçlardaki artış/(azalış)	(17.884.076)	(3.328.901)	1.950.845
İşletme sermayesinde gerçekleşen diğer artış/(azalış) ile ilgili düzeltmeler			
- Faaliyetlerle ilgili diğer varlıklardaki azalış/(artış)	28.289.974	16.816.095	25.427.227
Faaliyetlerden elde edilen nakit akışları	117.168.931	209.213.984	319.132.377
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar kapsamında yapılan ödemeler	(450.108)	(131.920)	(7.631)
Vergi iadeleri (ödemeleri)	(1.142.901)	(7.959.736)	(32.414.183)
Alınan faiz	3.129.440	4.196.520	5.959.129
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	(9.724.850)	(75.763.892)	(425.710.509)
Maddi ve maddi olmayan duran varlıklar alımından kaynaklanan nakit çıkışları	(6.475.298)	(11.912.913)	(425.073.240)



 M. ERGİL KINOL

Maddi ve maddi olmayan duran varlıklar satışından kaynaklanan nakit girişleri	462.363	1.087.814	412.731
Bağlı ortaklıkların kontrolünün elde edilmesine yönelik alışlara ilişkin nakit çıkışları	(4.767.312)	(17.669.707)	(1.000.000)
Diğer nakit girişleri/(çıkışları)	1.055.397	(47.269.086)	(50.000)
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	(119.229.063)	(41.776.042)	66.485.862
Borçlanmadan kaynaklanan nakit girişleri			
- Kredilerden nakit girişleri	181.868.031	286.230.535	294.900.000
Borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışları			
- Kredi geri ödemelerine ilişkin nakit çıkışları	(155.361.071)	(407.729.990)	(208.324.062)
Diğer finansal borçlanmalardan nakit girişleri	-	106.743.600	-
Kira sözleşmelerinden kaynaklanan borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışları	-	(650.767)	(3.172.092)
Ödenen faiz	(23.610.136)	(26.369.420)	(6.917.984)
Ödenen temettüler	-	-	(10.000.000)
Diğer nakit çıkışları	(122.125.887)	-	-
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ (AZALIŞ) (A+B+C)	(10.248.551)	87.778.914	(66.554.955)
D. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	55.134.602	44.886.051	132.664.965
E. DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ (A+B+C+D)	44.886.051	132.664.965	66.110.010

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmalarının pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi, kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım

ŞİRKETİN BAĞIMSIZ DENETİM RAPORU
KUL KİMYA
Şahane İşletmeler
Denetim ve Mali Danışmanlık A.Ş.
Tic. Sic. No: 274237

ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğuna düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Şirket santrallerini elektrik üretim miktarları yıldan yıla çok az değişim göstermektedirler ve bu nedenle Şirket'in toplam yıllık elektrik üretim miktarı öngörülebilir. Ek olarak, Şirket 2021 yılından itibaren Mersin RES hariç ürettiği elektriği YEKDEM kapsamında satacaktır. YEKDEM fiyatlarının belirli dönem boyunca kesinleşmiş olması nedeniyle, Şirket santrallerinin elektrik satış fiyatları da göreceli olarak öngörülebilir.

Şirketin 2020 yıl sonu itibarıyla operasyonel giderlerinin %80'i doğrudan sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderler olup, gelecek yıllar için tahmin edilebilir giderlerdir. Operasyonel giderlerinin %20'lik kısmı ise dolaylı olarak öngörülebilir giderlerdir.

Bu kapsamda, Şirket'in gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla Gelir Yaklaşımının değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlendirme amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket'in paylarının halka arz edileceği ve Şirket'in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

ERENUL KIYMA
Muhasebe
19 Ocak 2021
ANESL

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı ve Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesinden dolayı Pazar Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için ise Maliyet Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Şirket'in gelecek 10 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. Belirtilen 10 yılın sonunda Şirket'in bütün santralleri YEKDEM kapsamından çıkmaktadır. Dolayısıyla mevcut portföyde bulunan santraller için 2030 itibarıyla alım garantisi olan bir fiyat mevcut olmaması sonucu bu tarihten sonraki gelirin miktarının ön görülmesi sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle projeksiyon dönemi sonrası devam eden değerlerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin b bendi uyarınca bozulan bir yapıda kullanılabilen pazar yaklaşımı/çıkış değeri yöntemi kullanılmıştır.

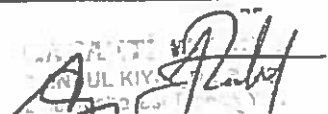
Projeksiyonlar

Gelirler

Şirket gelirleri elektrik üretim gelirleri ile karbon kredisi gelirlerinden oluşmaktadır. Elektrik üretim gelirleri her santralin yıllık tahmini üretim miktarları ile o santralin ilgili yıllardaki elektrik satış fiyatlarının çarpılması ile bulunmuştur. Karbon kredisi gelirleri ise tahmini karbon kredisi satış hacimleri ile varsayılan karbon kredisi satış fiyatının çarpılması ile bulunmuştur.

2020 yılı içerisinde YEKDEM kapsamında ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh'dan satan Mersin RES, 2020 yılı sonu itibarıyla YEKDEM'den çıkmış ve ürettiği elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden satmaya başlamıştır. Şah RES ise YEKDEM'den 2021 yılı sonu itibarıyla çıkacaktır, halihazırda ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh fiyat ile satmaktadır. 2020 yılında devreye giren Taşpınar RES ise YEKDEM'den 2021 yılında yaralanmaya başlamış olup 2030 yılı sonuna kadar yararlanmaya devam edecektir. Taşpınar RES'te yerli üretim ekipman kullanıldığı için YEKDEM'in ilk 5 yıllık döneminde ürettiği elektriği 94 ABD\$/MWh'dan satabilecektir. Kalan 5 yıllık dönemde ise ürettiği elektriği 73 ABD\$/MWh'dan satabilecektir. Şirketin üç rüzgar santrali de mevcut durumda satışlarını dengeleme grubu kapsamında ikili anlaşmalar üzerinden satmakta olup, dengeleme grubundan yukarıda bahsedilen satış fiyatları üzerine 9,75 TL/MWh prim almaktadır. Çorum GES 2027 yılı sonuna kadar, Erzurum GES ise 2028 yılı sonuna kadar ürettiği elektriği 133 ABD\$/MWh satış fiyatı ile bağlı olduğu bölgedeki dağıtım firması üzerinden şebekeye satabilecektir. Çorum GES ve Erzurum GES'in YEKDEM sürelerinin tamamlanmasının ardından Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF'nin %15'ini katkı bedeli olarak ödedikten sonra ürettikleri elektriği Gün Öncesi Piyasa'da oluşan PTF üzerinden veya ikili anlaşma yolu ile satışını yapabilecekleri değerlendirilmektedir.

Mersin RES, Şah RES ve Çorum GES'in projeksiyon dönemi boyunca yıllık üretim miktarlarının geçmiş 3 sene üretim ortalamaları ile aynı olacağı varsayılmıştır. Erzurum GES

A handwritten signature in black ink is written over a rectangular stamp. The stamp contains the text "MERSİN RES" and "UL Kİ" in a grid-like format. The signature is written in a cursive style.

için bu son 2 yıl üretim miktarının ortalaması olarak dikkate alınmıştır. Taşpınar RES, 2021 yılının Mart ayında tam kapasite üretime geçtiği için, 2021 yılında 170 GWh sonraki senelerde 187.1 GWh üretim yapacağı tahmin edilmektedir. Taşpınar RES için bu üretim tahmini Türksöy E.M.D.'nin 2019 tarihli fizibilite raporu baz alınarak belirlenmiştir. Santrallerin üretim tahminleri aşağıda özet olarak gösterilmektedir.

Sekil 22 Santrallerin Üretim Projeksiyonları

Yıllık Üretim (GWh)	2018	2019	2020	Son 3 yıl ortalama	Üretim Projeksiyonu	Projeksiyon Yöntemi
Mersin RES	182.9	186.8	200.2	190.0	190.0	3 yıllık üretim ortalaması
Şah RES	317.3	326.8	344.2	329.4	329.4	3 yıllık üretim ortalaması
Taşpınar RES	-	-	2.4	-	187.1 ¹	Türksöy Raporu ²
Erzurum GES	-	38.8	39.9	39.3	39.3	2 yıllık üretim ortalaması
Çorum GES	13.8	13.9	14.4	14.0	14.03	3 yıllık üretim ortalaması

¹Mersin RES'e ilişkin üretim projeksiyonları muhafazakar kalınması amacıyla gerçekleştirilmesi öngörülen lisanstaki kapasite artışını dikkate alınmamıştır.

²Santralin sadece 1 türbini 2020 yılında devreye girmiştir, 2021 Mart ayında tam kapasite devreye girmiştir.

³Türksöy E.M.D.'nin 2019 tarihli fizibilite raporu

Şirket 2020 yılında 530.559 ton Doğrulanmış Karbon Birimi ("DKB") satışı yapmıştır ve 2.793.664 TL karbon kredisi geliri elde etmiştir. 2020 yılında ortalama ton başına DKB satış fiyatı yaklaşık 0,80 Amerikan Doları olmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca yıllık 530.000 ton DKB satışı yapılacağı ve ortalama satış fiyatının 0,80 Amerikan Doları olacağı varsayılmıştır.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderlerinin büyük bir bölümü sözleşmeye veya tarifeyle bağlı giderlerdir. Bu giderler projeksiyon dönemi boyunca ilgili sözleşme ve tarife şartlarına göre tahmin edilmiştir. Diğer faaliyet giderleri ise projeksiyon dönemi boyunca Türk Lirası enflasyonu tahminleri ile artırılmıştır. Amortisman giderleri ayrıca hesaplanmıştır. Faaliyet giderleri ve kullanılan varsayımlar aşağıda belirtilmiştir:

- Bakım onarım gideri: 2030 yılına kadar geçerli sözleşmeler ile şartları belirlenmiştir. Sözleşmelerde yer alan türbin başına bakım onarım maliyetleri ile türbin sayılarının çarpılması ile hesaplanmaktadır.
- TEĞAŞ Sistem kullanım bedelleri: Belirlenen tarifelere göre kullanım bedelleri oluşmaktadır. Şirket santrallerinin tabii oldukları 2021 yılı tarifelerine göre hesaplanmıştır. Tarifelerin 2021 yılı sonrasında enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.
- Lisans giderleri: Rüzgar enerjisi santralleri faaliyete başladıklarından itibaren ilk 8 yıl boyunca lisans bedellerinden muaf olup, 8 yıllık dönem sonrasında ürettikleri elektrik miktarları üzerinden 0,003 krş/kWh bedel ile lisans bedelleri ödemektedirler. İleriki yıllarda ödenecek lisans bedelinin de enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.
- Sigorta giderleri: Yıllık olarak imzalanan sözleşmeler ile belirlenmektedir. 2021 yılında sigorta poliçeleri imzalanmış olup, 2021 yılı sonrasında enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.

Şirketin faaliyet giderleri ve kullanılan varsayımlar aşağıda belirtilmiştir:

- Personel giderleri: 2021 yılında personel giderleri, 2020 yılı personel giderleri yıllık enflasyon ile artırılarak ve Taşpınar RES'in faaliyete geçmesi ile birlikte Taşpınar RES'in tahmini personel gideri eklenerek bulunmuştur. Taşpınar RES tahmini personel gideri, kapasite bakımından çok yakın olduğu Mersin RES'in MW başına personel gideri bulunup, Taşpınar RES kapasitesi ile çarpılması sonucu hesaplanmıştır. 2021 yılı sonrası projeksiyon döneminde personel giderlerinin enflasyon ile artacağı varsayılmaktadır.
- Genel Yönetim giderleri: 2021 yılında genel yönetim giderleri, 2020 yılı genel yönetim giderleri yıllık enflasyon ile artırılarak ve Taşpınar RES'in faaliyete geçmesi ile birlikte Taşpınar RES'in tahmini genel yönetim gideri eklenerek bulunmuştur. Taşpınar RES tahmini genel yönetim gideri, kapasite bakımından çok yakın olduğu Mersin RES'in MW başına genel yönetim gideri bulunup, Taşpınar RES kapasitesi ile çarpılması sonucu bulunmuştur. 2021 yılı sonrası projeksiyon döneminde genel yönetim giderlerinin enflasyon ile artacağı varsayılmaktadır.
- Holding danışmanlık giderleri: Doğan Şirketler Grubu, Şirket'e vermiş olduğu finansal, teknik, teknolojik hizmet karşılığında Şirket'ten yönetim ücreti almaktadır. 2021 yılında Şirket ile Doğan Şirketler Grubu arasında imzalanan danışmanlık sözleşmesi kapsamında 2021 yılı yönetim ücreti 300.000 TL olarak belirlenmiştir. 2021 yılı sonrası projeksiyon döneminde holding danışmanlık giderlerinin enflasyon ile artacağı varsayılmaktadır.
- Güvenlik Giderleri: 2021 yılında güvenlik giderleri, 2020 yılı güvenlik giderleri yıllık enflasyon ile artırılarak ve Taşpınar RES'in faaliyete geçmesi ile birlikte Taşpınar RES'in tahmini güvenlik gideri eklenerek bulunmuştur. Taşpınar RES tahmini güvenlik gideri, kapasite bakımından çok yakın olduğu Mersin RES'in MW başına güvenlik gideri bulunup, Taşpınar RES kapasitesi ile çarpılması sonucu bulunmuştur. 2021 yılı sonrası projeksiyon döneminde güvenlik giderlerinin enflasyon ile artacağı varsayılmaktadır.
- Müşavirlik (Finansal ve Teknik) Giderleri: 2021 yılında müşavirlik giderleri, 2020 yılı müşavirlik giderleri yıllık enflasyon ile artırılarak ve Taşpınar RES'in faaliyete geçmesi ile birlikte Taşpınar RES'in tahmini müşavirlik gideri eklenerek bulunmuştur. Taşpınar RES tahmini müşavirlik gideri, kapasite bakımından çok yakın olduğu Mersin RES'in MW başına müşavirlik gideri bulunup, Taşpınar RES kapasitesi ile çarpılması sonucu bulunmuştur. 2021 yılı sonrası projeksiyon döneminde müşavirlik giderlerinin enflasyon ile artacağı varsayılmaktadır.
- Kira giderleri: Merkez ofis, santral arsaları ve orman arazileri kiralarından oluşmaktadır. Merkez ofis, Doğan Grubu'ndan uzun dönemli sözleşme ile kiralanmıştır. 2021 yılında sözleşme şartlarına uygun olarak tahmin edilmiş olup, yine sözleşmelerde yer alan şartlara göre gelecek dönem giderleri projekte edilmiştir.

Yukarıda detayları anlatılan varsayımlara göre oluşturulmuş 2021 ile 2030 yılları arasındaki gelir ve gider projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda verilen enflasyon ve Dolar/TL ortalama kur tahminleri 2023 yılına kadar Bloomberg Terminalin'den alınmıştır. 2023 yılından sonra ise 2023 yılı enflasyon tahmini sabit tutulmuş ve bu varsayımına göre ortalama kur hesaplanmıştır.

Şirketin Adı: ...
Soyadı: ...
E-posta Adresi: ...
Telefon Numarası: ...
İmza: ...
Tarih: ...

Sekil 24 Gider Projeksiyonu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gider Projeksiyonu										
Bakım & Onarım	32.499	33.212	33.504	34.358	36.769	39.483	42.401	45.540	48.916	52.548
İletim Sistemi Kullanım Bedelleri	30.462	33.890	36.668	39.675	42.929	46.449	50.258	53.741	44.278	47.908
Sistem Kullanım Bedeli	26.098	28.957	31.331	33.900	36.680	39.688	42.942	45.826	35.713	38.642
Sistem İşletme Bedeli	4.364	4.933	5.337	5.775	6.249	6.761	7.315	7.915	8.564	9.266
Lisans Gideri	18	20	21	23	25	27	29	31	46	50
Sigorta Gideri	5.514	5.888	5.792	5.774	6.157	6.557	6.983	7.436	7.919	8.434
Personel Gideri	15.026	16.574	17.933	19.403	20.994	22.716	24.578	26.594	28.775	31.134
Genel Yönetim Giderleri	3.553	3.919	4.240	4.588	4.964	5.371	5.812	6.288	6.804	7.362
Holding Danışmanlık Gideri	300	331	358	387	419	454	491	531	574	622
Güvenlik Gideri	3.013	3.323	3.596	3.890	4.209	4.555	4.928	5.332	5.769	6.242
Müşavirlik Giderleri	1.809	1.996	2.159	2.336	2.528	2.735	2.959	3.202	3.465	3.749
Kira Giderleri	2.773	3.058	3.309	3.580	3.874	4.192	4.535	4.907	5.310	5.745
Gayrimenkul ve Depo Kirası	816	900	974	1.054	1.140	1.234	1.335	1.444	1.563	1.691
Orman Kirası	1.957	2.158	2.335	2.527	2.734	2.958	3.200	3.463	3.747	4.054
Toplam İşletme Giderleri	94.965	102.209	107.581	114.015	122.868	132.537	142.974	153.603	151.856	163.794
FAVÖK	344.645	297.694	306.993	319.395	341.158	327.245	349.855	361.661	362.684	389.265
Amortisman	140.393	117.584	100.921	92.694	78.337	76.761	34.814	17.996	56.166	20.909
Finansiyel Karı	204.251	180.110	206.073	226.701	262.821	250.484	315.040	343.665	306.519	368.356

MAHALİYE VE İZLENİM
MÜHÜR KİMYA VE İZLENİM
Maha...
Maha...
Maha...
Maha...
Maha...

Net İşletme Sermayesi (NİS)

Düzeltilmiş net işletme sermayesi aşağıdaki bilanço kalemlerinin projekte edilen gelir ve giderlere göre son 2 yıldaki ortalama devir günleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 25 Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NİS Projeksiyonu										
Ticari Alacaklar	43.423	39.501	40.950	42.811	45.835	45.416	48.680	50.896	50.825	54.630
Stoklar	2.541	2.311	2.396	2.505	2.682	2.657	2.848	2.978	2.974	3.197
Peşin Ödenmiş Giderler	2.762	2.512	2.605	2.723	2.915	2.889	3.096	3.237	3.233	3.475
Ticari Borçlar (-)	12.955	13.943	14.676	15.554	16.762	18.081	19.504	20.954	20.716	22.345
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar (-)	1.420	1.529	1.609	1.705	1.838	1.982	2.139	2.298	2.271	2.450
Kısa vadeli karşılıklar (-)	1.812	1.950	2.053	2.175	2.344	2.529	2.728	2.931	2.897	3.125
Net İşletme Sermayesi	32.539	26.903	27.613	28.604	30.489	28.370	30.254	30.929	31.147	33.381
NİS Değişimi	1.329	5.636	(710)	(991)	(1.884)	2.119	(1.884)	(675)	(218)	(2.234)

Şirket'in finansal tablolarında Diğer Dönen Varlıklar altında yer alan devreden KDV tutarı, D Yapım'ın birleşme tarihine kadar yüklendiği ancak indiremediği KDV alacaklarından oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca bu KDV alacaklarının yaratılan KDV yükümlülükleri ile mahsuplaştırılacağı varsayılarak, serbest nakit akışları hesabında ayrıca dikkate alınmıştır. Bu nedenle, devreden KDV tutarı net işletme sermayesi hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Yatırım Harcamaları

Şirket santrallerinin bakımları Bakım ve Onarım sözleşmeleri kapsamında hizmet alınan karşı taraflar tarafından yapılmaktadır. Taşpınar RES yatırımı 2021 yılı içerisinde tamamlandığı için, 2021 yılında Taşpınar RES projesi ile ilgili 65 milyon TL yatırım bütçesi bulunmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca muhafazakar kalmak adına Şirket'in stratejileri altında yer alan YEKA, hibrit santral yatırımları ve yeni satın alımlar işbu rapor tarihi itibarıyla somut gelişmeler olmadığı için projeksiyonlara dahil edilmemiştir. Bu nedenlerden dolayı, projeksiyon dönemi boyunca 2021 yılında Taşpınar RES yatırımı haricinde yatırım harcaması oluşmayacağı varsayılmıştır.

Katma Değer Vergisi Alacakları (KDV)

Şirket'in finansal tablolarında Diğer Dönen Varlıklar ve Diğer Duran Varlıklar altında 2020 yılsonu itibarıyla 306.805.992 TL tutarında Devreden KDV bulunmaktadır. Bu Devreden Katma Değer Vergisi tutarları, D Yapım'ın birleşme tarihine kadar yüklendiği ancak indiremediği KDV alacaklarından oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca bu KDV alacaklarının yaratılan KDV yükümlülükleri ile mahsuplaştırılacağı tahmin edilmiştir. Mahsuplaştırılan tutarlar Şirket nakit akışlarına ilgili yıllarda yansıtılarak İNA yönetiminde değerlemeye dahil edilmiştir.

Amortisman ve İfa Giderleri

Amortisman giderleri Şirket'in mevcut amortisman ayırma politikalarına uygun olarak hesaplanmıştır.

Şekil 26 Amortisman Projeksiyonu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Amortisman Projeksiyonu										
Şah	6.265	6.230	1.379	1.347	1.313	1.260	985	798	798	376

Şirket'in finansal tablolarında Diğer Dönen Varlıklar altında yer alan devreden KDV tutarı, D Yapım'ın birleşme tarihine kadar yüklendiği ancak indiremediği KDV alacaklarından oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca bu KDV alacaklarının yaratılan KDV yükümlülükleri ile mahsuplaştırılacağı varsayılarak, serbest nakit akışları hesabında ayrıca dikkate alınmıştır. Bu nedenle, devreden KDV tutarı net işletme sermayesi hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Mersin	17.610	17.600	17.585	17.537	17.529	17.491	267	266	266	8
Taşpınar	65.898	53.650	44.840	37.799	23.114	18.606	14.995	12.102	51.073	593
Erzurum	11.068	11.068	10.531	10.530	10.523	10.517	10.516	42	36	36
Çorum	4.707	4.622	4.598	4.598	4.598	4.644	894	16	16	16
Merkez	72	61	21	0	0	0	0	0	0	0
Aktifleştirilen Kredi Faizleri	34.772	24.352	21.967	20.884	21.259	24.242	7.157	4.771	3.976	19.879
Toplam Amortisman	140.393	117.584	100.921	92.694	78.337	76.761	34.814	17.996	56.166	20.909

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi için sabit AOSM tahmin edilmiştir. Risksiz TL faizi 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 2 Nisan 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %18,21 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi için risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Borçlanma maliyet Şirket'in TL kredilerinin faizlerinin 2020 yılsonu anapara bakiyelerine göre ağırlıklı ortalamaları olan %13,2 olarak dikkate alınmıştır. Vergi oranı, %20 olarak dikkate alınmıştır.

Borç / Toplam Kaynaklar oranı yurtiçi benzer şirketler ile yurtdışı benzer şirketlerin ortalaması olan %68,3 olarak dikkate alınmıştır. Kaldıraçsız beta değeri yine aynı şekilde yurtiçi benzer şirketlerin ve yurtdışı benzer şirketlerin son 5 yıl değerlerinin ortalaması olan 0,39 olarak sabit dikkate alınmıştır. Benzer şirketlerin söz konusu ortalamaları, Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde hesaplamaya dahil edilen şirketlerden son 5 yıl içerisinde halka açılan ve sektör ortalamasını yansıtmadığı düşünülen Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş., Pacifico Renewables Yield AG ve Clearwise AG hariç tutularak hesaplanmıştır.

Şekil 27 OSM Tablosu

AOSM Hesabı	
AOSM Projeksiyonu	
Risksiz Getiri Oranı	%18,21
Risk Primi	%5,5
Borç / Toplam Kaynaklar	%68,3
Kaldıraçsız Beta	0,39
Kaldıraçlı Beta	1,06
Özkaynak Maliyeti	%24,1
Borçlanma Maliyeti	%13,2
Vergi Oranı	%20
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	%10,6
AOSM	%14,9

Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı
 Mustafa Kızılcık
 Mithat Sokak
 ANKARA

Şekil 28 Benzer Şirketler Borçluluk ve Beta Tablosu

Şirket Kodu	Şirket	Borç / Toplam Kaynaklar	Kaldıraçsız Beta
AKENR.E	Akenerji Elektrik Üretim A.S.	%84	0,28
AKSUE.E	Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Şirketi	%65	0,57
AYEN.E	Ayen Enerji A.S.	%70	0,61
ODAS.E	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	%69	0,65
SWX:ESUN	Edisun Power Europe AG	%53	0,38
BIT:ARN	Alerion Clean Power S.p.A.	%80	0,13
XTRA:HRPK	7C Solarparken AG	%65	0,24
BIT:FKR	Falck Renewables S.p.A.	%59	0,44
XTRA:PRY	Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	%70	0,25
DUSE:ABO	Audax Renovables, S.A.	%69	0,35
	Ortalama	%68,3	0,39

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akışları yönetimi kapsamında Şirket'in gelecek 10 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerler indirgenmiştir. Devam eden değer bulunması için ise pazar yaklaşımı/çıkış değeri yöntemi kullanılmıştır.

Devam eden değer hesabında yurt içi ve yurtdışı benzer şirketlerin ortalama İD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. 2030 yılında yaratılacağı tahmin edilen FAVÖK tutarı ile bu çarpan çarpılarak 2030 yılı sonrasındaki döneme ait artık değer hesaplandıktan sonra 2030 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. İNA analizi sonucunda Şirket Değeri, 10 yıllık projeksiyon dönemine ilişkin değer ve çıkış değeri ile hesaplanan projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer toplamından oluşmaktadır.

Şekil 29 İNA Tablosu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gelirler	439.610	399.903	414.574	433.411	464.026	459.781	492.828	515.264	514.540	553.059
Faaliyet Karı	204.251	180.110	206.073	226.701	262.821	250.484	315.040	343.665	306.519	368.356
Vergi	(36.765)	(32.420)	(37.093)	(40.806)	(47.308)	(50.097)	(63.008)	(68.733)	(61.304)	(73.671)
Vergi Oranı	%18	%18	%18	%18	%18	%20	%20	%20	%20	%20
KDV Alacakları	59.541	56.568	58.487	60.984	65.187	6.039	--	--	--	--
Amortisman	140.393	117.584	100.921	92.694	78.337	76.761	34.814	17.996	56.166	20.909
Yatırım Harcamaları	(65.000)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
NİS Değişimi	1.329	5.636	(710)	(991)	(1.884)	2.119	(1.884)	(675)	(218)	(2.234)
Serbest Nakit Akımları	303.749	327.478	327.676	338.582	357.154	285.306	284.963	292.253	301.163	313.359
İndirgeme Faktörü	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,44	0,38	0,33	0,29	0,25
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	264.469	248.257	216.284	194.581	178.711	124.299	108.095	96.524	86.604	78.458

Projeksiyon Dönemi Değeri	1.596.281.261
2030 Yılı FAVÖK	389.264.972
FAVÖK Çarpanı	16,9x
2030 sonrası Değer	6.581.626.254
2030 indirgeme faktörü	0,25
2030 sonrası Bugünkü Değer	1.647.887.705
İNA Değeri	3.244.168.966

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucunda Galata Wind'in 31.12.2020 tarihi itibarıyla şirket değeri 3.244.168.966 TL olarak hesaplanmıştır.

Şekil 30 İNA Özsermaye Değeri

İNA Şirket Değeri	3.244.168.966
Net Finansal Borç	484.510.291
İNA Özsermaye Değeri	2.759.658.675
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,06
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	2.930.692.480
Temettü Ödemesi Düzeltmesi	100.000.000
Düzeltilmiş İNA Özsermaye Değeri	2.830.692.480

İndirgenmiş Nakit Akımları sonucunda şirketin 31.12.2020 itibarıyla değeri bulunmuştur. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 5 Nisan 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtması amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %24,1 dikkate alınarak özsermaye değeri 5 Nisan 2021 tarihine getirilmiştir. Galata Wind izahnamesinde de belirttiği üzere, Şirket halka arz öncesinde 100.000.000 TL temettü ödemesi yapacaktır. Bu nedenle, özsermaye değeri temettü ödemesi dikkate alınarak düzeltilmiştir.

ŞİRKETİN YÖNETİMİ
MÜHÜR
Muhafız
Tarih: 01.01.2021
M337
F. YANIK

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirilmesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında mevcut şartlar dikkate alındığında bu değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, Esas Faaliyet Karı (şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kar) ile ilgili dönemde Satışlar'dan Esas Faaliyet Karı'na ulaşılırken düşülen amortisman ve itfa bedellerinin toplamıdır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

İD/FAVÖK oranı hesaplaması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate alınmıştır. Dolayısıyla hesaplanan FAVÖK değerleri 31.12.2019-31.12.2020 tarihleri arasında hesaplanan 12 aylık finansal verilere dayanmaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XELKT kodlu BIST Elektrik endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir.

Sekil 31 BIST Elektrik Endeksinde Yer Alan Şirketler

Endeks	Şirket Kodu	Şirket
XELKT	AKENR.E	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.
XELKT	AKSEN.E	Aksa Enerji Üretim A.Ş.
XELKT	AKSU.E	Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.
XELKT	AYEN.E	Ayen Enerji A.Ş.
XELKT	ENJSA.E	Enerjisa Enerji A.Ş.

AKUL Kİ...
er...
...
...
...

XELKT	ESEN.E	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.
XELKT	NATEN.E	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.
XELKT	ODAS.E	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.
XELKT	PAMELE.E	Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.
XELKT	ZOREN.E	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Kaynak: Borsa İstanbul A.Ş.

BIST Elektrik endeksinde yer alan şirketlerden sadece elektrik dağıtımı ile iştirak eden Enerjisa Enerji A.Ş. çıkarıldıktan sonra elektrik üretim alanında faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Şekil 32 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları

Şirket Kodu	Şirket	Faaliyet Alanın İlişkin Özet Bilgi
AKENR.E	Akenerji Elektrik Üretim A.S.	1.224 MW kurulu güce sahip şirketin 1 Doğal Gaz Çevrim (904 MW), 1 rüzgar (28 MW) ve 7 hidroelektrik (292 MW) santrali bulunmaktadır. Ek olarak, inşaat aşamasında 198 MW HES projesi olan şirketin, elektrik perakende satışı, doğalgaz ithalatı ihracatı ve toptan ticareti faaliyetleri de bulunmaktadır.
AKSEN.E	Aksa Enerji Üretim A.S.	Yurtiçinde 1.470 MW kurulu güce sahip şirketin 2 Doğal Gaz Çevrim (1.047 MW), 1 akaryakıt (153 MW) ve 1 linyit (270 MW) santrali bulunmaktadır. Ek olarak, şirketin yurtdışında toplam 470 MW kapasiteli akaryakıt enerji santrali bulunmaktadır.
AKSU.E	Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Şirketi	Şirketin 8 MW kurulu güce sahip güneş enerjisi santralleri, 16 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali bulunmaktadır. Şirketin ayrıca 103,4 MW kapasiteli HES projesinde %16,74 oranında iştirak payı bulunmaktadır.
AYEN.E	Ayen Enerji A.S.	Mevcut toplam gücü 408,86 MW'dır. Bu portföyün kurulu gücü 278,61 MW'si HES, 130,25 MW'si RES'den oluşmaktadır. Şirketin yatırımı devam eden toplam 209 MW kapasiteli HES projeleri bulunmaktadır.
ESEN.E	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	Şirket 56 MW güce sahip güneş enerjisi santrallerine sahiptir. Şirket ayrıca, yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan bir EPC şirkettir. 2020 yılsonu itibarıyla satışlarının %42'si enerji üretiminden gelmektedir.
NATEN.E	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	Naturel Enerji yurtiçinde işletmede olan 44 MW kapasiteli santrallere sahiptir. Ayrıca, Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin sermayesinin tamamına sahiptir. Ek olarak, enerji santrali müteahhitliği de yapmaktadır.
ODAS.E	Odaş Elektrik	Şirket 140 MW kapasiteli doğal gaz çevrim santraline, 8,2 MW kapasiteli hidroelektrik santraline, 340 MW kapasiteli

GAZİANTEP YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 PAUL KIVRAK
 15.12.2021
 15.12.2021

	Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	termik santrale sahiptir. Şirket ek olarak, doğal gaz toptan satışı, elektrik ticareti, kömür madenciliği ve değerli metal madenciliği faaliyetlerini de yürütmektedir.
PAMEL.E	Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	Şirket 6,7 MW kurulu güce sahip Hidroelektrik Santrali ile yenilenebilir elektrik enerjisi üretmektedir.
ZOREN.E	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	991 MW kurulu güce sahip olan şirketin Jeotermal enerjideki kurulu gücü 305 MW, rüzgar enerjisindeki kurulu gücü 191 MW, güneş enerjisindeki kurulu gücü 1,5 MW, hidrolik enerjideki kurulu gücü ise 119 MW'tır.

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve KAP

Likiditesi düşük olan payların işletmelerin gerçek değerini doğru bir şekilde yansıtamayabileceği için Borsa İstanbul Alt Pazar'da işlem gören Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

Şekil 33 Yurt İçi Benzer Şirket FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket Kodu	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD / FAVÖK LTM
AKENR.E	Akenerji Elektrik Üretim A.S.	1.298	7.216	425	16,99x
AKSEN.E	Aksa Enerji Üretim A.S.	7.315	10.351	1.518	6,82x
AKSUE.E	Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Şirketi	103	152	11	13,87x
AYEN.E	Ayen Enerji A.S.	2.184	4.492	280	16,05x
ESEN.E	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	2.477	2.684	72	37,41x
NATEN.E	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	1.362	1.789	72	24,93x
ODAS.E	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	2.106	4.178	253	16,49x

ZOREN.E	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4.600	18.613	1.955	9,52x
Ortalama*					15.85x
Medyan*					16.27x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı
*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir.

Uç değer olduğu için ortalamaya dahil edilmeyen Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin göreceli olarak yüksek hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının sorgulanması kapsamında şirketin 2020 yılına ilişkin faaliyet raporu incelenmiştir. İlgili faaliyet raporunda şirketin planlanan yatırımlarının, büyüme beklentilerinin ve imzaladığı hizmet sözleşmelerinin mevcut faaliyetlerine oranla ciddi olarak agresif olduğu görülmüştür. 2020 yılının son çeyreğinde Afyon bölgesinde 12.275 güneş elektrik santrali alımı yaparak mevcut kapasitesini 56.350 kWp gücüne çıkarmıştır. Şirket 2020 yılında İtalya'da 50 MWp Güneş Elektrik Santrali proje geliştirilmesi ve kurulumu amacıyla anahtar teslim esaslı 45.000.000 Avro + KDV (346.113.000 TL+ KDV) toplam bedelli sözleşme imzalamıştır. Şirket'in 12.03.2021 tarihli açıklamasına göre, Kinesis Enerji Yatırımları AŞ'ye ait Lisanslı ve Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çatısı altında geliştirilen ve kurulan 39 adet güneş enerjisi santralini satın almak üzere sözleşme imzalamıştır. Satın alınan 39 adet güneş enerjisi santraliyle birlikte kurulu GES gücünü yüzde 110 arttırarak 118,03 MWp'ye ulaştıran Esenboğa Elektrik'in, 2021 yılında bu santrallerden yaklaşık 102.150.000 kWh üretim ve 13.585.950 dolar satış geliri ile 12.760.000 dolar net gelir beklediği bildirilmiştir. Bu nedenlerle, hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının görece olarak yüksek çıktığı düşünülmektedir.

Uç değer olduğu için ortalamaya dahil edilmeyen Aksa Enerji Üretim A.Ş.'nin göreceli olarak düşük hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının sorgulanması kapsamında şirketin yatırımcı sunumları incelenmiştir. Şubat 2021 tarihli yatırımcı sunumunda görüldüğü üzere şirketin üretiminin sadece %41'nin yenilenebilir enerji kaynaklarındandır. Şirket üretim portföyünün yakıt türüne göre elektrik üretimi oranlarına bakıldığında, 2020 yılında %35'ini kömür ve %22'sini doğalgaz kaynaklarının oluşturduğu görülmektedir. Bu nedenle, hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının görece olarak düşük çıktığı düşünülmektedir.

Uç değer olduğu için ortalamaya dahil edilmeyen Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin göreceli olarak düşük hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının sorgulanması kapsamında şirketin faaliyet raporları incelenmiştir. 2020 tarihli faaliyet raporunda da faaliyet raporunda da görüldüğü üzere şirket elektrik ve doğal gaz dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır ve 2020 FAVÖK'ünün sadece %56'sı elektrik üretiminden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının görece olarak düşük çıktığı düşünülmektedir.

Uç değer olduğu için ortalamaya dahil edilmeyen Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.'nin göreceli olarak yüksek hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının sorgulanması kapsamında şirketin faaliyet raporları incelenmiştir. 2020 tarihli faaliyet raporunda da faaliyet raporunda da görüldüğü üzere şirket müteahhlik faaliyetlerinde bulunmaktadır. Ayrıca, yukarıda belirtilen Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin %62,5 hissesine sahiptir. Bu nedenle, hesaplanan İD / FAVÖK LTM çarpanının görece olarak yüksek çıktığı düşünülmektedir.

Yatırımcı Sunumu
14 Ocak 2021
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.
Yatırımcı İlişkileri Departmanı
Etiler, Beşiktaş, İstanbul
Tic. Sic. No: 270900
Vergi No: 3450000000000000
Etiler, Beşiktaş, İstanbul
Tic. Sic. No: 270900
Vergi No: 3450000000000000

Yurt Dışı Benzer Şirketler

CapitalIQ veritabanı üzerinden yapılan incelemeler sonucunda yurtdışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Sekil 34 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları

Şirket Kodu	Şirket	Ülke	Faaliyet Alanın İlişkin Özet Bilgi
SWX:ESUN	Edison Power Europe AG	İsviçre	Avrupa'nın 6 farklı ülkesinde toplam 84 MW operasyonel kapasiteli 38 güneş enerjisi santraline sahiptir.
BME:GRE	Grenergy Renovables, S.A.	İspanya	198 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin 138 MW GES ve 60 MW RES projeleri bulunmaktadır. Şirketin yaklaşık olarak 297 MW RES ek kapasitesi inşaat aşamasındadır.
BIT:ARN	Alerion Clean Power S.p.A.	İtalya	751 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin portföyünün tamamı rüzgar enerjisi santrallerinden oluşmaktadır.
XTRA:HRPK	7C Solarparken AG	Almanya	257 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin portföyünün tamamı güneş enerji santrallerinden oluşmaktadır.
BIT:FKR	Falck Renewables S.p.A.	İtalya	1.196 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin 162 MW GES, 959 MW RES ve 46 MW biyokütle projeleri bulunmaktadır.
XTRA:PRY	Pacifico Renewables Yield AG	Almanya	81 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin 56 MW GES ve 25 MW RES projeleri bulunmaktadır.
DUSE:ABO	Clearwise AG	Almanya	Avrupa'nın farklı ülkelerinde toplam 151 MW kurulu RES kapasitesine sahiptir.
ATSE:TENERGY	Terna Energy Societe	Yunanistan	1.373 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin portföyünün 1.343 MW'si RES projelerinden oluşmaktadır. Şirketin yaklaşık olarak 430 MW RES ek kapasitesi gelişim aşamasındadır.
BME:ADX	Audax Renovables, S.A.	İspanya	91 MW toplam operasyonel kapasiteye sahip yenilebilir enerji şirketinin portföyünün hepsi RES projelerinden oluşmaktadır. Şirketin yaklaşık olarak 126

			MW RES ek kapasitesi gelişim aşamasındadır.
--	--	--	---

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

Sekil 35 Yurt Dışı Benzer Şirket FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket Kodu	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD / FAVÖK LTM
SWX:ESUN	Edisun Power Europe AG	1.065	1.771	73	24,25x
BME:GRE	Grenergy Renovables, S.A.	7.690	8.914	210	42,51x
BIT:ARN	Alerion Clean Power S.p.A.	6.600	11.348	525	21,63x
XTRA:HRPK	7C Solarparken AG	2.557	4.550	285	15,99x
BIT:FKR	Falck Renewables S.p.A.	17.079	25.284	1.592	15,89x
XTRA:PRY	Pacifico Renewables Yield AG	1.064	1.625	68	23,99x
DUSE:ABO	Clearwise AG	1.228	2.503	210	11,94x
ATSE:TENERGY	Terna Energy Societe	13.954	20.080	1.732	11,59x
BME:ADX	Audax Renovables, S.A.	9.247	11.153	604	18,48x
Ortalama*					17,97x
Medyan*					17,24x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir.

Benzer yurtdışı çarpanlar arasından en yüksek İD / FAVÖK LTM çarpanı uç değer olduğu için ortalamaya dahil edilmemiştir. Grenergy Renovables şirketinin operasyonel kapasitesi 198 MW iken, 297 MW kapasiteye sahip inşaat aşamasında projeleri bulunmaktadır. Bu nedenden ötürü değerinin diğerlerinden farklılaştığı tahmin edilmektedir.

ANIL KIN...
Maha...
Sok... 34/37
15/11/2023

Çarpan Analizi Sonucu

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK ortalamaları Galata Wind 2020 yılı FAVÖK rakamı ile çarpılarak Galata Wind'in şirket değerine ulaşılmıştır. Benzer şirket çarpan değerleri 2 Nisan 2021 kapanış itibarıyla "Capital IQ" platformundan elde edilmiştir.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan sonuçları ile çarpan analizi özeti aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şekil 36 Çarpan Analizi Tablosu

	FD/FAVÖK Çarpanı	2020 FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurt içi Benzer Şirketler	15,8x	263.796.606	4.180.215.261
Yurtdışı Benzer Şirketler	18,0x	263.796.606	4.740.241.453
		Hesaplanan Şirket Değeri	4.460.228.357
		Net Finansal Borç	484.510.291
		Temettü Ödemesi	100.000.000
		Özsermaye Değeri	3.875.718.066

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 30.12 maddesinin f bendi uyarınca kullanılan çeşitli değerlendirme ölçütleri (yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler çarpanları) ağırlıklandırılmıştır. Bu kapsamda yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere eşit ağırlık verilmiştir. Sonucunda olarak pazar yaklaşımı kapsamında Galata Wind'in şirket değeri 4.460.228.357 TL olarak hesaplanmıştır. Net finansal borç tutarı ve temettü ödemesi tutarı düşülerek 3.875.718.066 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

MAHALİFETİ YOK
MÜHÜR KİMLİK
Mahalifet
Tarih: 2 Nisan 2021
İmza: [Signature]

Galata Wind Değerlemesi Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre bulunan değerlerin farklılıkları UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.6 belirlenen değerlerin farklılıkların anlaşılmasına ilişkin olarak aynı standardın 10.3 maddesindeki seçim kriterleri tekrar değerlendirilmiştir. İki yöntem arasındaki farkın İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde muhafazakâr kalınarak potansiyel yatırım fırsatlarının değerlendirilmemesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere ilişkin ortalama çarpanların yakın çıkmasının özellikle yurt dışı çarpanları için seçilen benzer şirketlerin uygun olduğunu işaret ettiği düşünülmektedir. Buna karşın muhafazakar kalınması açısından Nakit Akımları yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemleri %50-%50 ağırlıklandırılmıştır. Bu yöntemler sonucunda hesaplanan şirket değeri ve özsermaye değeri aşağıda gösterilmiştir.

Şekil 37 Çarpan Analizi Tablosu

	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi	2.830.692.480	50%	1.415.346.240
Çarpan Analizi Yöntemi	3.875.718.066	50%	1.937.859.033
	Ağırlıklandırılmış Özsermaye		3.353.205.273

Belirtilen ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi hesaplanan özsermaye değeri 3.353.205.273 TL'dir. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto oranı aşağıda gösterilmiştir.

Şekil 38 Halka Arz Fiyatı ve İskontosu

Özet	
Hesaplanan Özkaynak Değeri	3.353.205.273
Galata Wind Ödenmiş Sermayesi	534.791.458
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer	6,27
Halka Arz Fiyatı	5,06
Halka Arz İskonto Oranı	%19
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	2.706.044.776

Değerleme yöntemleri sonucunda hesaplanan halka arz öncesi 1 TL nominal değerli pay başına fiyat dikkate alındığında, halka arz fiyatı olan 5,06 TL üzerinden %19 iskonto oranı hesaplanmaktadır.

Ek: Sorumluluk Beyanı

SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
EĞİTİM ARAŞTIRMA VE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler Mahallesi
L. No: 10 Kat: No: 14/37
34398 Beşiktaş/İSTANBUL

Ek: Sorumluluk Beyanı

**SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA**
Eskişehir Yolu 8. Km no:156



Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sokak No : 1 34337
Etiler - Beşiktaş - İstanbul
Tel : (0212) 384 10 10
Fax: (0212) 352 42 40
Ticaret Sicil No: 235103
Mersis No: 0-3890-0068-3300011
www.garantiyatirim.com.tr

İstanbul, 05.04.2021

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemede Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

S. Akın Kozikoğlu
Birim Müdürü

Y. Jankat Bozkurt
Genel Müdür Yardımcısı