



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.

08.03.2023

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 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 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

Consus (TL)	2022 Yıllık (T)	2022 Yıllık (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	637.460.535	559.873.121	88%
FAVÖK	279.206.221	165.739.353	59%

(T): Tahmin, (G): Gerçekleşme

Fiyat tespit raporunda İNA yöntemine göre yapılan hesaplamalarda yer alan 2022 yılı tahminleri ve Şirketimizin 2022 yılında 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 2022 yılı için kabul edilmiş olan USD/TL kuru (kur:15,1530) kullanılarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. 2022 yılı için tahmin edilen toplam hasılat ve FAVÖK'ün sırasıyla %88'i ve %59'u 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 fiyat tespit raporu İNA yönteminde yer alan 2022 yılı hasılat ve FAVÖK tahminlerinin sırasıyla %102 ve %111'i gerçekleşmiştir. Işınım değerleri beklenen seviyelerde gerçekleşirken operasyonel maliyetlerde sağlanan tasarruflar ile FAVÖK rakamı tahminin %11 üzerinde gerçekleşmiştir.

Biyokütle iş kolunda 2022 yılında fiyat tespit raporu İNA yönteminde yeralan 2022 yılı hasılat ve FAVÖK tahminlerinin sırasıyla %103 ve %65'i 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 2022 yılında tamamlanması öngörülen revizyon yatırımının 2023 yılına sarkmasıdır.

Biyokütle elektrik santrallerinin herhangi bir yıl için yakıt ihtiyaçlarının ağırlıklı kısmı bir önceki takvim yılında yaz sonu ile sonbahar aylarında tarım ürünlerinin hasat zamanlarında Grup şirketleri tarafından doğrudan toplanarak izleyen yıl boyunca kullanım için stoklanmaktadır. Bununla beraber, 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. 2022 yılı Şubat ayında 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. Söke Santral'de Kasım ayında tamamlanan verim arttırıcı revizyonlar ve tesisin daha yüksek oranda tarımsal biyokütle kullanabilmesine olanak sağlayan değişikliklerin gerçekleştirilmesi sonucu, tesis yüksek maliyetli orman emvali yakıtından ziyade daha düşük maliyetli, bir kısmı Grup şirketleri tarafından doğrudan toplanan tarımsal biyokütleyi yüksek oranda kullanabilir duruma getirilmiştir. Urfa Santral'in kapasite kullanımı ve yakıt verimini arttırmak amacı ile 2022 yılı içinde yapılması öngörülen revizyon yatırımı da tedarik zincirlerinde ortaya çıkan sorunlar nedeni ile 2022 yılı Aralık ayı sonu itibarı ile henüz tamamlanmamıştır. Urfa Santral'deki iki aşamadan oluşan revizyonun ilk aşaması Ekim ayı içerisinde tamamlanmış olup ikinci aşama 2023 yılı Şubat ayında tamamlanmış, test ve devreye alma çalışmaları başlamıştır.

Dağıtık Enerji iş kolunda 2022 yılında fiyat tespit raporu İNA yönteminde yeralan 2022 yılı hasılat ve FAVÖK tahminlerinin her ikisinin de %48'i gerçekleşmiştir. Dağıtık enerji iş kolunda hizmet verilen sanayi sektöründeki bazı müşterilerimizin üretim faaliyetleri ve buna bağlı olarak enerji tüketimleri 2022 yılının ilk yarısında belirli sektörlerle 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 İNA yöntemine göre yapılan



hesaplamalarda yer alan 2022 yılı tahminlerinden düşük gerçekleştiğinden hasılat ve FAVÖK gerçekleşmeleri de düşük olmuştur.

Saygılarımızla,

Consus Enerji Denetim Komitesi