



Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri Anonim Şirketi

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin Hazırlanan Gerçekleşme ve
Değerlendirme Raporu

Sermaye Piyasası
Kurulu'nun VII-128.1
Sayılı Pay Tebliği'nin
29/5 Maddesi Uyarınca
Hazırlanmıştır.

17.04.2024

1. Rapor Konusu ve Gerekçe: Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.’nin (“Consus”, “Consus Enerji” veya “Şirket”) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi gereğince Consus Enerji Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

2. Açıklamalar: Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler: Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (“Garanti Yatırım”) tarafından 23.03.2022 tarihinde hazırlanan ve 08.04.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Consus’un halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nde belirtilen değerleme yaklaşımlarından Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmış olup aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır:

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)
2. Çarpan Analizi Yöntemi

Söz konusu değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket’in belirli özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. İki değerleme metoduna da eşit ağırlık verilerek çarpan bazlı değerlemelere %50, nakit akımı bazlı değerleme sonuçlarına ise %50 ağırlık verilmiş ve Consus’un değer tespitinde 1.871,8 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu doğrultuda, Şirket’in mevcut çıkarılmış sermayesine göre halka arz öncesi birim pay değeri 5,62 TL ve bu değer üzerinden uygulanan %20,0 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 4,50 TL olarak belirlenmiştir. Ulaşılan bu fiyata göre halka arzın büyüklüğü ek satış dahil 519,8 mn TL, halka arz sonrası Şirket’in çıkarılmış sermayesi 385,5 mn TL’ye ulaşarak halka açıklık oranı %30,0 olmuştur.

Çarpan Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları ile Şirket için hesaplanan çarpanlar karşılaştırılarak Şirket değeri belirlenmektedir. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- **İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK):** Bir işletmedeki toplam özsermaye değerine finansal borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen İşletme Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **İşletme Değeri/FVÖK (İD/FVÖK):** Bir işletmedeki toplam özsermaye değerine finansal borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen İşletme Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Vergi Öncesi Karına (FVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **İşletme Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar):** Bir işletmedeki toplam özsermaye değerine finansal borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen İşletme Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılarak, hesaplanan tahmini nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirilmesine indirgenmesi sonucunda varlığın bugünkü değerine ulaşmakta ve bu değere net nakdin/borcun eklenmesi/çıkarılması ile özsermaye değeri belirlenmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır. İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

Yukarıda detaylandırıldığı üzere, ilgili kurum tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda hem İNA yöntemi hem de çarpan analizi yöntemi kullanılmış ve her iki yöntemle tespit edilen özsermaye değerlerinin aritmetik ortalaması alınmıştır.

Değerleme Sonucu:

Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Şirket'in nihai değeri bulunurken, benzer şirket çarpanları ile indirgenmiş nakit akımı değerlendirme yöntemleri kullanılarak belirli oranlarda ağırlıklandırılmıştır. Şirket'in nihai değer hesabında İNA değerine %50 ve çarpan analizi değerine %50 ağırlık verilmiştir. Değerleme sonucu tespit edilen özsermaye değeri 1.871,8 mn TL bu özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatın ise 5,62 TL olarak hesaplanmıştır.

Öz sermaye değerine %20 iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrasında Consus için halka arz birim pay değeri 4,50 TL olarak belirlenmiştir.

İş Kolu	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri Katkısı (ABD\$)
İNA Analizi	128.799.885	50%	64.399.943
Çarpan Analizi	124.076.411	50%	62.038.205
Hisse Değeri - ABD\$	126.438.148		
Toplam Pay Adedi	333.000.000		
Hisse Başına Fiyat - ABD\$	0,38		
TCMB 22 Mart 2022 ABD\$/TL kuru	14,8041		
Hisse Başına Fiyat – TL	5,62		
İskonto Oranı	20,0%		
Hisse Başına Fiyat – TL	4,50		

Kaynak: Garanti Yatırım

Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Finansal Sonuçlar (TL)	2023 Yıllık (T)	2023 Yıllık (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	905.639.225	1.181.047.937	130%
FAVÖK	421.694.095	285.559.113	68%

Operasyonel Sonuçlar		2023 Yıllık (T)	2023 Yıllık (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Biyokütle Enerjisi	MW	198.459	186.330	94%
Dağıtık Enerji (Kojenerasyon) (*)	MW	573.878	294.897	51%
Dağıtık Enerji (Güneş)	MW	4.200	1.155	27%
Güneş Enerjisi (Lisanslı)	MW	21.986	21.138	96%
Toplam Üretim Miktarı	MW	798.524	503.521	63%

(T): Tahmin, (G): Gerçekleşme

(*) Elektrik, ısıtma ve soğutma üretimlerinin toplam mw karşılığını ifade etmektedir.

Fiyat tespit raporunda İNA yöntemine göre yapılan hesaplamalarda yer alan 2023 yılı tahminleri ve Şirketimizin 2023 yılı gerçekleşen sonuçları yukarıdaki tabloda özetlenmiştir.

Fiyat tespit raporundaki İNA yöntemine göre yapılan hesaplamalar ABD Doları cinsinden hazırlanmış idi. Yukarıda sunulan SPK standartlarına göre Türk Lirası cinsinden hazırlanmış finansal sonuçlar ile karşılaştırılabilir olması için fiyat tespit raporundaki ABD Doları cinsinden tahminler yine fiyat tespit raporunda 2023 yılı için kabul edilmiş olan USD/TL kuru (kur:19,4036) kullanılarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. 2023 yılında, 2023 yılı için tahmin edilen toplam hasılat ve FAVÖK'ün sırasıyla %130'u ve %68'i gerçekleşmiştir. Bu oranların gerçekleşmesinde aşağıda iş kolu bazında açıklandığı üzere, dağıtık enerji iş kolunda kapasite kullanımlarının düşük olmasının yanı sıra, biyokütle iş kollarındaki maliyet artışları etkili olmuştur.

Güneş enerjisi iş kolunda 2023 yıl sonu itibarı ile fiyat tespit raporu İNA yönteminde yer alan 2023 yılı hasılat ve FAVÖK tahminlerinin sırasıyla %125 ve %132'si gerçekleşmiştir.

Biyokütle iş kolunda 2023 yılında, 2023 yılı tahminlerinin hasılat ve FAVÖK için sırasıyla %155 ve %82'si gerçekleşmiştir. Fiyat tespit raporunda 2023 yılının tamamında faaliyet göstermesi öngörülen Aydın ve Mardin biyokütle tesislerinin öz tüketimlerini karşılamak amacıyla devreye alınması planlanan yardımcı kaynak güneş enerjisi santrallerinin izin süreçlerinde yaşanan sarkmalar sebebi ile devreye alınması gecikmiştir. Mardin yardımcı kaynak güneş enerjisi santrali 2023 yılının dördüncü çeyreğinde devreye alınırken Söke yardımcı kaynak güneş enerjisi santralının devreye alınması 2024 yılına sarkmıştır. Bu hususa ek olarak, emtia fiyatlarındaki artışlar ve TL enflasyondaki yükseliş biyokütle yakıt tedarik maliyetleri ve operasyonel giderlere de yansımış, bu nedenle özellikle, giderler içerisinde önemli yere sahip olan akaryakıt ve personel giderleri başta olmak üzere üretim maliyetleri artmıştır. Diğer taraftan, Şanlıurfa biyokütle tesisi için 2022 yılında tamamlanması öngörülen revizyon yatırımının 2023 yılının ikinci çeyreğinde tamamlanması gerçekleşme oranlarını olumsuz yönde etkileyen diğer bir husustur.

Dağıtık Enerji iş kolunda 2023 yılında, 2023 yılı tahminlerinin hasılat ve FAVÖK için %65 ve %53'ü gerçekleşmiştir. 2022 yılı Mart ayından itibaren Elektrik Piyasa Takas Fiyatı ("PTF")'nin oluşumunu düzenleyen yönetmeliğin değiştirilerek, PTF'nin belirlenmesine yönelik üst limitlerin getirilmesi nedeni ile PTF'deki artış, doğalgaz fiyatlarındaki artışın gerisinde kalmış, bunun sonucu olarak da bazı tesislerde PTF seviyelerine bağlı olarak ekonomik olmayan dönemlerde zaman zaman düşük üretim gerçekleştirilmiştir.



Dağıtık Enerji iş kolu için İNA yöntemine göre yapılan hesaplamalarda öngörülen büyüme yatırımlarında yaşanan sarkmalar da gerçekleştirmeleri olumsuz etkileyen bir diğer sebeptir. Bu iş kolu altında yer alan kojenerasyon ve güneş birimlerinde 2022 yılında devreye alınıp 2023 yılında hasılat ve FAVÖK yaratması beklenen, sırasıyla 3MWe ve 3MWp kapasiteli yatırımlar öngörülmektedir. Kojenerasyon tesisi yatırımına ilişkin süreçler devam ederken, planlanan dağıtık güneş enerjisi yatırımlarından 2,05 MWp kapasiteli ilk santral 2023 yılının üçüncü çeyreğinde devreye girmiştir. Halihazırda 2,22 MWp ve 0,95 MWp kapasiteli iki dağıtık güneş santralinin kurulum işlemleri tamamlanmış olup izin süreçleri devam etmektedir.

Söz konusu nedenlerle Dağıtık Enerji iş kolundaki hasılat ve FAVÖK gerçekleştirmeleri düşük olmuştur. 2024 yılı Mart ayından itibaren elektrik ve doğalgaz piyasasının normalleşme eğiliminde olduğu gözlemlenmekte olup, devreye alınması öngörülen büyüme yatırımlarının da katkısı ile takip eden dönemlerde Dağıtık Enerji iş kolu hasılat ve FAVÖK'ünde iyileşme beklenmektedir.

Saygılarımızla,

Consus Enerji Denetim Komitesi