



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.

08.11.2022

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 (126,4 mn ABD Doları) özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu doğrultuda, Şirket’in mevcut çıkarılmış sermayesine göre halka arz öncesi birim pay değeri 5,62 TL’dir. 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 ulaşılmakta 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 göre 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 (126,4 mn ABD Doları)'dır. Bu özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatın ise 5,62 TL olarak hesaplanmıştır.

Öz sermaye değerine %20 iskonto uygulayarak halka arz iskontosu sonrasında Consus için fiyat belirlenmiştir.

Buna göre Garanti Yatırım 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatının 4,50 TL olmasını hesaplamıştır.

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

Consus (TL)	2022 Yıllık (T)	2022 9 Aylık (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	637.460.535	452.684.204	71%
FAVÖK	279.206.221	151.429.758	54%

(T): Tahmin, (G): Gerçekleşme

Fiyat tespit raporunda İNA yöntemine göre yapılan hesaplamalarda yer alan 2022 yılı tahminleri ve Şirketimizin 2022 yılı ilk dokuz aylık gerçekleşen sonuçları yukarıdaki tabloda özetlenmiştir. Fiyat tespit raporunda İNA yönteminde kullanılan projeksiyon/tahmin verileri dokuz aylık dönemler itibarı ile değil sadece yıllık toplamlar olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda yukarıda yeralan tahmin verileri fiyat tespit raporu İNA yöntemine göre hesaplamalarda yer alan 2022 yılı 12 aylık döneme ait tahminlerden oluşmakta ancak gerçekleşen tutarlar 2022 yılı ilk dokuz aylık döneme ilişkin sonuçları yansıtmaktadır.

Fiyat tespit raporundaki İNA yöntemine göre yapılan hesaplamalar ABD Doları cinsinden hazırlanmış idi. Yukarıda sunulan SPK standartlarına göre Türk Lirası cinsinden hazırlanmış ilk dokuz aylık finansal sonuçlar ile karşılaştırılabilir olması için fiyat tespit raporundaki ABD Doları cinsinden tahminler yine fiyat tespit raporunda 2022 yılı için kabul edilmiş olan USD/TL kuru (kur:15,1530) kullanılarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. 2022 yılının ilk dokuz aylık döneminde 2022 yılının tamamı için tahmin edilen toplam hasılat ve FAVÖK'ün sırasıyla %71'i ve %54'ü gerçekleşmiştir. Bu oranların gerçekleşmesinde aşağıda iş kolu bazında açıklandığı üzere, dağıtık enerji iş kolunda kapasite kullanımlarının düşük olmasının yanı sıra, biyokütle iş kollarındaki faaliyetlerin olağan mevsimsellik özellikleri etkili olmuştur.

Güneş enerjisi iş kolunda ilk dokuz aylık dönemde fiyat tespit raporu İNA yönteminde yer alan 2022 yılı 12 aylık hasılat ve FAVÖK tahminlerinin sırasıyla %97 ve %91'i gerçekleşmiştir. Bu iş kolunda doğal koşullar nedeni ile ışıyım miktarının en yüksek olduğu dönem 3. Çeyrek olduğundan finansal sonuçlarda mevsimsellik etkileri görülmektedir. Güneş iş kolunda, yılın son çeyreğinde üretimin mevsimsellik nedeni ile 3. Çeyrek üretiminden daha düşük gerçekleşmesi, bununla birlikte gerçekleşme oranının 2022 yılı toplamında fiyat tespit raporu İNA yönteminde yer alan tahminlerin üzerinde bir sonuç elde edilmesi beklenmektedir.

Biyokütle iş kolunda 2022 yılı ilk dokuz aylık dönemde fiyat tespit raporu İNA yönteminde yeralan 2022 yılı 12 aylık hasılat ve FAVÖK tahminlerinin sırasıyla %80 ve %59'u gerçekleşmiştir. FAVÖK tahminindeki gerçekleşmenin hasılat tahminindeki gerçekleşmeden daha düşük olmasının temel nedeni Söke Biyokütle Enerji Tesisi'ndeki ("Söke Santral") biyokütle yakıt maliyetlerinde yaşanan artış ve Şanlıurfa Biyokütle Enerji Tesisi ("Urfa Santral") için öngörülen revizyon yatırımının üçüncü çeyrek itibarı ile henüz gerçekleşmemesidir.

Biyokütle elektrik santrallerinin yakıt ihtiyaçlarının ağırlıklı kısmı tarım ürünlerinin hasat zamanlarında Grup şirketleri tarafından doğrudan toplanarak tüm yıl boyunca kullanım için stoklanmaktadır. Özellikle Türkiye'nin Batı bölgelerinde yılın değişik dönemlerinde yüksek kalorili orman emvali yakıtın dışarıdan tedarik edilmesi mümkün olduğundan, Söke Santral'in bir kısım yakıtı bu şekilde tedarik edilmektedir. Rusya Ukrayna savaşının başlamasından kısa bir süre sonra enerji ve emtia fiyatlarında ortaya çıkan olağanüstü fiyat artışları Söke Santral'in dışarıdan tedarik ettiği yakıt fiyatlarına da yansımış, bu nedenle üretim maliyetleri artmıştır. Ek olarak, yılın ilk yarısında yapılması planlanan verim arttırıcı revizyon çalışmasının tedarik zincirinde savaş kaynaklı sorunlar nedeni ile yılın son çeyreğine ötelenme zorunda kalmasının da Söke Santral sonuçları üzerinde olumsuz etkisi olmuştur. Urfa Santral'in kapasite kullanımı ve yakıt verimini arttırmak amacı ile yapılması öngörülen revizyon yatırımı da tedarik zincirlerinde ortaya çıkan sorunlar nedeni ile 2022 yılı Eylül ayı sonu itibarı ile henüz gerçekleşmemiştir. Urfa Santral'deki iki aşamadan oluşan revizyonun ilk aşaması Ekim ayı içerisinde tamamlanmış olup ikinci aşamanın 2023 yılı Ocak ayında tamamlanması planlanmaktadır. Söke Santral'deki revizyonun ise Kasım ayı içinde tamamlanması beklenmektedir.

Dağıtık Enerji iş kolunda 2022 yılı ilk dokuz aylık dönemde fiyat tespit raporu İNA yönteminde yeralan 2022 yılı 12 aylık hasılat ve FAVÖK tahminlerinin sırasıyla %42 ve %45'i gerçekleşmiştir. Dağıtık enerji iş kolunda hizmet verilen sanayi sektöründeki bazı müşterilerimizin üretim faaliyetleri ve buna bağlı olarak enerji tüketimleri belirli sektörlere yönelik uygulanan doğalgaz kısıntısı nedeni ile düşük gerçekleşmiştir. Buna ek olarak, elektrik



Piyasa Takas Fiyatı (“PTF”)’nin oluşumunu düzenleyen yönetmeliğin değiştirilerek PTF’nin belirlenmesine yönelik üst limitlerin getirilmesi nedeni ile PTF/serbest piyasa elektrik fiyatlarındaki artış, doğalgaz fiyatlarındaki artışın gerisinde kalmış, bunun sonucu olarak da bazı tesislerde ekonomik olmayacağından PTF seviyelerine bağlı olarak zaman zaman düşük üretim gerçekleştirilmiştir. Söz konusu nedenlerle üretim seviyeleri düşük gerçekleştiğinden hasılat ve FAVÖK gerçekleştirmeleri de düşük olmuştur. Sanayi sektörüne yönelik doğalgaz kısıntısının sonlandırılmış olması ve PTF’nin göreceli olarak serbest piyasa koşullarını yansıtan seviyelere yükselme eğilimi nedeni ile yılın ilerleyen dönemlerinde hasılat ve FAVÖK gerçekleştirmelerinin de daha iyi seviyelere gelmesi beklenmektedir.

Saygılarımızla,

Consus Enerji Denetim Komitesi