

Galata Wind

Endeksin Üzerinde Getiri

Güncel Fiyat: TRY28.2

Analist: Doğu Kurnaz

dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr

Hem yerel hem de uluslararası pazarlarda genişleme planları olan saf bir yenilenebilir enerji oyuncusu

Galata Wind'i endeks üzerinde getiri derecelendirme notu ve 51,62 TL/hisse 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hedef fiyatımız 12 aylık toplam %83 getiriye işaret etmektedir. Hissenin, i) cazip değerlendirme, ii) yaklaşan yatırım harcamaları döngüsü öncesinde düşük kaldıraç pozisyonu, iii) 2025 sonu ve sonrasında etkin FAVÖK katkısı gösteren yeni kapasitenin olumlu etkisi nedenleriyle, BIST100 endeksinden daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. İNA analizimiz için ABD Doları bazlı bir değerlendirme kullandık. Değerlememizde TCMB'nin en son Eurobond ihraç oranı olan %6,5'lik ABD Doları bazlı risksiz faiz oranı varsayılmıştır. Beklenen 2025 yılsonu ABD Doları bazlı FD/FAVÖK çarpanı olan 10,3x ve mevcut T12M FD/FAVÖK çarpanı olan 9,0x ile Galata Wind iskontolu işlem görmektedir.

Saf bir yenilenebilir enerji oyuncusu

Doğan Holding'in %70 oranında iştiraki olan Galata Wind, tamamen sürdürülebilir enerji kaynaklarına (rüzgâr ve güneş) yatırım yapmakta ve %100 yenilenebilir enerji üretmektedir. Şirket'in toplam yenilenebilir kurulu gücü 297 MW olup, bu kapasitenin %88'ini (247 MW) 3 adet rüzgâr enerjisi santrali (RES), %12'sini (50 MW) ise 2 adet güneş enerjisi santrali (GES) ve 1 adet hibrit enerji santrali oluşturmaktadır.

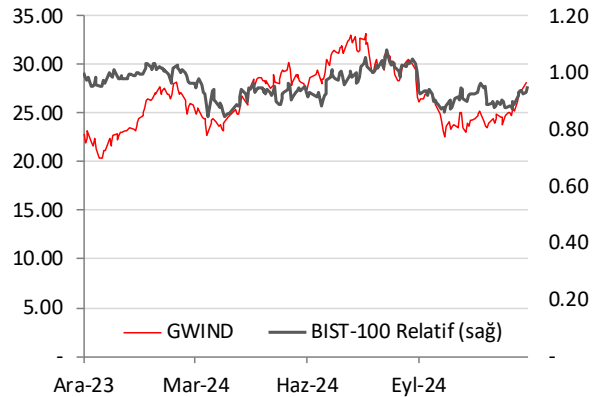
Yerel ve uluslararası pazarlarda önemli genişleme planları ile 2025 yılına kadar kapasitesini neredeyse iki katına çıkarmayı planlıyor

Galata Wind, 2025 yılına kadar kapasitesini neredeyse iki katına çıkararak 550 MW'ın üzerine çıkarmayı hedeflemektedir (2030 yılına kadar 1000 MW). Yakın vadeli hedefler (2025-2028) arasında; i) mevcut Taşpınar RES'te hibrit güneş enerjisi kapasite artışı (25MW), ii) Mersin RES'te kapasite artışı (39MW), iii) yeni satın alınan Alapınar RES (14MW) ve iv) Avrupa'da yeni yatırımların (çoğunlukla güneş enerjisi) ilk aşamaları (küçük adımlarla gerçekleştirilmesi beklenen toplam 300MW) yer almaktadır. Şirket, daha uzun vadede (2026-2030) Türkiye'de depolama özellikli üretim tesisleriyle (300MW rüzgar, 110MW güneş) kapasitesini daha da artırmayı planlamaktadır.

Türkiye'nin yenilenebilir enerji hedeflerinden yararlanmak için iyi bir konumda

Türkiye'de toplam güneş enerjisi kapasitesinin yıllık %14,7 (2024: 19.100 MW, 2028E: 33.100 MW), toplam rüzgâr kapasitesinin ise yıllık %9,8 (2024: 13.300 MW, 2028E: 19.300 MW) büyümesi bekleniyor. Genel olarak bakanlık, toplam kapasite içindeki yenilenebilir enerji payını mevcut %57 seviyesinden 2028 yılında %63'e çıkarmayı hedeflemekte. Galata Wind, sağlam bilançosu ile güçlü ve istikrarlı nakit yaratma kapasitesine sahip, saf bir yenilenebilir enerji üreticisi olarak, Türkiye'nin iddialı büyüme yolculuğunda öncü bir rol oynamak için bizce iyi bir konuma sahip.

Bloomberg Kodu	GWIND TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	51.62			
Güncel Fiyat, TL	28.20			
Getiri Potansiyeli	83%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	15,228			
Firma Değeri, mn TL	17,791			
Finansal Veriler				
	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar - IAS29 Öncesi				
Ciro, mn TL	2,306	3,640	4,291	
FAVÖK, mn TL	1,884	3,033	3,536	
Net Kâr, mn TL	1,784	2,617	2,181	
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	680	125	2,183	
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.0	0.6	
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	81.7%	83.3%	82.4%	
Net Marj	77.4%	71.9%	50.8%	
Temettü Verimi	-	-	-	
Büyüme				
Ciro, y/y	54.2%	57.8%	17.9%	
FAVÖK, y/y	68.0%	61.0%	16.6%	
Net Kâr, y/y	52.8%	46.7%	-16.7%	
Değerleme Verisi				
	2024T	2025T	2026T	
F/K	8.5	5.8	7.0	
FD/FAVÖK	13.3	10.3	10.0	
FD/Ciro	10.9	8.6	8.3	
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.5%	-1.1%	18.6%	33.4%
BİST-100 Relatif	6.9%	-5.7%	-7.0%	-1.3%
AOİH, mn TL	92	69	121	123



Piyasa verileri 10 Aralık 2024 tarihlidir.

Çeşitlendirilmiş ve istikrarlı gelir akışı, elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara ve yerel para birimindeki zayıflığa karşı kısmen bağımsızlık sağlıyor

Toplam 129 MW kapasiteye sahip mevcut 5 santralden 3'ü (toplamın %43'ü) tarife garantisine ve ABD dolarına bağlı sabit fiyatlarla alım garantisinden yararlanmaktadır. Ağırlıklı ortalama kalan vadesi ise yaklaşık 5 yıldır. Nitekim Şirket, son üç yılda gelirlerinin ortalama %42'sini tarife garantisi mekanizmasından elde etmiştir. Tarife garantisi mekanizması, santrallerin kalan YEKDEM ömürleri sayesinde önümüzdeki yıllarda da Şirketi elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara ve kurdaki zayıflığa karşı korumaya devam edecektir.

Yüksek ÇSY puanı ve güçlü sıralama

Sürdürülebilirlik, yatırım kararları üzerinde giderek artan bir etkiye sahip olan önemli bir yatırım teması olarak ortaya çıkmıştır. ÇSY puanlaması, sürdürülebilirliği değerlendirmek için çok önemli bir ölçüt haline gelmiştir. Galata Wind, Sustainable Fitch tarafından "76" genel puanla "2" ÇSY Varlık Derecelendirmesi ile ödüllendirilmiştir; bu da şirketin iyi bir ÇSY profili ve etkisi olduğunu göstermektedir. Bu derecelendirme, Galata Wind'i Sustainable Fitch'in kapsamlı EMEA evreninde "pure-play" etiketini alan ikinci şirket yapıyor ve özel yenilenebilir enerji girişimleri ve BM Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri ile uyumlu olan ve 2030 yılına kadar net sıfır emisyonu iddialı bir şekilde hedefleyen sağlam bir sürdürülebilirlik stratejisi aracılığıyla iklim değişikliğinin azaltılmasına yaptığı önemli katkıları vurguluyor. Galata Wind, Sustainable Fitch'in ÇSY derecelendirme sisteminde 13 Türk şirketi arasında 1. sırada yer almakta. Şirket ayrıca, sürdürülebilir uygulamalara olan bağlılığını uluslararası düzeyde yansıtan 150 şirket arasında enerji sektöründe küresel olarak ilk yüzde 10'da yer almaktadır. Yaklaşık 800 şirketten oluşan Sustainable Fitch Evreni'nde ise Galata Wind, ilk %5'te yer alarak örnek ÇSY standartlarına sahip yenilenebilir enerji şirketi statüsünü pekiştirmiştir.

Güçlü sermaye yapısı ve düşük kaldıraç seviyesi yatırım iştahını artırıyor

Galata Wind'in borç pozisyonu, güçlü operasyonel karlılık ve önemli nakit dönüşümünün bir sonucu olarak kademeli olarak azalmıştır. Şirketin 3Ç24 sonu itibarıyla yaklaşık 19,2mn Avro tutarında banka kredisi (LIBOR + %0,65-%0,80) ve 6 yıllık ağırlıklı ortalama kalan ömrü bulunmaktadır. Şirket, 1.138mn TL'lik (~33mn USD) 9A24 yatırım harcamasına ve devam eden yatırımlar kapsamında ekipman alımları için yapılan avans ödemelerine rağmen, 3Ç24 sonu itibarıyla 2.563mn TL net borç pozisyonuna sahiptir.

Yönetim, yatırım dönemi boyunca Net Borç/FAVÖK oranını 3,5-4x'in altında tutmayı planlamaktadır. Türkiye'de yakın vadede (2024-2027) devam eden projelerin 50mn USD ek yatırım gerektireceğini öngörüyoruz. Buna ek olarak, depolama tesisleri içeren projeler mevcut fiyatlarla 130mn USD yatırım harcaması gerektirecektir.

Güçlü temettü beklentileri

Şirket, orta-uzun vadeli büyüme ve gelir beklentileri arasında sürdürülebilir bir denge sunmaktadır. Bu doğrultuda, iddialı büyüme hedeflerine rağmen, Şirket Ağustos'24'te %2,79 getiri ve %89'u 2023 yılı kazançlarından karşılanmak üzere 437mn TL temettü dağıtmıştır.

Daha yüksek karbon satış geliri potansiyeli

Şirket şu anda yılda yaklaşık 430 bin ton karbon emisyonu azaltmakta. Mevcut CO2 ise ton başına fiyatı 3-4 ABD\$ civarında. Türkiye'deki karbon sertifikası piyasasının, ülkenin 2053 net sıfır hedefine yönelik adımları ve Avrupa Komisyonu'nun karbon sınır vergisi düzenlemesi (Karbon Sınır Ayarlama Mekanizması) nedeniyle önemli bir büyüme yaşamaya beklenmektedir. Bu durum gelecekte daha yüksek karbon fiyatlarına yol açabilir. Bunun da ötesinde, planlanan kapasite artırımları karbon satış potansiyelini daha da artıracaktır. Galata Wind halihazırda yaklaşık 1,3 milyon ton karbon kredisine sahiptir ve bu kredilerin mevcut parasal değeri ~5,2 milyon ABD Dolarıdır.

Grafik 1: Özet Finansallar (ABD Doları, mn)

Gelir Tablosu (ABD Doları, mn)	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	Büyüme	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Hasılat	48	61	72	63	70	93	95	Hasılat	28%	18%	-12%	11.4%	32%	2%
Satışların Maliyeti	-13	-16	-13	-16	-12	-16	-19	Brüt Kar	27%	32%	-19%	22.6%	33%	-1%
Brüt Kar	35	45	59	47	58	77	76	Operasyonel Gid.	38%	-36%	47%	64.9%	28%	21%
Operasyonel Giderler	-2	-3	-2	-3	-5	-7	-8	FVÖK	26%	38%	-22%	19.6%	33%	-3%
FVÖK	33	41	57	44	53	71	68	FAVÖK	29%	25%	-22%	21.4%	35%	1%
Amortisman	5	7	4	3	4	7	10	Net Kar	-13%	227%	-22%	10.4%	23%	-28%
FAVÖK	38	48	61	47	57	77	78	Karlılık	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Operasyonel Olmayan Gelir/ (Gider)	6	5	10	14	3	5	2	Brüt Marj	73%	82%	75%	83%	83%	80%
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0	0	0	Oper. Gid. Marjı	6%	3%	5%	7%	7%	8%
Yatırım Faal. Gelir/ (Gider)	0	0	0	0	0	0	0	FVÖK Marjı	68%	79%	70%	75%	76%	72%
Finansal Gelir/ (Gider)	-11	-24	-10	-12	17	14	-6	FAVÖK Marjı	79%	84%	75%	82%	83%	82%
Vergi Öncesi Kar	28	22	57	47	73	89	64	Net Kar Marjı	32%	88%	78%	77%	72%	51%
Vergi Geliri/ (Gideri)	-6	-3	7	2	-18	-22	-16	DCF Öngörülleri	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Kar	22	19	63	49	54	67	48	USDTRY kapanış	13.0	18.6	29.4	35.0	43.0	47.4
Hisse Başı Net Kar	0.04	0.04	0.12	0.09	0.10	0.12	0.09	USDTRY ortalama	8.8	16.5	23.7	32.8	39.2	45.2
Hisse Başı Temettü	0.00	0.00	0.02	0.03	0.03	0.05	0.05	TÜFE (%)	36.1	64.3	64.8	44.5	25.0	14.0
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	88%	38%	42%	56%	45%							
Bilanço (ABD Doları, mn)	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T							
Dönen Varlıklar	23	29	51	13	215	199	123							
Nakit ve Nakit Benzerleri	9	12	37	3	207	190	115							
Finansal Yatırımlar	0	0	76	0	0	0	0							
Ticari Alacaklar	5	6	5	6	5	7	7							
Stoklar	0	0	0	0	0	0	0							
Diğer Dönen Varlıklar	9	11	5	1	3	2	2							
Duran Varlıklar	195	103	246	352	114	130	181							
Maddi Duran Varlıklar	115	66	141	205	94	113	166							
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	39	23	88	100	10	8	7							
Kullanım Hakkı Varlıkları	2	1	2	3	1	1	1							
Diğer Duran Varlıklar	36	13	11	38	10	8	7							
Toplam Varlıklar	218	133	298	365	329	330	304							
Kısa Vadeli Yükümlülükler	41	22	6	16	28	30	38							
Finansal Borçlar	35	19	4	5	26	29	36							
Ticari Borçlar	1.0	0.7	1.0	2.8	1	1	1							
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.6	0.1	0.2	0.4	1	1	0							
Uzun Vadeli Yükümlülükler	53	36	56	69	182	160	126							
Finansal Borçlar	40	30	26	26	182	160	126							
Toplam Yükümlülükler	93	58	62	85	210	191	164							
Özkaynaklar	125	75	236	280	119	139	140							
Ödenmiş Sermaye	535	535	535	540	540	540	540							
Rezerv ve Diğer Kalemler	2	2	5	9	5	6	8							
Geçmiş Yıllar Karları/ (Zararları)	29	20	83	136	43	52	72							
Dönem Net Karı/ (Zararı)	21	13	50	25	54	67	48							
Toplam Kaynaklar	218	133	298	365	329	330	304							

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Değerleme

Galata Wind'i endeks üzerinde getiri derecelendirme notu ve 51,62 TL/hisse 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hedef fiyatımız 12 aylık toplam %83 getiriye işaret etmektedir. Hissenin; i) cazip değerlendirme, ii) yaklaşan yatırım harcamaları döngüsü öncesinde düşük kaldıraç pozisyonu, iii) 2025 sonu ve sonrasında etkin FAVÖK katkısı gösteren yeni kapasitenin olumlu etkisi nedenleriyle, BIST100 endeksinden daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. İNA analizimiz için ABD Doları bazlı bir değerlendirme kullandık. TCMB'nin en son Eurobond ihraç oranı olan %6,5'lik ABD Doları bazlı risksiz faiz oranı varsayılmıştır. Beklenen 2025 yılsonu ABD Doları bazlı FD/FAVÖK çarpanı olan 10,3x ve mevcut T12M FD/FAVÖK çarpanı olan 9,0x ile Galata Wind iskontolu işlem görmektedir.

Grafik 2: Galata Wind Değerleme Özeti (ABD Doları, mn)

Hedef Fiyat	(\$, mn)
SNA Toplamı	192
Nihai Büyüme (%)	0.01
Nihai Değer	606
Firma Değeri	798
Net Nakit/(Borç) (3Q24)	-77
Özkaynak Değeri	722
Hedef Özkaynak Değeri	801
Pay Sayısı	540
Hedef Fiyat (\$)	1.48
Hedef Özkaynak Değeri (TRY, mn)	27,872
2025T FD/FAVÖK	10.32
12A HF	51.62
Son Fiyat	28.2
Yükseliş Potansiyeli	83.0%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 3: Galata Wind İNA Analizi (ABD Doları, mn)

İNA Değerleme (\$, mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Kurulu Kapasite (MW)	269	269	290	297	375	400	465	530	595	660	740	800	800
Üretim Hacmi (GWh)	746	793	729	805	999	1,086	1,296	1,504	1,714	1,925	2,245	2,484	2,484
Net Satışlar	61.1	71.8	63.1	70.2	91.8	94.6	114.2	133.6	152.5	171.9	195.4	216.2	219.6
Ortalama Fiyat (US\$/MWh)	81.9	90.5	86.6	87.2	91.9	87.1	88.1	88.8	89.0	89.3	87.1	87.0	88.4
Nakit Giderler	12.7	11.2	15.8	12.9	15.5	16.7	19.8	22.9	25.9	28.9	33.4	36.8	36.5
Ortalama Maliyet (US\$/MWh)	17.0	14.1	21.7	16.0	15.5	15.4	15.3	15.2	15.1	15.0	14.9	14.8	14.7
FAVÖK	48.4	60.6	47.3	57.5	77.3	78.3	94.9	111.2	127.3	143.1	162.0	179.4	183.1
Ortalama FAVÖK (US\$/MWh)	64.9	76.5	64.9	71.2	76.4	71.7	72.8	73.6	73.9	74.3	72.2	72.2	73.7
FAVÖK Marjı	79%	84%	75%	82%	84%	83%	83%	83%	83%	83%	83%	83%	83%
Amortisman ve İtfa	7.1	3.9	3.0	3.7	4.7	4.7	5.7	6.4	7.2	8.0	9.0	9.7	9.7
Faaliyet Karı	41.3	56.7	44.3	53.7	72.7	73.6	89.2	104.8	120.1	135.0	153.0	169.8	173.4
(-) Vergi	8.3	13.0	11.1	13.4	18.2	18.4	22.3	26.2	30.0	33.8	38.3	42.4	43.3
(-) Yatırım Harcamaları	9.7	6.6	39.7	44.6	41.7	77.5	77.8	78.2	78.6	111.7	85.1	4.5	4.5
Satışlara Oranı (%)	16%	9%	63%	63%	45%	82%	68%	59%	52%	65%	44%	2%	2%
Net İşletme Sermayesi	1.8	2.2	1.9	2.1	2.8	2.8	3.4	4.0	4.6	5.2	5.9	6.5	6.6
Satışlara Oranı (%)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
(-) İşletme Sermayesinde Değişim	-1.2	0.4	-0.3	0.2	0.6	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.1
SNA	31.6	40.6	-3.1	-0.7	16.8	-17.7	-5.9	6.2	18.1	-3.0	37.9	131.9	135.2
İndirgeme Faktörü				1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.5
İndirgenmiş SNA	31.6	40.6	-3.1	-0.7	14.1	-13.5	-4.1	4.0	10.6	-1.6	18.4	58.7	54.9

AOSM (\$)	Uç Değer
Risksiz Getiri Oranı*	6.5%
Hisse Senedi Risk Primi	5.5%
Beta (L)	0.83
Özsermaye	75%
Özkaynak Maliyeti (keL)	0.11
Borç	25%
Borçlanma Maliyeti	6.0%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	4.5%
AOSM	0.09

*TCMB Son Eurobond İhraç Getirisi

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Riskler

Doğal gaz fiyatı önemli bir risk parametresi

Gaz yakıtlı elektrik santrallerinin marjinal maliyetlerinin yüksek olması ve liyakat sıralamasında son sırada yer alması nedeniyle doğal gaz fiyatı spot elektrik piyasası fiyatı için kilit bir risk parametresidir. Türkiye'de doğal gaz fiyatı BOTAŞ tarafından dokuz ay gecikmeli olarak petrol fiyatlarına bağlı uzun vadeli ikili sözleşmelere dayalı olarak belirlenmektedir. Devlete ait BOTAŞ (Ham Petrol ve Doğal Gaz Boru Hatları ve Ticaret Şirketi) tarafından sağlanan sübvansiyonlar da geçiş mekanizmasında geçici gecikmelere neden olabilmektedir.

Yüksek rezerv marjları elektrik fiyatlarını baskılayabilir

Bir diğer risk ise Türkiye'deki yüksek rezerv marjlarıdır. Kurulu kapasitedeki hızlı genişleme ve trendin altındaki ekonomik büyüme elektrik fiyatlarını baskılayabilir. Toplam kurulu güç 2008 yılından bu yana yılda %6,1 oranında artarak aynı dönemdeki %3,7'lik elektrik talebi artışının çok üzerinde gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda rezerv marjı %35 gibi rekor bir seviyeye yükselmiştir. Öngörülebilir gelecekte ilave kapasitenin elektrik talebini karşılamaya devam etmesi ve rezerv marjlarının yüksek kalması beklenmektedir. Dolayısıyla, savaş sona erdiğinde elektrik fiyatları üzerinde baskı yaratabilir. Yine de Şirket, üretiminin %34'ünü YEKDEM kapsamında sattığı için elektrik fiyatlarındaki aşağı yönlü risklere karşı kısmen korunmaktadır. Ancak ileriye dönük olarak, YEKDEM sözleşmelerinin süresi doldukça (5 yıllık ağırlıklı ortalama kalan ömrü vardır), Şirket'in elektrik fiyatlarına olan maruziyeti kademeli olarak artacaktır. **Sürekli düşük elektrik fiyatlarının aşağı yönlü riskini azaltmak için, 2034 yılına kadar 65\$'lık PTF (Piyasa Takas Fiyatı) varsayımını kullandık.**

Yatırım planlarındaki olası gecikmeler ve değişiklikler başka bir risk oluşturmaktadır

Şirket mevcut kapasitesini yaklaşık üç katına çıkararak 1100 MW'ın üzerine çıkarmayı hedeflemektedir, ancak finansman koşulları, finansman eksikliği, artan döviz kuru oynaklığı, düşük elektrik fiyatları ve düzenleyici onaylarının eksikliği gibi faktörler yatırım planlarında değişikliklere veya gecikmelere yol açabilir. **Bu aşağı yönlü risklerin değerlememizdeki potansiyel etkisini azaltmak için, Avrupa GES yatırımını (200+100MW) modelimize dahil etmedik ve değerlendirme modelimizin kapasitesini 800MW ile sınırladık.**

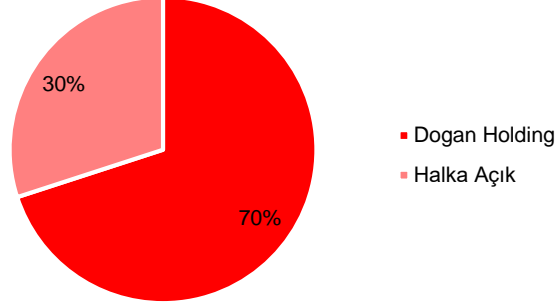
Regülasyon Riskleri

Rusya'nın Ukrayna işgalinin ardından enerji fiyatlarında yaşanan önemli artışın ardından Hükümet, 2022 nisan ayında elektrik fiyatlarına tavan getirmiştir. Üst sınır kaldırılmış olsa da, gelecekteki olası mevzuat değişiklikleri sektör katılımcıları için risk oluşturabilir. Bununla birlikte, Hükümetin ülkenin doğal kaynaklarını tam olarak kullanmak, sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak ve cari açığı azaltmak için Türkiye'de yenilenebilir enerji yatırımlarını uzun süredir desteklediğini belirtmek gerekir.

Ortaklık Yapısı

Galata Wind'in (GWIND TI) %70 hissesi, Türkiye'nin önde gelen holding şirketlerinden biri olan Doğan Holding'e (DOHOL TI) aittir. Kalan %30'luk pay ise halka açıktır. Hisse, Nisan 2021'den bu yana BIST'te işlem görmektedir.

Grafik 4: Sahiplik Oranları



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Ayrıntılı genişleme hedefleri

Taşpınar Hibrit'te Rüzgar ve Hibrit güneş enerjisi kapasitesinin artırılması (42MW Güneş ve 13MW Rüzgar)

Son düzenleme, yeni lisans gereklilikleri olmaksızın mevcut sahalarda ana kaynakları tamamlayıcı nitelikte yardımcı güneş enerjisi kapasitesinin oluşturulmasına izin vermektedir. İlave kapasite, mevcut santrallerin kapasite faktörünü ve verimliliğini artıracak ve portföyü daha da çeşitlendirecektir. Buna ek olarak, ilave esneklik sayesinde bu santraller tarife garantisi sonrası dönemde daha yüksek satış fiyatlarına ulaşabilecektir. Bu doğrultuda Şirket, mevcut Taşpınar RES üzerinde iki aşamada 42 MW hibrit güneş enerjisi kapasitesi inşa etmeyi hedeflemektedir.

10MW ve 7MW'lık ilk iki kapasite artırımının inşaatı tamamlanmıştır. 25MW kapasiteli ikinci fazın inşaatının ise 4Ç24 sonunda tamamlanması beklenmektedir. Toplam yatırım harcamasının yaklaşık 30mn USD olacağı tahmin edilmektedir. İlave güneş enerjisi kapasitesi, ana kaynağın tarife garantisi mekanizmasından yararlanmaktadır. Bu nedenle, elektrik üretimi 2025 yılı sonuna kadar USD94/MWh ve 2026 ile 2030 yılları arasında USD73/MWh fiyatla YEKDEM anlaşması kapsamında olacaktır. Şirket ayrıca bu yılın başından beri faaliyette olan mevcut Taşpınar RES'e 13 MW rüzgar kapasitesi ekledi. Kapasite faktörünün mevcut santralle aynı olması ve yaklaşık %33 olması bekleniyor.

Mersin RES kapasite artırımı (39MW)

Şirket, mevcut Mersin RES'ine 39 MW rüzgar kapasitesi eklemeyi planlamaktadır. Bu santralin 2024 yılı sonunda faaliyete geçmesi beklenmektedir (gelir katkısının 1Ç25'te görülmesi beklenmektedir). Toplam yatırım tutarının ~30mn USD olması bekleniyor. Yeni kapasite YEKDEM için uygun olmayacaktır, bu nedenle spot piyasa fiyatlarına tabi olacaktır. Kapasite faktörünün mevcut tesisle aynı olması ve yaklaşık %45 olması beklenmektedir.

Alapınar RES yatırımı (14MW):

Şirket, lisansı Eylül'22'de bir satın alma yoluyla elde etmiştir. 14MW kurulu kapasitenin ~18mn USD (3,7mn USD satın alma bedeli dahil) yatırımla 2025 yılında devreye alınması planlanmaktadır. Tesis yeni tarife garantisi mekanizmasına uygun olacaktır. Kapasite faktörünün %35-40 civarında olması beklenmektedir.

Uluslararası güneş enerjisi projeleri (200+100MW)

Toplam 300 MW kapasiteli güneş enerjisi santrali projeleri geliştirmek üzere Avrupa'da yerleşik iki farklı proje geliştirme şirketi ile iki ayrı sözleşme imzalandı. Yurtdışındaki potansiyel yatırımları koordine etmek üzere Hollanda'da yerleşik Galata Wind Energy Global BV kuruldu. Projelerin 2025 yılında yaklaşık 200mn EUR yatırımla geliştirilmeye başlanması beklenmektedir. Bu santrallerin kapasite faktörünün %14 civarında olması beklenmektedir.

Depolamalı elektrik üretim projeleri (300+110MW)

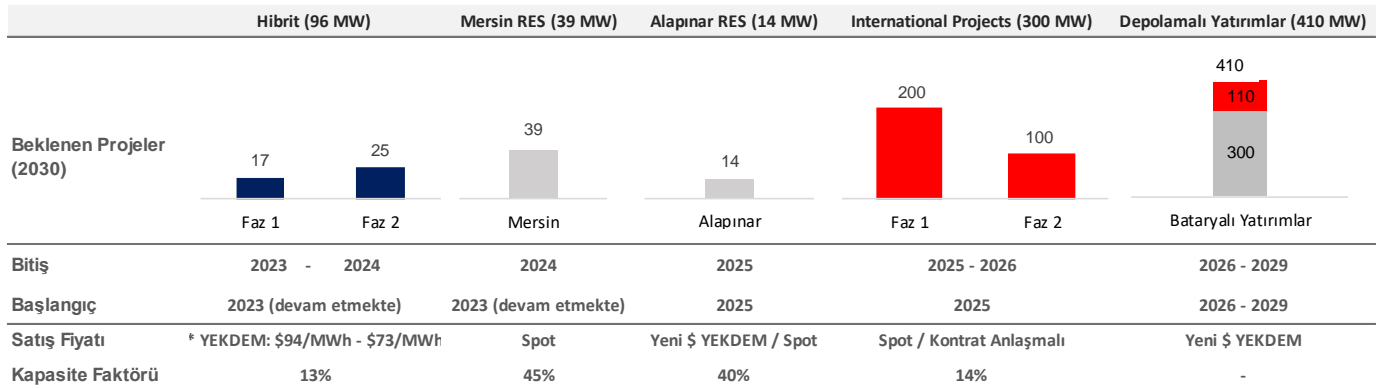
Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun (EPDK) son düzenlemesi ile piyasanın uzun süredir beklediği depolama kapasitesi ön lisansı yürürlüğe girdi. Depolama tesisi kurmayı taahhüt eden sektör katılımcıları, kuracakları depolama kapasitesi kadar rüzgar ve güneş enerjisi santrali kurmak için düzenleyici kurum (TEİAŞ) tarafından herhangi bir yarışmaya tabi tutulmaksızın EPDK'ya ön lisans başvurusunda bulunabilecek. Bu doğrultuda Şirket, batarya depolamalı toplam 550MW kurulu güç için başvuruda bulunmuştur. Hâlihazırda 410MW'lık ön lisans (RES için 300 MW ve GES için 110MW) alınmıştır. Şirket, batarya depolama teknolojisinin hızlı bir gelişim aşamasında olması ve önümüzdeki yıllarda potansiyel maliyet düşüşü nedeniyle bu yatırımları daha uzun vadede (2026-2029) başlatmayı planlamaktadır.

Grafik 5: Yatırım Planları



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 6: Detaylı Genişleme Planları



* USD94/MWh 2025'e kadar, USD73/MWh 2025 - 2030 arası

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Güncel Üretim Tesisi Portföyü

Galata Wind, yalnızca sürdürülebilir enerji kaynaklarına yatırım yapmakta ve %100 yenilenebilir enerji üretmektedir. Şirket, toplam 297 MW yenilenebilir kurulu güce sahiptir ve bu kapasitenin %88'ini (247 MW) 3 rüzgar enerjisi santrali (RES), %12'sini (50 MW) ise 2 güneş enerjisi santrali (GES) ve 1 hibrit enerji santrali oluşturmaktadır.

Grafik 7: Galata Wind Mevcut Portföyü

2025 yıl sonuna kadar



Kapasite Artırımları ve Yeni Satın Almalar

2025 yılısonuna kadar toplam 108 MW yatırımın devreye alınması

2026-2029 yılları arasında

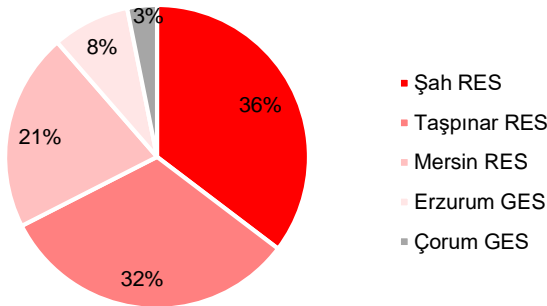


Yeni EPDK Mevzuatı: Depolama Tesisi Olan Enerji Santralleri

2026-2029 yılları arasında toplam 410 MW - 300 MW RES & 110 MW GES inşaatı ve devreye alınması

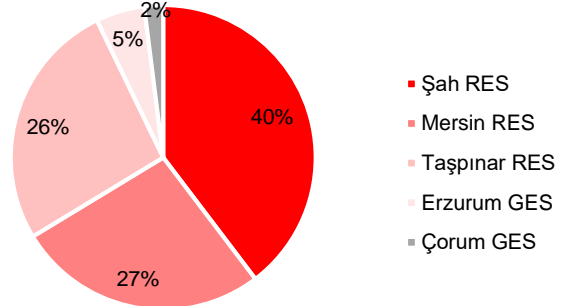
Kaynak: Şirket

Grafik 8: Tesislere Göre Güncel Kapasite Kırılımı



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 9: Tesislere Göre Üretim Kırılımı (9A24)

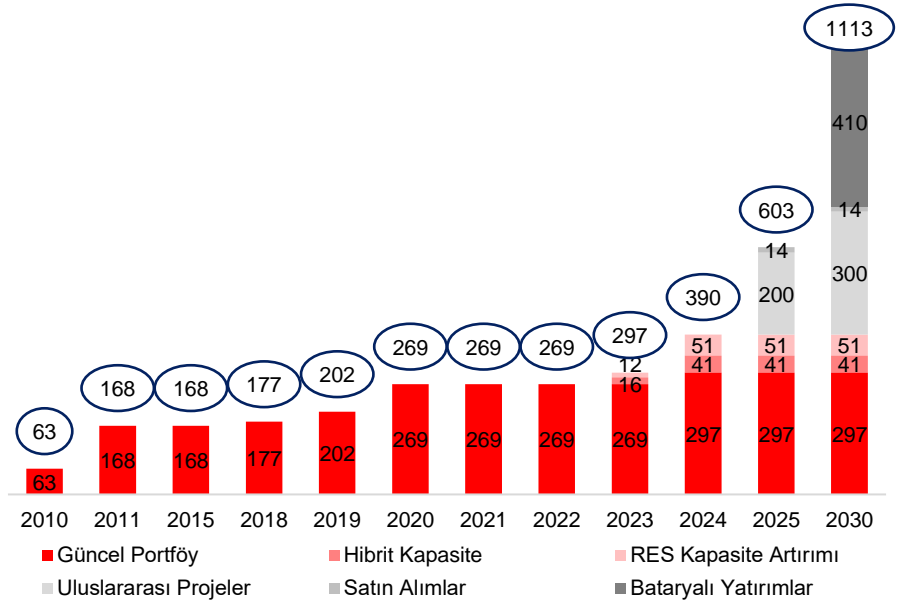


Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Kurulu kapasite gelişimi

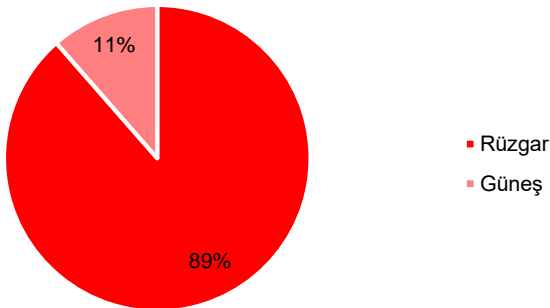
Galata Wind, 2025 yılına kadar kapasitesini neredeyse iki katına çıkararak 550 MW'ın üzerine çıkarmayı hedeflemektedir. Yakın vadeli hedefler (2023-2025) arasında; i) mevcut Taşpınar RES'te hibrit güneş enerjisi kapasite artışı (25MW), ii) Mersin RES'te kapasite artışı (39MW), iii) yeni satın alınan Alapınar RES (14MW) ve iv) Avrupa'da sıfırdan yatırımların (çoğunlukla güneş enerjisi) ilk aşamaları (iki aşamada gerçekleştirilmesi beklenen toplam 300MW) yer almaktadır. Şirket, daha uzun vadede (2026-2030) Türkiye'de depolama özellikli üretim tesisleriyle (300MW rüzgar, 110MW güneş) kapasitesini daha da artırmayı planlamaktadır.

Grafik 10: Kurulu Güç Gelişimi (MW)



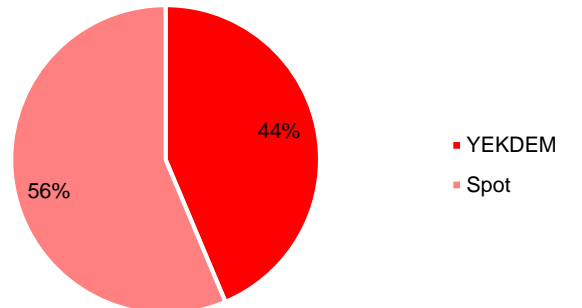
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 11: Kaynaklara Göre Kurulu Güç Kırılımı



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 12: Güncel YEKDEM/Spot Dengesi

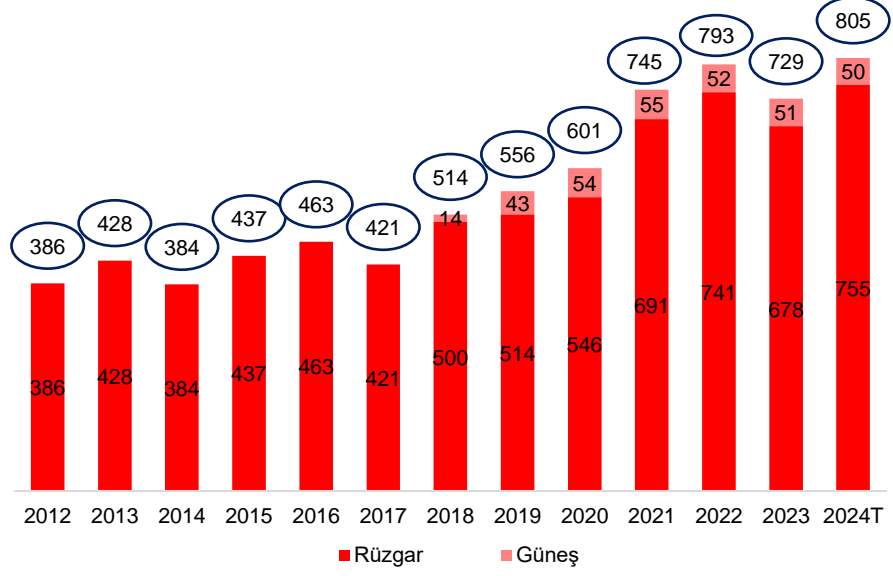


Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Elektrik Üretimi Gelişimi

Şirket, 2024 yılının ilk üç çeyreğinde 600 GWh üretim gerçekleştirmiştir. Güneş kaynakları toplam üretimin %7'sini (43GWh) oluştururken, rüzgar kaynakları 557GWh elektrik üretmiştir.

Grafik 13: Yıllık Üretilen Elektrik Miktarı (GWh)

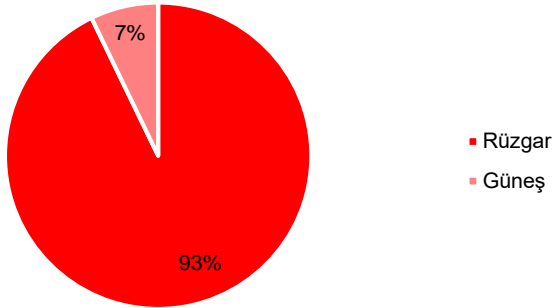


Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Rüzgar, üretimin ana kaynağı olmayı sürdürüyor

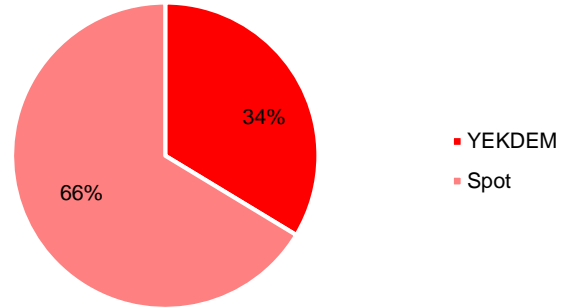
Rüzgar enerjisi santralleri üretimin %93'ünü oluştururken, güneş enerjisi kalan %7'lik kısmı oluşturmaktadır. Toplam 130 MW (toplamın %44'ü) kapasiteye sahip üç santral (1 Hibrit, 2 Güneş) tarife garantisine uygundur ve ABD dolarına bağlı sabit fiyatlarla alım garantisinden yararlanmaktadır ve ağırlıklı ortalama kalan vade yaklaşık 5 yıldır. Nitekim Şirket, 2024 yılının ilk üç ayında gelirlerinin yaklaşık %34'ünü tarife garantisi mekanizmasından elde etmiştir.

Grafik 14: Kaynaklara Göre Üretim (9A24)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 15: YEKDEM Tesislerinin Üretimde Payı (9A24)



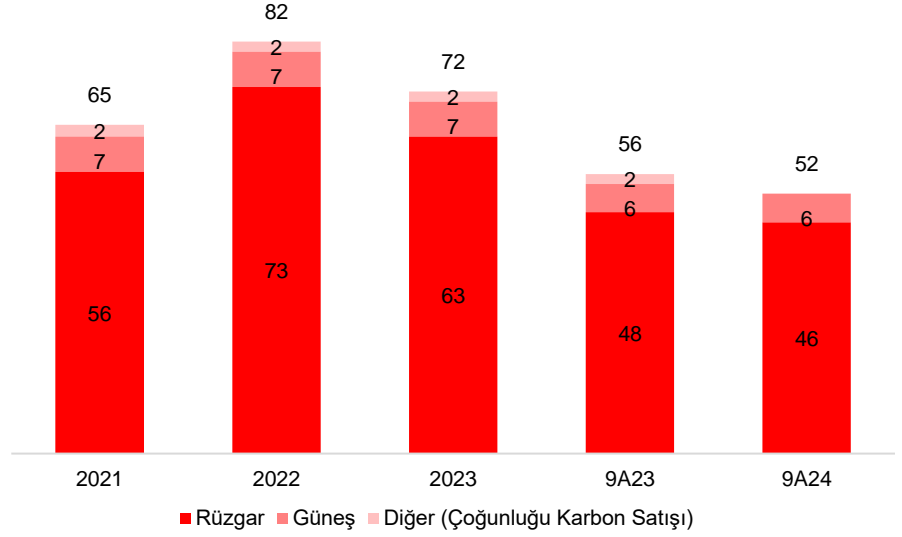
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Gelirler ve maliyetler

2022 ve 2024 yılları arasında rüzgar enerjisi santralleri gelirlerin %88'ini oluştururken, güneş enerjisi santrallerinin gelir katkısı %10 olmuştur. Kalan %2'lik kısım ise çoğunlukla karbon satışlarından oluşmaktadır. Şirket, 9A24'te gelirlerinin yaklaşık %34'ünü tarife garantisi mekanizmasından elde etmiştir. Tarife garantisi mekanizması, santrallerin kalan uzun YEKDEM ömürleri sayesinde önümüzdeki yıllarda elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara ve kurdaki zayıflığa karşı Şirketi korumaya devam edecektir.

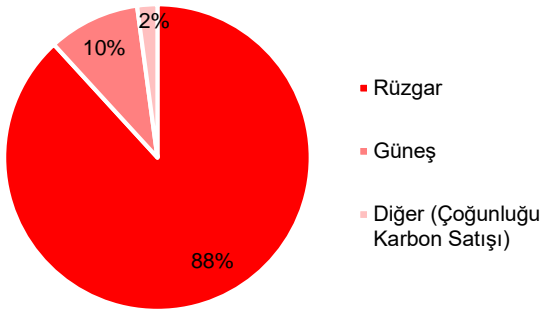
Bakım giderleri ve sistem kullanım ücretleri %36 ve %39'luk paylarla en önemli iki nakit maliyet kalemi olurken, sigorta, personel, güvenlik ve danışmanlık giderleri 3Ç24'te toplam maliyetlerin %25'ini oluşturmuştur.

Grafik 16: Hasılat (ABD Doları, mn)



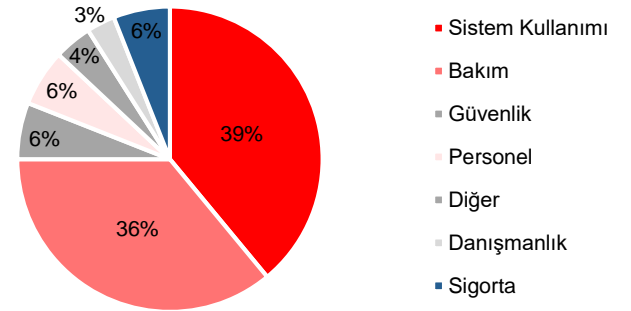
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 17: Hasılat Kırılımı (2022-2024)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 18: Masraf Kırılımı (3Ç24)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Güçlü nakit dönüşümü ile yüksek FAVÖK marjı

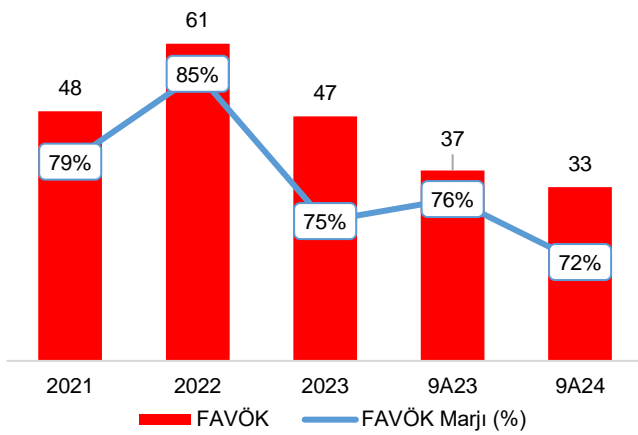
Şirket, son üç yılda %79 gibi kayda değer bir FAVÖK marjı ve ortalama %95 gibi önemli bir nakit dönüşüm oranı elde etmiştir.

Düşük Kaldıraç

Net borç pozisyonu, güçlü operasyonel karlılık ve önemli nakit dönüşümünün bir sonucu olarak kademeli olarak azalmıştır. Şirket'in 3Ç24 sonu itibarıyla 19mn EUR tutarında ödenmemiş banka kredisi (LIBOR + %0,65-%0,80) bulunmaktadır ve ağırlıklı ortalama kalan ömrü 6 yıldır.

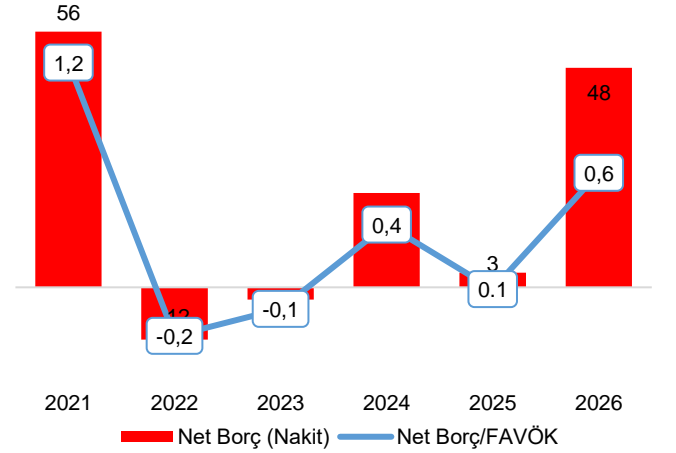
Şirket, yatırım döneminde Net Borç/FAVÖK oranını 3,5-4x'in altında tutmayı planlamaktadır. Yakın vadeli boru hattı (2023-2025) için devam eden yerel projelerin (108 MW) ~ 70mn USD ek yatırım gerektireceğini (halihazırda 25mn USD harcamanın yanı sıra), yurtdışındaki projelerin (300 MW) ise muhtemelen yaklaşık 200mn USD sermaye harcaması gerektireceğini tahmin ediyoruz. Buna ek olarak, daha uzun vadeli projeler (410 MW) cari fiyatlarla ~ 450-500mn USD sermaye harcaması gerektirecektir.

Grafik 19: FAVÖK (ABD Doları, mn) ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 20: Net Borç (ABD Doları, mn) ve Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

3Q24 – IAS29 earnings review

Galata Wind, 3Ç24'te yıllık %3,9 artışla (3Ç23: 146mn TL) ve %24,6 marjla (3Ç23: %19) 152mn TL enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş net kar bildirdi. Şirket, 25 milyon TL (3Ç23: -118mn TL) parasal kazanç kaydetti. Galata Wind yıllık bazda %19,6 düşüşle 618mn TL net satış gerçekleştirirken (3Ç'23: 768mn TL) brüt kar marjı ise 3Ç23'teki %63,5'ten yıllık bazda 800 baz puan düşüşle %55,5'e geriledi. Şirket, yıllık bazda %26,6 düşüşle 438 milyon TL FAVÖK kaydetti (3Ç23: 597mn TL). FAVÖK marjı da 3Ç23'teki %77,6'dan 670 baz puan düşüşle %70,9'a geriledi. Galata Wind'in konsolide gelirleri 2024 yılının 3. çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %13 azalarak 1.682mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam üretimin %10 artmasına rağmen PTF'nin %2 azalması ve endeksleme oranının %49 olması kaynaklı, gelirler geçen senenin %13 altında kalmıştır. Buna ek olarak, 2023 Eylül döneminde, karbon kredisi satışlarından 61,8mn TL gelir elde edilirken, 2024 Eylül döneminde uygun fiyatların oluşmaması sebebi ile karbon kredisi satışı gerçekleşmemiştir.

Finansman gelirlerin 717mn TL artmasının temel nedeni parasal pozisyon kazancında geçen seneye kıyasla meydana gelen 485mn TL'lik artıştır (30 Eylül 2024: 234mn TL ve 30 Eylül 2023: -251mn TL). Buradaki artışın temel nedeni 2023 Eylül sonu itibariyle parasal varlıklar yükümlülüklerine göre yüksek iken özellikle 2023 senesinin son çeyreğinde yapılan yatırımlar neticesinde parasal varlıklar azalmış bunun neticesinde 2024 Eylül sonu itibariyle parasal kazanç oluşmuştur. 2023 senesi Eylül sonu EUR/TL kuru bu senenin aynı dönemine göre daha fazla artış göstermiş, kredi anapara bakiyesinin bu dönemde daha az olmasıyla birlikte krediler kaynaklı kur farkı zararı azalarak 128mn TL (30 Eylül 2023: 410mn TL) olarak gerçekleşmiştir. Yabancı para kredileri, 3,4mn EUR geri ödeme ile 22,6mn EUR'dan, 19,2mn EUR'ya düşmüş, krediler kaynaklı yükümlülükler 271mn TL azalmıştır. Yıllıklandırılarak 31 Eylül 2024 FAVÖK'ü baz alındığında net borcun FAVÖK'e oranı Eylül 2023 de görülen 0.46 seviyesinden 0.39'a gerilemiş ve 2023 yılında yapılan yatırım harcamalarının FAVÖK'e katkısını göstermeye başlamıştır (3Ç23 CapEx : 523mn TL, 3Ç24 Capex: 128mn TL).

Enflasyon Muhasebesiz Finansal Sonuçlar

GWIND'in enflasyon muhasebesiz satış geliri, 3Ç24'te 3Ç23'e göre %24 artışla 597 milyon TL olarak açıklandı. 9A24 rakamları, 9A23'e göre %40 artışla 1.504mn TL satış kaydedildiğini gösteriyor. FAVÖK ise 3Ç24'te %70,4 marjla 420mn TL olarak açıklandı (3Ç23: 360mn TL, %74,8). Net kar ise 3Ç23'teki 349mn TL'den yıllık bazda %12 azalarak 309mn TL'ye geriledi. Net kar marjı %51,7 (3Ç23: %72,5) olarak gerçekleşti ve bu da düşük PTF'nin finansallar üzerindeki baskısını gösterdi.

Grafik 21: Enflasyon Muhasebesiz Gelir Tablosu

Satışlar (TRY 597mn)			
Satışların Maliyeti (TRY -150mn)			
Brüt Kar (TRY 447 mn)			
Operasyonel Giderler (TRY -52mn)	Op. Gid		
		FVÖK (TRY 395mn)	
Amortisman (TRY 25mn)	A		Diğer
		FAVÖK (TRY 420mn)	
Diğer Gelir/Giderler (TRY 26mn)			
		Faaliyet Karı (TRY 420mn)	
Finansal Gelir/Giderler (TRY -63mn)	Finansal Giderler		
		Vergi Öncesi Kar (TRY 358mn)	
Vergi Gelir/Giderler (TRY -49mn)	Vergi		
		Net Dönem Karı (TRY 309mn)	

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 22: Çeyreklik Üretim Hacimleri

	9A23	9A24	(%)	3Ç23	3Ç24	(%)
Toplam Kapasite (MW)	269	297	11%	269	29740%	11%
Üretim (MWh)	547,000	600,000	10%	220,070	210000	-5%
Şah	236,000	238,000	1%	101,000	83,000	-18%
Mersin	155,000	160,000	3%	59,900	56,000	-7%
Taşpınar Hibrit	114,000	159,000	39%	41,000	54,000	32%
Erzurum	30,600	31,000	1%	13,200	12,000	-9%
Çorum	11,400	12,000	5%	4,970	5,000	1%
PTF (US\$/MWh)	104	65	-38%	78	67.00	-14%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye elektrik piyasası görünümü

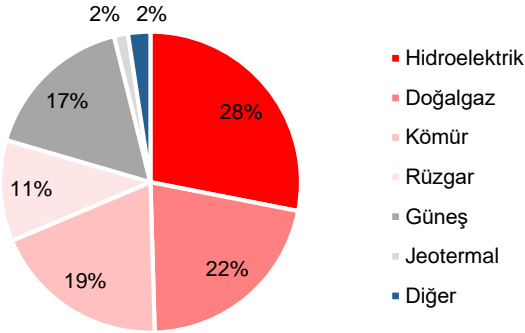
Kurulu Kapasite

Türkiye'de toplam elektrik kurulu gücü 2013 yılından bu yana %5,4 YBBO ile artarak Ekim '24 itibarıyla 114,6 GW'a ulaştı. Bu dönem boyunca 50,6 GW kapasite artışı anlamına geliyor. Yenilenebilir kapasite aynı dönemde %25,8'lik YBBO ile büyüdü ve Ekim'24 itibarıyla 69,2 GW'a ulaştı ve bu da 63,6 GW kapasite ilavesi anlamına geliyor. 2013 yılında hatırı sayılır bir güneş enerjisi kapasitesinin olmadığını ve 2016 yılından itibaren güneş enerjisi yatırımlarına hız verildiğini ve toplam kapasite karışımındaki payının genişletildiğini belirtelim. Mevcut durumda, hidroelektrik santralleri de dahil olmak üzere yenilenebilir enerji santralleri, Ekim'24 itibarıyla toplam kurulu kapasitenin %57'sini oluşturmaktadır. Toplam kurulu gücün %28,8'ini hidroelektrik santraller, %28,4'ünü ise hidroelektrik olmayan yenilenebilir santraller oluşturmaktadır.

Bakanlık Hedefleri

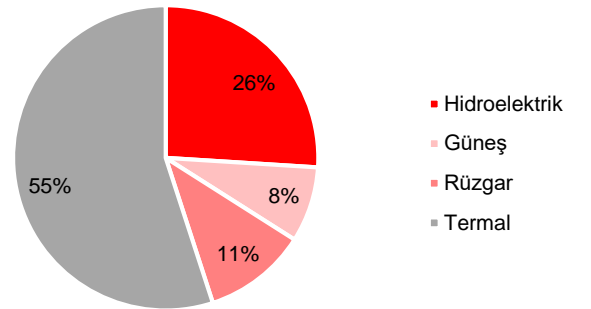
Türkiye'nin elektrik tüketiminin önümüzdeki yıllarda önemli ölçüde artacağı tahmin edilmektedir. Türkiye Ulusal Enerji Planı'na göre tüketimin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh ve 2035 yılında 510,5 TWh olması bekleniyor. Öte yandan, Eylül'24'te Türkiye, Almanya'yı geçerek Avrupa'nın en büyük kömürlü termik üreticisi oldu (Almanya'dan %28 daha fazla). Artan talebi temiz kaynaklarla karşılamak için Türkiye, kurulu kapasitesini 2028 yılına kadar %5,8'lik YBBO ile 145 GW'a çıkarmayı planlıyor. Ülkenin gelecekteki ihtiyaçları (ölçeklenebilirlik, maliyet verimliliği, karbon azaltma vb.) için güvenilir ve sürdürülebilir bir enerji arzı sağlamak için yenilenebilir enerji kaynakları çok önemli. Enerji Bakanlığı'nın 2024-2028 enerji strateji planlarına göre, YEKA (Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanı) ve benzeri yatırım modelleri sonucunda yenilenebilir enerji kaynakları elektrik enerjisi üretiminde daha yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanacak.

Grafik 23: Türkiye, Toplam Kurulu Güç Payları (Ekim '24)



Kaynak: TEİAŞ, Ak Yatırım Araştırma

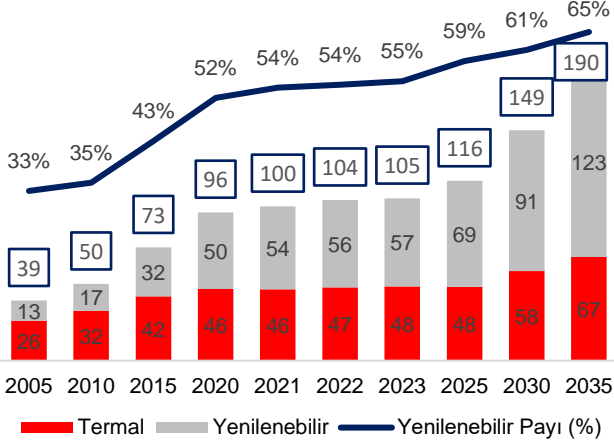
Grafik 24: Türkiye, Toplam Üretim Payları (Ekim'24)



Kaynak: TEİAŞ, Ak Yatırım Araştırma

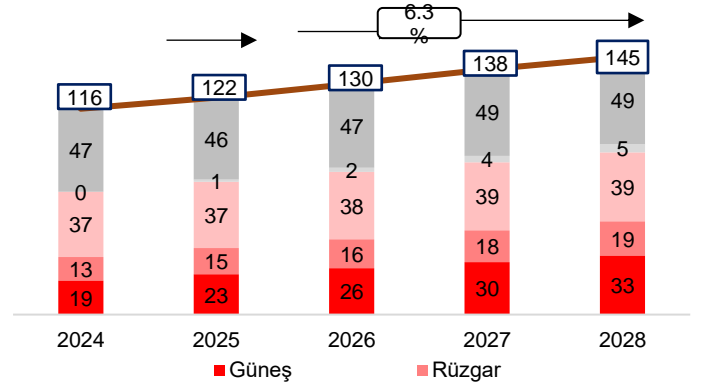
Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın 2024-2028 Stratejik Planı'na göre, yenilenebilir kurulu gücün 2028 yılına kadar %7,2'lik bir YBBO ile 91,4 GW'a yükselmesi beklenirken, aynı dönemde rüzgar ve güneş enerjisi kurulu gücünün toplam yıllık %12,8 artarak 52,4 GW'a ulaşması bekleniyor. Beklentiler, bu dönemde 22,2 GW'lık yenilenebilir kapasite ilavesine işaret ediyor ve bunun 20 GW'ının rüzgar ve güneş enerjisi kapasite ilavelerinden gelmesi bekleniyor. Türkiye'de toplam güneş enerjisi kapasitesinin yıllık %14,7 büyümesi beklenirken (2024: 19.100 MW, 2028E: 33.100 MW), toplam rüzgar kapasitesinin ise yıllık %9,8 büyümesi bekleniyor (2024: 13.300 MW, 2028E: 19.300 MW). Genel olarak bakanlık, yenilenebilir enerjinin toplam kapasitedeki payını 2028'de mevcut %57'den %63'e çıkarmayı hedefliyor.

Grafik 25: Kaynaklara Göre Kurulu Güç Gelişimi (GW)



Kaynak: Enerji Bakanlığı, Ak Yatırım Araştırma

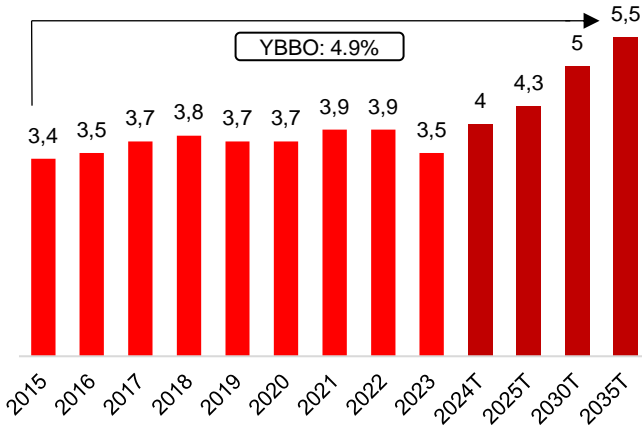
Grafik 26: Birincil Kaynakların Kurulu Güç Gelişimi (GW)



Kaynak: Enerji Bakanlığı, Ak Yatırım Araştırma

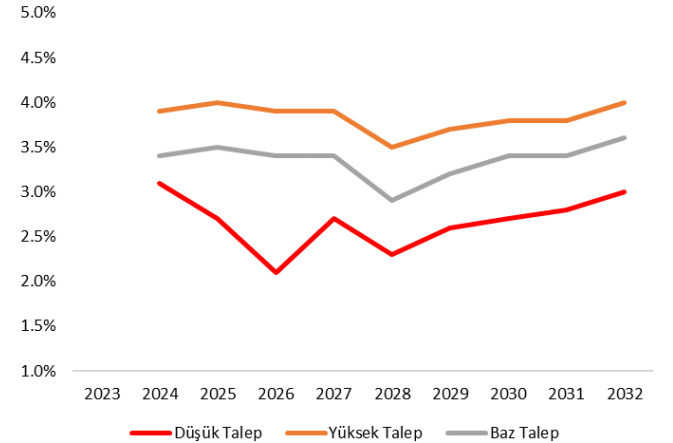
Enerji Bakanlığı'nın yanı sıra TEİAŞ (Türkiye Elektrik İletim Anonim Şirketi) de önümüzdeki 10 yıllık tüketime yönelik senaryo analizleri yapıyor. Buna göre TEİAŞ, 2023-2032 döneminde düşük, baz ve yüksek talep senaryo analizinde tüketimin sırasıyla %2,7, %3,3 ve %3,8 YBBO ile büyüyeceğini öngördü.

Grafik 27: Türkiye, Kişi Başı Tüketim (MWh)



Kaynak: Enerji Bakanlığı, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 28: TEİAŞ Elektrik Talebi Öngörüsü (%)



Kaynak: TEİAŞ, Ak Yatırım Araştırma

Üretim ve tüketim

2024 yılında, Türkiye'nin elektrik üretim manzarası, geleneksel ve yenilenebilir enerji kaynaklarının bir karışımının damgasını vurduğu önemli gelişmeler sergiledi.

Türkiye, 2024 yılının ilk dokuz ayında 88 TWh elektrik üreterek Avrupa'nın önde gelen kömür yakıtlı elektrik üreticisi olarak ortaya çıktı. Bu üretim, aynı dönemde Almanya'nın 69 TWh'sini ve Polonya'nın 65TWh'sini aştı. Kömür, Türkiye'nin üretiminin yaklaşık %35'ini oluşturmakta ve başta Rusya olmak üzere ithal edilen kömürün önemli bir kısmı kullanılmaktadır.

Yenilenebilir enerji genişlemesi

2024 yılının ilk dokuz ayında güneş enerjisi üretimi 2023 yılının aynı dönemine göre %40 artarak üretimdeki payını %6'dan %8'e yükseltti. Bu büyüme, yaz aylarında en yüksek elektrik talebinin karşılanmasında etkili oldu.

Rüzgar enerjisi, 2024 yılı itibarıyla 12 GW kurulu kapasite ile ulusal üretim karışımına yaklaşık %11 katkıda bulundu. Enerji Bakanlığı, bu kapasiteyi 2035 yılına kadar 5 GW'ı açık deniz rüzgar projelerinden olmak üzere yaklaşık 30 GW'a çıkarmayı planlıyor.

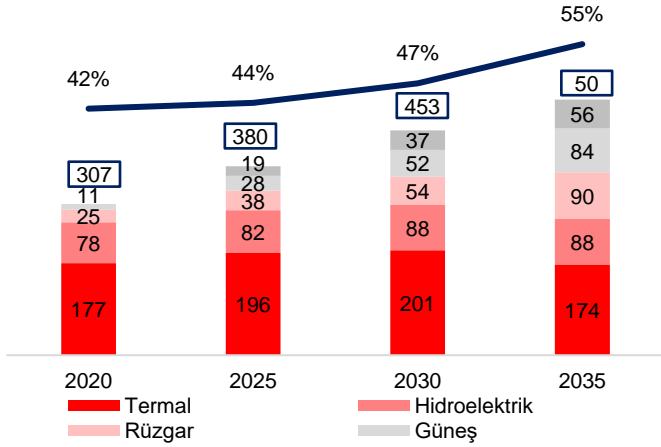
Hidroelektrik ve doğalgaz

Hidroelektrik, Türkiye'nin enerji karışımının önemli bir bileşeni olmaya devam ederken, doğal gaz kullanımında düşüş yaşandı. 2024'ün ilk dokuz ayında, hidroelektrik de dahil olmak üzere temiz elektrik üretimi %25'in üzerinde artarak fosil yakıtla dayalı üretimde %9'luk bir azalmaya yol açtı.

Nükleer enerji gelişmeleri

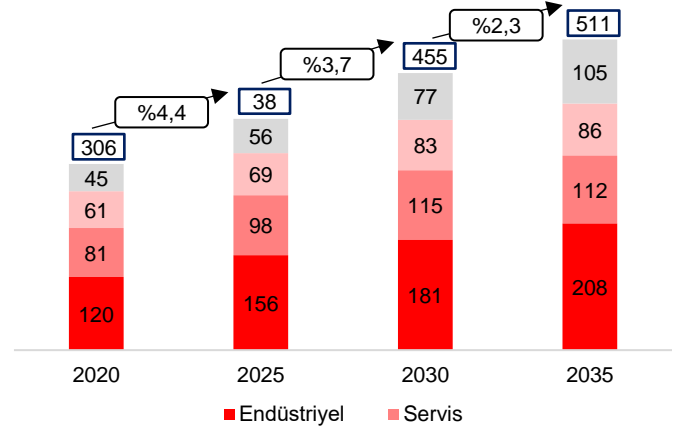
Akkuyu Nükleer Güç Santrali'nin inşaatı devam ederken, toplam 4800 MW'lık dört reaktör planlanıyor. Ancak proje, üreticilerden alıkonulan parçalar da dahil olmak üzere tedarik zinciri sorunları nedeniyle gecikmelerle karşı karşıya kaldı. ABD ve Çin ile, enerji kaynaklarını çeşitlendirmeyi ve ithal yakıtlara bağımlılığı azaltmayı amaçlayan ek nükleer santrallerin ve küçük modüler reaktörlerin inşası konusunda görüşmeler yapıldı.

Grafik 29: Kaynaklara Göre Üretim (TWh)



Kaynak: Enerji Bakanlığı, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 30: Sektörlere Göre Tüketim (TWh)

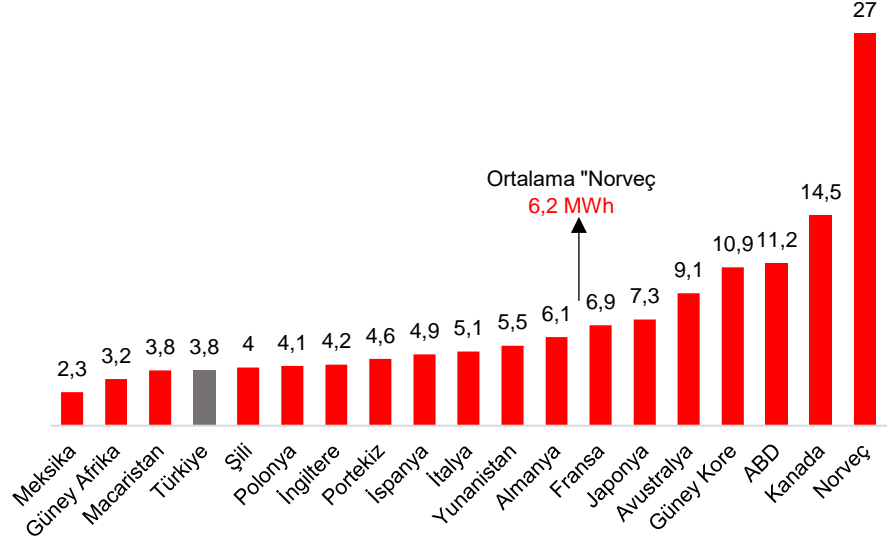


Kaynak: Enerji Bakanlığı, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin kişi başına düşen elektrik tüketimi daha düşük

Türkiye, elektrik tüketimindeki görece yüksek artışa rağmen, kişi başına düşen elektrik tüketiminde hala OECD'nin oldukça altında kalmaktadır.

Grafik 31: Ülkelere Göre Kişi Başı Elektrik Talebi (2023, MWh)

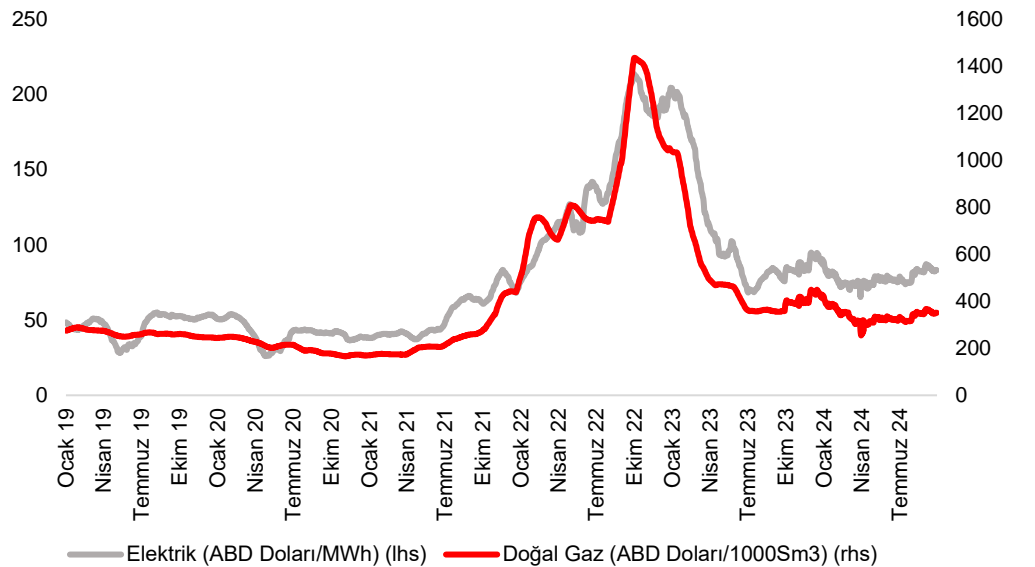


Kaynak: IEA, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'de doğalgaz fiyatı ile elektrik fiyatları arasında yüksek bir korelasyon var

Doğal gaz fiyatı, gaz yakıtlı elektrik santrallerinin yüksek marjinal maliyetlere sahip olması ve liyakat sıralamasında son sırada yer alması nedeniyle spot elektrik piyasası fiyatı için önemli bir risk parametresidir. Türkiye'de doğal gaz fiyatı, dokuz ay gecikmeli petrol fiyatlarına bağlı olarak uzun vadeli ikili sözleşmelere dayalı olarak BOTAŞ tarafından belirlenmektedir. Devlete ait BOTAŞ (Ham Petrol ve Doğal Gaz Boru Hatları ve Ticaret Şirketi) tarafından sağlanan sübvansiyonlar da geçiş mekanizmasında geçici gecikmelere neden olabilir.

Grafik 32: Elektrik ve Doğalgaz Fiyatları (USD)

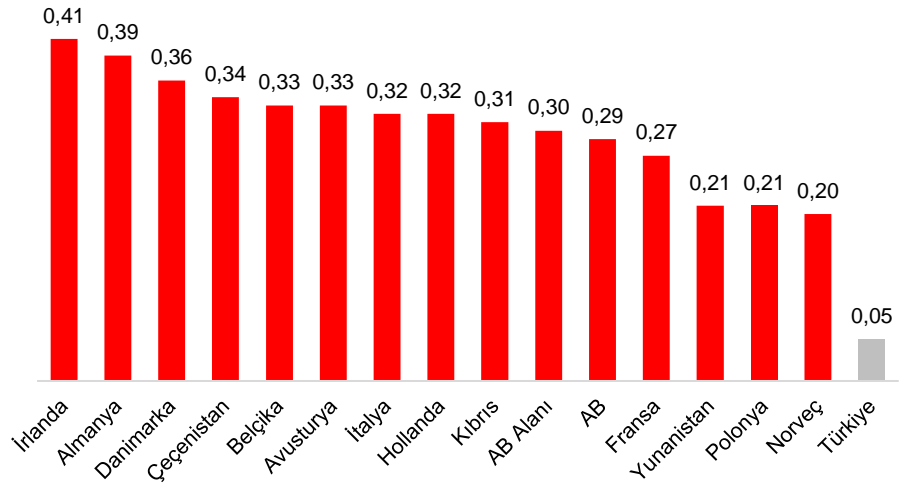


Kaynak: EPIAŞ, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'de konut elektrik fiyatı daha düşük

Türkiye'de konut elektrik fiyatı Avrupa Birliği ortalamasının oldukça altındadır. Düşük fiyatın arkasındaki ana nedenler; i) Konut tarifesinin, hanehalkı üzerindeki yükü hafifletmek amacıyla, sanayi ve ticaret tarifeleri gibi diğer tarifelerden her zaman önemli ölçüde düşük olması, ii) yüksek enflasyon ve liradaki değer kaybının etkisinin elektrik fiyatlarına tam olarak yansımaması, iii) liranın son yıllarda yaşadığı önemli değer kaybı, elektrik tarifelerini avro cinsinden baskı altına almıştır. Bunların yanı sıra Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin etkisi Avrupa'da enerji fiyatlarını önemli ölçüde artırmıştır.

Grafik 33: Avrupa ve Türkiye, Konut Elektrik Fiyatları (EUR/kWh, 1Y24)



Kaynak: EUROSTAT, Ak Yatırım Araştırma

YEKDEM programı (Tarife Garantisi) (hala uygun enerji santralleri için geçerli)

İlk olarak Mayıs 2005'te uygulanmaya başlanan YEKDEM, yenilenebilir kaynakların kurulu kapasitesinin geliştirilmesinde önemli bir rol oynamıştır. Buna göre, 2005 – 30 Haziran 2021 tarihleri arasında işletmeye giren yenilenebilir enerji santralleri, 10 yıl süreyle uygulanan garantili fiyatlardan yararlanıyor. Yerli ekipman kullanılması durumunda bu tesislere ilk 5 yıl için ek fiyat teşvikleri sağlandı. Buna göre, hidro ve rüzgar enerjisi santralleri için garantili sabit fiyat 73 USD/MWh, jeotermal için 105 USD/MWh, biyokütle ve güneş enerjisi için 133 USD/MWh'dir. YEKDEM fiyatları ile işyeri fiyatları arasındaki fark, doğrudan devlet tarafından değil, ülke genelindeki tüm elektrik tüketicileri tarafından ödenmektedir. Uygun santrallerin her yıl YEKDEM programına katılma / katılma seçenekleri bulunmaktadır. Mevcut YEKDEM'e uygun olan santraller, mevcut YEKDEM programından yararlanmaya devam ediyor.

Grafik 34: Güncel YEKDEM Fiyatları

Yenilenebilir Enerji Kaynağı	YEKDEM (ABD Doları/MWh)	YEKDEM (Yıl)	Yerli Parça Katkı Payı (ABD Doları/MWh)
Hidroelektrik	73	10	10-23
Rüzgar	73	10	6-37
Jeotermal	105	10	7-27
Güneş	133	10	4-56
Biokütle	133	10	5-67

Kaynak: EPDK, Ak Yatırım Araştırma

Yeni YEKDEM uygulaması (2021 Temmuz'dan sonra faaliyete geçecek santraller için geçerli)

Yeni YEKDEM tarifeleri 2021 yılında uygulamaya konulmuş ve 2023 yılı Mayıs ayında piyasa katılımcılarının beklentilerini daha iyi yansıtacak şekilde revize edilerek genişletilmiştir. 1 Temmuz 2021 ile 31 Aralık 2030 tarihleri arasında devreye alınan santraller yeni YEKDEM mekanizmasından faydalanabilecek. Yeni YEKDEM tarifeleri TL olarak belirlenmekte olup, enflasyon ve kur değişkenlerine göre aylık olarak artırılabilecektir. Enflasyon değişkenine %40 (%25 ÜFE - %15 TÜFE) ağırlıklandırılacak ve eşit ağırlıkta oluşturulan dolar ve euro sepetine %60 ağırlık verilecek. Ayrıca, yeni YEKDEM tarifeleri taban ve tavan limitlerini aşmayacak. Yeni mekanizmada, yerel içerik fiyatlarındaki artış da yükselişe tabidir.

Grafik 35: Yeni YEKDEM Fiyatları (2024 Yıl-Sonü)

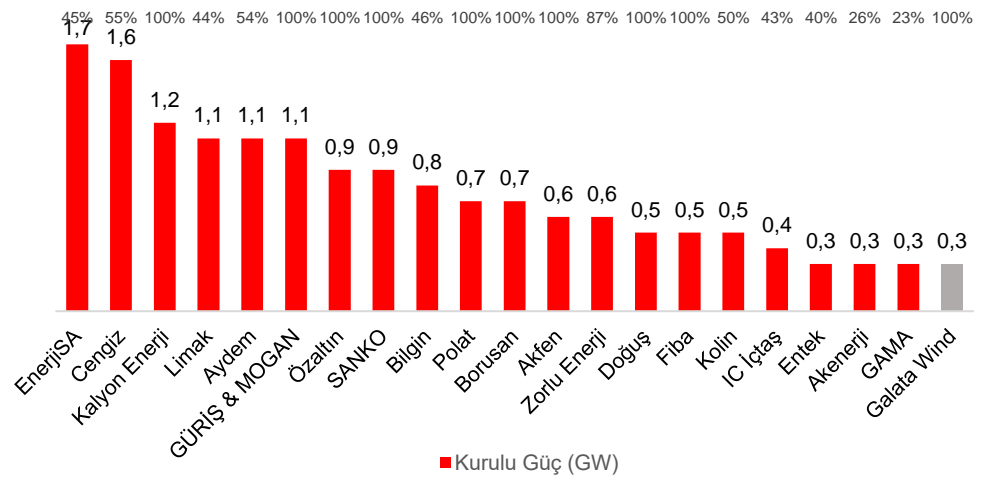
Yenilenebilir Enerji Kaynağı	YEKDEM Alım (TL/MWh)	YEKDEM (Yıl)	Yerli Parça Katkı Payı (TL/MWh)
Hidroelektrik Reservoir	2,591	10	518
Hidroelektrik Run of River	2,429	10	518
Rüzgar Kara	1,907	10	518
Rüzgar Deniz	2,591	10	691
Jeotermal	3,635	15	518
Biokütle Atık Gaz	1,907	10	518
Biokütle Biometanizasyon	3,112	10	518
Biokütle Termal Atık	2,427	10	388
Güneş	1,907	10	518
Güneş / Rüzgar Depolamalı	2,249	10	691
Pompa Depolamalı Hidroelektrik	3,635	15	691
Dalga & Deniz Akıntı	2,429	10	691

Kaynak: EPIAS, Ak Yatırım Araştırma

Yenilenebilir enerji pazarı dağılık yapıda

Yenilenebilir kapasitesi 250 MW'ın üzerinde olan 21 özel sektör oyuncusu bulunmaktadır. En büyük oyuncunun payı, Türkiye'nin toplam yenilenebilir kapasitesinin sadece %3'ünü oluştururken, bu oyuncuların toplam yenilenebilir kapasite içindeki toplam payı %28'in altındadır. Piyasanın parçalı yapısı, sağlam bilançoğa sahip ve/veya güçlü hissedarlar tarafından desteklenen oyuncular için önemli konsolidasyon fırsatları yaratmaktadır.

Grafik 36: Enerji Sektörü Katılımcıları, Kurulu Güç (% Yenilenebilir Payı)



Kaynak: PwC, Ak Yatırım Araştırma

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporun tarafınızla paylaşılması, bu rapora herhangi bir platformdan erişim sağlamanız veya raporu herhangi farklı bir yol ile edinmeniz, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") ile aranızda bir yatırım danışmanlığı sözleşmesi kurulduğu veya böyle bir ilişkinin kurulması için tarafınıza teklif yapıldığı anlamına katiyen gelmeyecektir. Raporda yer alan hiçbir ifade veya değerlendirme hukuki, vergisel veya finansal danışmanlık niteliğinde değildir ve bu niteliği sahip olacak şekilde yorumlanamaz.

RAPORDA YER ALAN DEĞERLENDİRMELER

Bu rapor, Ak Yatırım tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Elde edilen bilgi ve verilerin doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Burada yer alan yorum, tavsiye, öngörü ve tahminler raporu hazırlayan uzmanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. Zaman içerisinde bu raporda yer alan tüm veri ve yorumlar değişebilir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri ve profesyonel destek almaları önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk tamamen kendilerine aittir. Yatırım araçları birçok farklı risk barındırmaktadır. Yatırım kararı vermeden önce her bir yatırım aracı bazında riskleri anladığınızdan emin olmalısınız.

Raporda yer alan analizler için üç farklı değerlendirme türü bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla aşağıdaki şekildedir:

1. Endeks Üzerinde Getiri: Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası'na dayalı olarak oluşturulan BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha yüksek bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
2. Nötr: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranı ile paralel bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
3. Endeks Altında Getiri: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha düşük bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.

SORUMLULUK REDDİ

Raporun hazırlanmasında kullanılan yöntemler veya sunulan görüşler hiçbir yatırımcının veya müşterinin ihtiyaçlarına yönelik değildir. Ayrıca, Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının ve de bunların hiçbir çalışanın veya danışmanının, herhangi bir şekilde bu raporda yer verilen bilgiler, öngörüler ve tahminler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili sorumluluğu bulunmamaktadır. Ak Yatırım tarafından kurum içinde farklı departmanlarda istihdam edilen kişilerin veya Ak Yatırım ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Her halükârda Ak Yatırım, bu bilgilerin departmanları, iştirakleri ve ortakları arasında akışının engellenmesine yönelik gerekli tüm tedbirleri almaktadır. Bilgilere ve verilere erişim, söz konusu bilgi ve verilerin değerlendirilmesi ve diğer makul nedenlerden ötürü Ak Yatırım, Ak Yatırım ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak iş, hizmet sözleşmesi kapsamında ilişkide bulunan kurum ve kişiler, Ak Yatırım ile aralarında herhangi bir iş veya hizmet sözleşmesi bulunmaksızın iş birliği ilişkisi bulunan kurum ve kişiler ile raporun hazırlanmasına katkıda bulunan, bilgi ve veri sağlayan kurum ve kişiler ile Ak Yatırım müşterileri arasında önlenmesi mümkün olmayan çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte durum ve ilişkiler ortaya çıkabilir.

Ak Yatırım rapor kapsamında hakkında tahmin ve değerlendirmelere yer verdiği sermaye piyasası ve diğer yatırım araçlarının ihraççıları, bu ihraççıların iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve ilişkili diğer taraflarıyla iş ilişkisine girebilir, iş ilişkisi teklifinde bulunabilir. Raporda yer alan işlem ve tahminler ile Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının, iştiraklerinin, sayılan

kurumların yöneticilerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin doğrudan veya dolaylı olarak aynı veya farklı doğrultuda pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir.

Raporu hazırlayan veya raporda adı yer alan Ak Yatırım çalışanları, raporda yer alan analiz ve tahminlere ilişkin Ak Yatırım tarafından belirlenen kısıtlamalar kapsamında hareket ederler. Çıkar çatışması durumlarında ise Ak Yatırım internet sitesinde (www.akyatirim.com.tr) yer alan Çıkar Çatışması Politikası'na uygun olarak hareket edeceklerdir.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Ak Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gönderilemez ve gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Raporda yer alan her türlü unsura dair haklar münhasıran Ak Yatırım'a aittir. Ak Yatırım, raporların internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun tarafınızla paylaşılmasını istemiyorsanız Ak Yatırım ile iletişime geçebilirsiniz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2024