

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.	
Borsa Kodu	CONSE
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	14-15 Nisan 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	333.000.000 TL
Sermaye Artırımı	52.500.000 TL
Ortak Satışı	52.500.000 TL
Ek Satış	10.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	385.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	27,24%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	29,96%
Talep Toplama Fiyatı	4,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	472.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	519.750.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.498.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.734.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Fiyat istikrarı payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün olarak planlanmaktadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	45,39
FD/FAVÖK1 2021Ç3	14,76
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	16,95
PD/DD 2021Ç3	3,29

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	52,55
FD/FAVÖK1 2021Ç3	14,76
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	16,95
PD/DD 2021Ç3	2,51

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

- Consus Enerji,28.08.2014 tarihinde başta elektrik olmak üzere, enerji piyasasında faaliyet gösteren tesis ve işletmeler kurmak, mevcut veya kurulacak tesis ve işletmelere ortak olmak üzere, hali hazırda enerji sektöründe farklı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin ortak bir çatı altında toplanması ve yönetim faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kurulmuştur.
- Şirketin bağlı ortaklıklarının toplam kurulu kapasitesi 94,1 MW'tır. Bu kapsamda Şirket'in bağlı ortaklıkları, Türkiye genelinde sekiz farklı noktada 54,1 MW kapasiteli birleşik ısı ve güç sistemleri (kojenerasyon/ trijenerasyon), yine Türkiye'de üç tesiste 29,2 MW kurulu güçte yenilenebilir enerji kaynaklarından olan biyokütleyle dayalı enerji santrali ve tek eksenli güneş takip sistemine sahip 10,8 MWp kurulu güçte bir adet lisanslı güneş enerjisi santrali ile üretim yapmaktadır. Üretim faaliyetlerine ek olarak Şirketin bir diğer bağlı ortaklığı da perakende sunmaktadır. Diğer bir bağlı ortaklık ise biyokütle toplama, tedarik ve stoklaması kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Dağıtık Enerji ve enerji verimliliği alanında faaliyet gösteren, birleşik ısı ve güç sistemlerinin (kojenerasyon/trijenerasyon) yap-işlet-devret modeliyle kurulumu ve işletilmesi faaliyetlerini gerçekleştiren Tres Enerji Hizmetleri San.ve Tic. A.Ş. ("Tres Enerji") 03.12.2012 tarihinde hali hazırda Consus Enerji'nin %100 ortağı olan Global Yatırım Holding A.Ş.'nin %100 oranında sahip olduğu Global Enerji Hizm. Ve İşletmeciliği A.Ş.'nin %75 ortaklığı ile kurulmuştur. Global Enerji 06.10.2015 tarihinde Tres Enerji'de sahip olduğu %75 hissesinin tamamını Consus Enerji'ye devretmiştir. Consus Enerji, 4 Kasım 2021 tarihi itibarıyla Tres Enerji'deki sahipliğini %100'e çıkarmıştır. Elektrik piyasasında lisanssız elektrik üretim yönetmeliği tahtında faaliyet gösteren Tres Enerji ilk olarak 2015 yılında 25 MW kurulu güç ile elektrik üretimine başlamıştır.
- Şirket, yatırımlarını hızlandırarak 2018 yılında 54,1 MW kurulu güce ulaşmış olup, Türkiye'nin en yüksek kurulu güce sahip enerji hizmet şirketi konumuna yükselmiştir. Hali hazırda sektördeki bu pozisyon korunmakta olup, mevcut müşterilerden gelen kapasite artış taleplerinin yanı sıra müşterilere yap-işlet-devret modeli kapsamında güneş başta olmak üzere yenilenebilir kaynaklardan enerji hizmetine yönelik ilave yatırımlara ilişkin değerlendirme çalışmaları devam etmektedir.
- Yenilenebilir enerji kaynaklarından olan biyokütleden enerji üretim faaliyetleri amacıyla GYH tarafından 12.06.2007 tarihinde kurulan Mavibayrak Tehlikeli Atık İmha Sistemleri San. Ve Tic.A.Ş.'nin ünvanı 13.10.2014 tarihinde Mavibayrak Enerji Üretim A.Ş. şeklinde değiştirilmiştir. GYH, %100 oranında sahip olduğu Mavibayrak Enerji'deki 1,00 TL nominal değerli toplam 200.000 adet hissesini, 200.000 TL nominal bedel karşılığında 15.09.2014 tarihinde Consus Enerji'ye devretmiştir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket'in pay sahiplerinden Global Yatırım Holding AŞ'ye ait olan paylardan ek satış hariç 52.500.000 adet hissenin, ek satış olması durumunda toplam 63.000.000 adet hissenin halka arz kapsamında satılması sonucunda Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecek olup yalnızca sermaye artışı yolu ile ihraç edilecek 52.500.000 adet yeni payın halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir. İhraç edilecek yeni paylar neticesinde elde edilecek fon, ağırlıklı olarak Şirket'in finansal borçlarını azaltmak, faaliyet gösterilen sektörlerde kapasite artırmak ve yeni yatırımlar yapmak amacı ile kullanılacaktır.

- %50'ine karşılık gelen tutarın Şirketin kısa vadeli kredilerin kapatılmasında,
- %40'ına karşılık gelen tutarın kapasite artışı ve yeni yatırımlar ile organik büyümede kullanılmasına,

- %10'una karşılık gelen kısmın işletme sermayesi için ihtiyaç duyulacak fon miktarında kullanılmasına,

Ortaklık Yapısı

Consus Enerji Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Sermaye Artırımı Dahil, Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Sermaye Artırımı Dahil, Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı
Global Yatırım Holding A.Ş.		333.000.000	100%	280.500.000	72,8%	270.000.000	70%
Halka Açık		-	-	105.000.000	27,2%	115.500.000	30%
Toplam		333.000.000	100,0%	385.500.000	100%	385.500.000	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Consus Enerji Gelir Tablosu (TL)			
	2019	2020	2021
Hasılat	151.730.664	274.415.526	371.893.186
Yıllık Değişim		80,9%	35,5%
Satışların Maliyeti (-)	-148.360.618	-205.249.253	-247.005.505
Yıllık Değişim		38,3%	20,3%
Brüt Kârı/Zararı	3.370.046	69.166.273	124.887.681
Yıllık Değişim		1952,4%	80,6%
Brüt Kar Marjı	2,2%	25,2%	33,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-13.671.647	-11.463.284	-21.552.361
Faaliyet Karı	-10.301.601	57.702.989	103.335.320
Yıllık Değişim		-660,1%	79,1%
Faaliyet Kar Marjı	-6,8%	21,0%	27,8%
Amortisman	27.516.979	32.818.353	40.658.713
FAVÖK1	17.215.378	90.521.342	143.994.033
Yıllık Değişim		425,8%	59,1%
FAVÖK1 Marjı	11,3%	33,0%	38,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.493.394	16.016.715	5.077.605
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-25.553.280	-5.015.666	-23.646.876
Esas Faaliyet Kârı/Zararı	-27.361.487	68.704.038	84.766.049
Yıllık Değişim		-351,1%	23,4%
FAVÖK2	155.492	101.522.391	125.424.762
Yıllık Değişim		65191,1%	23,5%
FAVÖK2 Marjı	0,1%	37,0%	33,7%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	117.042	10.189	9.987.263
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-5.777	
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KÂRI/ZARARI	-27.244.445	68.708.450	94.753.312
Finansman Gelirleri (+)	3.406.425	4.706.009	33.051.618
Finansman Giderleri (-)	-42.978.838	-69.672.125	-68.300.694
VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	-66.816.858	3.742.334	59.504.236
Dönem Vergi Geliri/Gideri	2.902.514	-2.270.400	-26.491.592
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	2.902.514	-2.270.400	-26.491.592
DÖNEM KÂRI/ZARARI	-63.914.344	1.471.934	33.012.644

Consus Enerji Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2019	2020	2021
DÖNEN VARLIKLAR	150.270.402	120.750.138	207.186.687
Nakit ve Nakit Benzerleri	22.817.092	4.242.095	48.011.596
Ticari Alacaklar	10.942.657	24.161.185	42.065.146
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		4.197.189	3.732.554
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	10.942.657	19.963.996	38.332.592
Diğer Alacaklar	41.553.105	5.130.386	4.581.324
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	40.664.459	2.769.124	2.749.087
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	888.646	2.361.262	1.832.237
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	3.746.299	6.981.713	10.226.587
<i>Mal ve Hizmet Satışından Doğan Sözleşme Varlıkları</i>	3.746.299	6.981.713	10.226.587
Stoklar	22.820.709	44.707.174	72.073.756
Peşin Ödenmiş Giderler	20.888.068	15.133.958	16.977.254
Diğer Dönen Varlıklar	27.502.472	20.393.627	13.251.024
DURAN VARLIKLAR	533.846.502	656.922.553	1.071.879.679
Diğer Alacaklar	292.294	82.266	609.577
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	292.294	82.266	609.577
Maddi Duran Varlıklar	505.111.146	621.611.935	1.029.938.391
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.370.446	10.135.705	19.895.129
Peşin Ödenmiş Giderler	2.578.452	3.069.347	1.775.691
Ertelenmiş Vergi Varlığı	19.494.164	22.023.300	19.660.891
TOPLAM VARLIKLAR	684.116.904	777.672.691	1.279.066.366
<i>Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu</i>			
KAYNAKLAR	2019	2020	2021
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	230.998.035	282.888.475	406.409.846
Kısa Vadeli Borçlanmalar	65.893.356	74.722.240	168.786.376
Kiralama İşlemlerinden Kısa Vadeli Borçlar	20.267.502	37.038.798	59.667.950
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	64.198.926	94.756.032	104.728.513
Diğer Finansal Yükümlülükler		4.661.303	10.603.600
Ticari Borçlar	42.591.773	36.292.590	39.054.263
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	42.591.773	36.292.590	39.054.263
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamı Borçlar	880.640	4.287.507	1.314.353
Diğer Borçlar	36.276.554	28.185.896	15.661.698
<i>İlişkili Olan Taraflara Ticari Borçlar</i>	27.395.135	13.110.885	7.080.788
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	8.881.419	15.075.011	8.580.910
Ertelenmiş Gelirler	271.288	1.822.964	4.614.202
Kısa Vadeli Karşılıklar	617.996	1.121.145	1.978.891
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>		966.145	1.640.558
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	617.996	155.000	338.333
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	256.361.899	285.739.229	416.765.427
Uzun Vadeli Borçlanmalar	194.396.990	199.759.300	284.918.723
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	46.132.438	59.387.848	46.532.636
Diğer Borçlar			7.883.079
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>			7.883.079
Türev Araçlar	7.602.277	11.900.879	16.665.141
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	612.247	971.731	2.372.811
<i>Mal ve Hizmet Satışından Doğan Sözleşme Yükümlülükleri</i>	612.247	971.731	2.372.811
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.121.372	1.666.254	2.324.451
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin</i>	1.121.372	1.666.254	2.324.451
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.496.575	12.053.217	56.068.586
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	487.359.934	568.627.704	823.175.273
ÖZKAYNAKLAR	196.756.970	209.044.987	455.891.093
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	280.000.000	280.000.000	333.000.000
Paylara İlişkin Primler	23.165.659		-500.000
Ortak Kontrolde Tabi İşletmeleri Birleşmenin Etkisi	23.165.659	17.475.975	12.169.172
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	84.409	179.702	-33.224
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	5.253.788	25.891.639	172.847.162
Geçmiş Yıllar Zararları	-49.203.482	-117.098.040	-94.604.661
Net Dönem Karı/Zararı (-)	-63.667.181	1.561.484	33.012.644
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.123.777	1.034.227	
TOPLAM KAYNAKLAR	684.116.904	777.672.691	1.279.066.366
<i>Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu</i>			

Değerleme

- Garanti Yatırım Consus Enerji'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Consus Enerji'nin özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından Consus Enerji'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İD/FAVÖK, İD/FVÖK, İD/Net Satışlar çarpanlarının ortalaması ve medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve halka açık şirket yatırımcıları tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Ek olarak hesaplamaya dahil edilen şirketlerin İD/FVÖK ve İD/Net Satışlar çarpanları incelenmiş ve aşağıda yer verilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 21 Mart 2022 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 31 Aralık 2021 itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır.
- Çarpan analizinde benzer şirketler çarpanlarının medyan değerleri üzerinden hesaplama yapılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Benzer yurtiçi çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 20x'ten büyük olan) olan Aksu Enerji ve Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. çarpanları medyan hesabına dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	İşletme Değeri (mn ABD\$)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/NET Satışlar
Ayen Enerji	247	490	6,7	8,2	2,8
Aksu Enerji	63	67	57,0	74,50	34,4
Esenboğa Elektrik Üretimi	131	163	6,0	9,20	2,6
Naturel Yenilenebilir Enerji	113	145	5,0	7,80	2,1
Zorlu Enerji	270	1944	8,0	11,8	1,5
Aksa Enerji	1055	1395	5,0	6,50	0,9
Ak Enerji	71	713	8,3	12,70	1,6
Odas Elektrik	153	328	7,2	8,90	2
Biotrend Çevre Ve Enerji Yatırımları	190	250	19,5	27,50	5,2
Galata Wind Enerji	219	256	5,3	6,30	4,2
Kartal Yenilenebilir Enerji	60	88	14,0	33,70	8,8
Pamukova Yenilenebilir Enerji	202	204	444,9	1.615,50	197,6
Margun Enerji	248	271	10,2	16,0	4,8
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	105	187	15,7	35,20	10,2
Ortalama			9,24	15,32	3,89
Medyan			7,60	10,50	2,70

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Değerleme çalışmasına alınacak yurtdışı benzer şirketlerin seçiminde, öncelikle faaliyet konusu bakımından söz konusu iş kolu ile aynı ya da ilgili iş koluna yüksek oranda benzerlik gösteren şirketler belirlenmiştir. Bu şirketler arasında gelirlerinin önemli bir kısmı ilgili iş kolu dışındaki faaliyetlerden gelen şirketler ayıklanmış ve bu sayede gelir yapısı da mümkün olduğunca ilgili iş koluna benzeyen şirketler çarpan analizi için seçilmiştir. Tüm iş kolları için benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK çarpanları uç değer olan (5x'ten küçük ve 20x'ten büyük olan) şirketler medyan hesabına dahil edilmemiştir. Bu kapsamda biyokütle iş kolu için, EQTEC plc, Falck Renewables S.p.A, Greenvolt-Energias Renovaveis,S.A., Greenalia,S.A. Electricite de France S.A.,Brookfield Renewable Partners L.P; dağıtık enerji (kojenerasyon/trijenerasyon) iş kolu için ise Taiwan Cogeneration Corporation,Electricite de France S.A.,AES Andes S.A. ve Brookfield Renewable Partners L.P ortalamaya dahil edilmemiştir. Tutarlı olmak adına, İD/FVÖK ve İD/Net Satışlar çarpanları için medyanlar hesaplanırken de bu şirketler hesaplamaya dahil edilmemiş, böylece her üç çarpan için de aynı benzer şirket grubu kullanılmıştır.

Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları Biyokütle İş Kolu	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	İşletme Değeri (mn ABD\$)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/NET Satışlar
TPC Power Holding Public Company Limited	131	297	12,4	21,9	4
EQTEC plc	131	111	-17,1	-17,0	48,3
China Everbright Greentech Limited	568	2.930	10,0	13,3	2,7
Absolute Clean Energy Public Company Limited	959	1.077	16	22,8	6,2
Clover Power Public Company Limited	101	118	14,7	20,6	2,3
Falck Renewables S.p.A	2.815	4.117	24,1	48,5	6,4
Greenvolt-Energias Renovaveis, S.A.	802	1.090	17,8	26,2	6,8
Greenalia,S.A.	329	639	22,2	33,0	10,0
Albioma	1.602	2.746	7,7	10,6	4,2
Iberdrola,S.A.	68.530	128.774	10,3	15,8	2,9
EDP-Energias de Portugal,S.A.	18.986	40.849	11,6	24,8	2,4
Kyushu Electric Power Company,Incorporated	3.416	32.635	16,3	57,3	2,1
Chubu Electric Power Company,Incorporated	7.755	30.559	16,1	110,5	1,3
B.Grimm Power Public Company Limited	2.739	5.253	14,7	24,8	3,7
Electricite de France S.A	33.901	75.708	4,2	10,1	0,8
Brookfield Renewable Partners LP.	18.911	53.959	21,3	52,4	13,1
WEC Energy Group,Inc	29.865	45.672	14,9	22,9	5,5
Xcel Energy Inc	37.436	62.032	12,3	22,3	4,6
Ortalama			13,08	30,63	3,49
Medyan			13,55	22,55	3,30

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları Güneş İş Kolu	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	İşletme Değeri (mn ABD\$)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/NET Satışlar
Iberdrola, S.A.	68.530	128.774	10,3	15,8	2,9
EDP-Energias de Portugal,S.A.	18.986	40.849	11,6	24,8	2,4
Kyushu Electric Power Company,Incorporated	3.416	32.635	16,3	57,3	2,1
Chubu Electric Power Company,Incorporated	7.755	30.559	16,1	110,5	1,3
7C Solarparken AG	370	605	10,6	24,1	9,7
Beijing Energy International Holding Co,Ltd.	745	4.120	12,5	17,7	11,1
China Smarter Energy Group Holdings Limited	49	321	12,7	45,2	7,5
GCL New Energy Holdings Limited	463	2.973	6,3	10,3	4,7
Xinyi Energy Holdings Limited	4.044	4.614	17,7	22,1	15,7
E4U a.s	12	12	3,5	4,7	3,3
EAM Solar ASA	8	12	49,0	-31,5	8,1
Jinko Power Technology Co,Ltd.	2.930	4.490	14,0	27,2	7,8
K.P.I. Global Infrastructure Limited	107	141	8,5	9,7	5,2
Prime Road Power Public Company Limited	208	290	64,3	792,2	17,0
Solaria Energia y Medio Ambiente,S.A.	2.731	3.341	30,7	39,1	27,7
Ecosuntek S.p.A	21	43	15,4	45,9	0,3
Electricite de France S.A	33.901	75.708	4,2	10,1	0,8
Brookfield Renewable Partners LP.	18.911	53.959	21,3	52,4	13,1
WEC Energy Group,Inc	29.865	45.672	14,9	22,9	5,5
Xcel Energy Inc	37.436	62.032	12,3	22,3	4,6
Ortalama			12,80	32,56	5,77
Medyan			12,60	23,50	4,95

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	Dağıtık Enerji İş Kolu	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	İşletme Değeri (mn ABD\$)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/NET Satışlar
China Everbright Greentech Limited		568	2.930	10,0	13,3	2,7
Iberdrola,S.A.		68.530	128.774	10,3	15,8	2,9
EDP-Energias de Portugal,S.A.		18.986	40.849	11,6	24,8	2,4
Hubei Energy Group Co,Ltd		4.451	8.524	10,9	18,6	2,4
Kyushu Electric Power Company,Incorporated		3.416	32.635	16,3	57,3	2,1
Chubu Electric Power Company,Incorporated		7.755	30.559	16,1	110,5	1,3
B.Grimm Power Public Company Limited		2.739	5.253	14,7	24,8	3,7
Taiwan Cogeneration Corporation		807	976	39,3	65,6	4,2
GCL Intelligent Energy Co,Ltd		4.588	6.767	14,7	20,0	3,7
Ta-Yuan Cogeneration Company Ltd		148	204	13,0	24,6	2,8
Electricite de France S.A.		33.901	75.708	4,2	10,1	0,8
AES Andes S.A.		1.749	4.441	4,1	5,0	1,6
Brookfield Renewable Partners LP.		18.911	53.959	21,3	52,4	13,1
Enefit Green AS		1.104	1.152	10,3	16,8	6,6
ERG S.p.A		4.967	7.247	10,5	19,3	5,2
WEC Energy Group,Inc		29.865	45.672	14,9	22,9	5,5
Xcel Energy Inc		37.436	62.032	12,3	22,3	4,6
Ortalama				12,74	30,08	3,53
Medyan				12,30	22,30	2,90

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak Consus Enerji'nin piyasa değerinin tespit edilmesi için Türkiye'de ve yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda yer almaktadır.

İş Kolu	2021 FAVÖK (mn \$ABD)	Yurtiçi Benzer Şirketler	Yurtiçi Çarpanlar İşletme Değeri	Yurtdışı Benzer Şirketler	Yurtdışı Çarpanlar İşletme Değeri	Yurtiçi Çarpan Ağırlığı	Yurtdışı Çarpan Ağırlığı	Çarpan Analizi İşletme Değeri
Biyokütle	7.162.993	7,6	54.663.751	13,5	96.948.565	50%	50%	75.806.158
Güneş Kojenerasyon	2.368.221	8	18.072.870	12,6	29.839.585	50%	50%	23.956.227
Kojenerasyon	5.790.705	a.d.	a.d.	12,3	71.371.284			71.371.284
Toplam Şirket Değeri								171.133.669
Net Borçluluk \$ABD								47.057.259
Çarpan Özsermaye Değeri								124.076.410

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Çarpan analizi yönteminde yurtdışı benzer şirket çarpan değerine %50 ve yurtiçi benzer şirket çarpan değerine %50 ağırlık verilerek, çarpan analizi ortalama şirket değeri bulunmuştur. Dağıtık enerji iş kolu için Türkiye'de uygun benzer şirket bulunamadığından, bu iş kolunun hesaplanmasına yurt içi benzer şirketler dahil edilmemiş olup, bu iş kolu için çarpan analizinde sadece yurtdışı benzer şirket çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizi sonucunda, biyokütle iş kolu için şirket değeri 75.806.158 ABD\$, güneş iş kolu için şirket değeri 23.956.227 ABD\$ ve dağıtık enerji iş kolu için şirket değeri 71.371.284 ABD\$ bulunmuştur. Çarpan analizi sonucunda şirket için bulunan toplam özsermaye değeri ise 124.076.411 ABD\$ olmuştur.

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2067 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Güneş iş kolu için 2022 yılı öngörülen net satış tutarı 3,0 milyon ABD\$ olup, bunun tamamı hali hazırda faaliyette olan Ra Güneş Enerji'den gelmektedir. Güneş iş kolu net satış tutarının, Dağıtık Güneş altında kurulacak lisansız GES santrallerinin devreye girmesiyle birlikte projeksiyon dönemi boyunca artacağı ve de 2030 yılında 7,7 milyon ABD\$ tutarına ulaşılacağı tahmin edilmiştir.2031 yılında Güneş işkolu gelirlerinin 2,9 milyon ABD\$ tutarına düşmesinin sebebi, projeksiyon dönemi 2030 yılında sona eren Dağıtık Güneş işkolunun,2031 yılından itibaren Güneş işkolu gelirlerine katkı yapmamasıdır.
- **Faaliyet Giderleri:** Satışların maliyeti ve faaliyet giderleri tarafında, güneş ve biyokütle işkolları için sistem kullanım bedeli 2022 yılı için mevcut EPDK tarifeleri üzerinden hesaplanmış, sonraki yıllarda bu kalemlerin TL enflasyon ile artacağı varsayılmıştır. Güneş iş kolunda başlıca maliyet kalemleri bakım giderleri, sigorta giderleri, güvenlik giderleri ve personel giderleridir. Biyokütle iş kolu için en büyük gider kalemini enerji üretiminde kullanmak üzere ihtiyaç duyulan pamuk ve mısır sapları, orman ürünleri ve diğer yakıtların alım maliyetleri ile bu yakıtların hazırlanma maliyetleri oluşturmaktadır.
- **İşletme Sermayesi:** Her bir iş kolunun kendi nakit döngüsü dikkate alınmıştır. YEKDEM'den faydalanan santrallerin yer aldığı güneş ve biyokütle iş kolu için YEKDEM dönemleri boyunca, spot piyasaya yapılan satış gelirlerinin ertesi gün tahsil edileceği, YEKDEM fiyatı ile spot piyasa fiyatı arasındaki fark sonucu oluşan gelirlerin ise ortalama 40 gün vade ile tahsil edileceği varsayılmıştır. YEKDEM sonrası dönemde ise yine güneş ve biyokütle iş kollarında 40 gün alacak tahsil süresinin korunacağı varsayılmıştır. Borç ödeme süresi için projeksiyon dönemi boyunca, güneş iş kolu için 30 gün, biyokütle iş kolu için 120 gün ve dağıtık enerji işkolu için 60 gün olacağı varsayılmıştır. Sonuç olarak, Net Satışlar/Net İşletme Sermayesi oranı projeksiyon dönemi boyunca Şirket nakit akışlarına negatif etki sağlamıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, faaliyet gösterilen sektörlerde kapasite artırmak ve yeni yatırımlar yapmayı hedeflemektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
- Her bir iş kolu için ayrı AOSM oranlarına ilişkin hesaplama yapılmıştır.

Biyokütle İş Kolu AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2067
Risksiz Faiz Oranı	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
Kaldıraçlı Beta	0,83	0,84	0,84	0,84	0,83	0,83
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Şirket Risk Primi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Sermaye Maliyeti	13,91%	13,98%	13,98%	13,98%	13,93%	13,93%
Borç Maliyeti	9,34%	9,34%	9,34%	9,34%	9,34%	9,34%
Vergi Oranı	21,00%	18,00%	18,00%	18,00%	20,00%	20,00%
Borçlanma Maliyeti Vergi Sonrası	7,38%	7,66%	7,66%	7,66%	7,48%	7,48%
Borç/Varlık	47,65%	47,65%	47,65%	47,65%	47,65%	47,65%
AOSM	10,80%	10,97%	10,97%	10,97%	10,86%	10,86%

Güneş İş Kolu AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2067
Risksiz Faiz Oranı	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
Kaldıraçlı Beta	0,84	0,85	0,85	0,85	0,84	0,84
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Şirket Risk Primi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Sermaye Maliyeti	13,97%	14,04%	14,04%	14,04%	13,99%	13,99%
Borç Maliyeti	9,34%	9,34%	9,34%	9,34%	9,34%	9,34%
Vergi Oranı	21,00%	18,00%	18,00%	18,00%	20,00%	20,00%
Borçlanma Maliyeti Vergi Sonrası	7,38%	7,66%	7,66%	7,66%	7,48%	7,48%
Borç/Varlık	46,38%	46,38%	46,38%	46,38%	46,38%	46,38%
AOSM	10,91%	11,08%	11,08%	11,08%	10,97%	10,97%

Dağıtık Enerji İş Kolu AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2030
Risksiz Faiz Oranı	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%
Kaldıraçlı Beta	0,49	0,50	0,50	0,50	0,49	0,49
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Şirket Risk Primi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Sermaye Maliyeti	12,14%	12,18%	12,18%	12,18%	12,15%	12,15%
Borç Maliyeti	9,46%	9,46%	9,46%	9,46%	9,46%	9,46%
Vergi Oranı	21,00%	18,00%	18,00%	18,00%	20,00%	20,00%
Borçlanma Maliyeti Vergi Sonrası	7,47%	7,75%	7,75%	7,75%	7,56%	7,56%
Borç/Varlık	45,07%	45,07%	45,07%	45,07%	45,07%	45,07%
AOSM	10,04%	10,18%	10,18%	10,18%	10,08%	10,08%

- **Risksiz Getiri Oranı:** risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 11.05.2047 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un risksiz getiri oranı %8,34 olarak kabul edilmiştir. Bu oranın makul olduğu kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Şirket Risk Primi:** Şirket ve sektör ile ilgili olası riskler için ilave %1 risk primi dikkate alınmıştır.
 - **Beta:** her bir iş kolu için ayrı hesaplama yapılmış olup, Dağıtık Enerji İş kolunda kaldıraçlı beta hesabının düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Özsermaye Maliyeti:** her bir iş kolu için ayrı yıllar arasında %13,91 üzeri sermaye maliyeti olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Her bir iş kolu için ayrı yıllar arasında 9,34% üzeri borçlanma maliyeti kullanılmıştır.
 - **Borç Oranı:** 45,07 üzeri oran kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM her bir iş kolu için ayrı hesaplanmış olup, yapılan hesaplamaların makul olduğu kanaatindeyiz.

- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %1 olarak varsayılmıştır. %1 uç değer alınması değerlemeyi muhafazakâr yönde etkilemiştir. %1 yerine %2 büyüme oranı kullanılması durumunda İNA değeri bir miktar yükselecektir.
- Sonuçta İNA'dan şirket için toplam 128,8 milyon ABD\$ hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizine %50 ağırlık verilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 4,50 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Sonuç

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri	Ağırlıklı Piyasa Değeri (ABD\$)
İNA Yöntemi	50,00%	128.799.885	64.399.943
Çarpan Analizi	50,00%	124.076.411	62.038.205
Hisse Değeri ABD\$			126.438.148
Ödenmiş Sermaye			333.000.000
Hisse Başına Fiyat ABD\$			0,38
TCMB 22 Mart 2022 ABD\$/TL Kuru			14,80
Hisse Başına Fiyat (TL)			5,62
Halka Arz İskontosu			20,0%
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)			4,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Consus Enerji'nin fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Consus Enerji'nin özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz. Bununla beraber şirketin farklı iş kollarının İNA'sında geçmiş yıllardaki performansı gösterilmediği için kıyaslama yapılmasını bir eksiklik olarak addediyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde yurtdışı çarpanlarda hesaplanan şirket değerinin yurtiçi çarpanlardan hesaplanan şirket değerinin neredeyse 2 katı olduğu göz önünde bulundurulduğunda ağırlığının daha düşük hatta %0 olması gerektiği kanaatindeyiz zira Consus Enerji'nin kıyaslanabilir rakipleri BİST'te işlem gören elektrik üretim şirketleri olup onların fiyatlamaya dinamikleri ülke konjonktürünü en iyi şekilde yansıtmaktadır.
- Biyokütle iş kolu için şirket değeri 75.806.158 ABD\$, güneş iş kolu için şirket değeri 23.956.227 ABD\$ ve dağıtık enerji iş kolu için şirket değeri 71.371.284 ABD\$ bulunmuştur.

Çarpan analizi sonucunda Şirket için bulunan toplam özsermaye değeri ise 124.076.411 ABD\$ olmuştur.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizi'ne %50 ağırlık verilmiş olmasını makul karşılamakla birlikte çarpan analizine ilişkin önceki maddelerde belirttiğimiz çekincemiz saklıdır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	İşletme Değeri (mn ABD\$)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/NET Satışlar
Ayen Enerji	247	490	6,7	8,2	2,8
Aksu Enerji	63	67	57,0	74,50	34,4
Esenboğa Elektrik Üretimi	131	163	6,0	9,20	2,6
Naturel Yenilenebilir Enerji	113	145	5,0	7,80	2,1
Zorlu Enerji	270	1944	8,0	11,8	1,5
Aksa Enerji	1055	1395	5,0	6,50	0,9
Ak Enerji	71	713	8,3	12,70	1,6
Odas Elektrik	153	328	7,2	8,90	2
Biotrend Çevre Ve Enerji Yatırımları	190	250	19,5	27,50	5,2
Galata Wind Enerji	219	256	5,3	6,30	4,2
Kartal Yenilenebilir Enerji	60	88	14,0	33,70	8,8
Pamukova Yenilenebilir Enerji	202	204	444,9	1.615,50	197,6
Margun Enerji	248	271	10,2	16,0	4,8
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	105	187	15,7	35,20	10,2
Ortalama			9,24	15,32	3,89
Medyan			7,60	10,50	2,70
Consus Enerji	101,9	150,2	9,39	15,95	5,25

- Halka arz piyasa değerinin dolar bazında 101,9 milyon dolar ve net finansal borcun (31.12.2021 dolar/TL kuruna göre) 48,3 milyon dolar olduğu göz önünde bulundurulduğunda şirketin Firma Değeri (FTR'deki ifadeye göre işletme değeri) 150,2 milyon dolardır. Şirketin TL bazındaki FAVÖK, FVÖK ve net satışlarını 2021 ortalama dolar/TL kuru olan 9,0 ile dolara çevirdiğimizde şirketin FD/FAVÖK çarpanı 9,39 hesaplanmakta olup sektör medyanı olan 7,60'ın ve sektör ortalaması olan 9,24'ün üzerinde çıkmaktadır.
- Consus Enerji'nin bir holding yapısında olduğu göz önünde bulundurulduğunda yatırımcısına nakit temettü dağıtabilmesi için bağlı ortaklıklarının öncelikle Consus Enerji'ye temettü dağıtması gerekecektir. Bu bağlamda holding şirketlerinde uygulamasına sıklıkla rastladığımız holding iskontosu uygulanması durumunda hesaplanan şirket değerinin daha da düşeceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Sonuç olarak Consus Enerji'nin halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası 4,50 TL pay başı talep toplama fiyatı hesaplanmıştır. Garanti Yatırım'ın kullanmış olduğu çarpan örnekleme, İNA varsayımları dahilinde fiyat makul olmakla birlikte yukarıdaki maddelerde bahsettiğimiz; AOSM hesabında daha yüksek beta kullanılması, yurtiçi çarpana yurtdışına göre daha yüksek ağırlık verilmesi, holding iskontosu uygulanması gibi varsayımlar kullanıldığı takdirde halka arz fiyatının değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.