

Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
14 NİSAN 2022

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Consus Enerji" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Garanti Yatırım) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

CONSUS ENERJİ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetler A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetler A.Ş. ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	14 - 15 Nisan 2022
Halka Arz Fiyatı	4.5 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	333.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	385.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	27.24% / 29.96% (ek satış dahil)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	52.500.0000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 52.500.0000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı
Ek Satış Hakkı	10.500.0000 TL/Lot
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Fiyat istikrarı payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün olarak planlanmaktadır.
Borsa Kodu	CONSE
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve Global Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	07.04.2022

Kaynak: Consus Enerji İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Consus Enerji 28 Ağustos 2014'te enerji piyasasında faaliyet gösterecek şekilde 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.

Şirket'in toplam kurulu kapasitesi 94,1 MW olacak şekilde 5 adet Bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Şirket Türkiye'de 8 farklı noktada 54 MW kapasiteli birleşik ısı ve güç sistemleri, 3 tesiste 29 MW güce sahip biyokütleyle dayalı enerji santrali ve 19,8 MWp kurulu güce sahip bir adet güneş enerji santrali ile üretim yapmaktadır.

Şirket üretim faaliyetlerine ek olarak perakende elektrik ticareti alanında faaliyet gösteren ve enerji dengesizliği yönetimi hizmetleri sunan bir diğer bağlı ortaklığa da sahiptir. Diğer bir bağlı ortaklık ise biyokütle toplama, tedarik ve stoklaması kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket'in Faaliyetleri

Şirket'in ve bağlı ortaklıklarının enerji satışları ana iş kolları kırılımına göre aşağıda sunulmuştur.

ÜRÜNLER	31 Aralık'ta sona eren yıl					
	2021		2020		2019	
	TL	%	TL	%	TL	%
Biyokütle Enerji Satışları	194.590.043	52,3	158.995.813	57,9	91.220.021	60,1
Dağıtık Enerji Hizmet Satışları	107.778.090	29,0	74.195.750	27,0	44.432.414	29,3
Perakende Enerji Satışları	43.747.649	11,8	22.250.509	8,1	16.066.170	10,6
Güneş Enerji Satışları	25.777.404	6,9	18.935.629	6,9	12.059	0,0
Diğer	--	--	37.286	0,0	--	--
NET SATIŞLAR (TL)	371.893.186	100	274.415.526	100	151.730.664	100

Kaynak: Consus Enerji İzahname

Biyokütle faaliyetleri

Consus Enerji bünyesinde aşağıda belirtilen %100 sahip olduğu Bağlı ortaklıkları üzerinden toplamda 29,2 MWe kapasiteye sahip biyokütleden enerji üreten 3 adet santral bulunmaktadır. Consus Enerji biyokütle santrallerinde, gıda ve yem özelliği taşımayan ve farklı bir iş alanında değerlendirilemeyen tarımsal artıklar ve benzeri biyokütle kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirilmektedir.

Mavibayrak Enerji Üretim A.Ş – Aydın – 12 MWe kurulu güç

Mavibayrak Doğu Enerji Üretim A.Ş – Mardin – 12 MWe kurulu güç

Doğal Enerji Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş – Şanlıurfa – 5,2 MWe kurulu güç

Şirket 2021 yılında bünyesinde bulunan 3 adet tesisten, iç ihtiyaçlar karşılandıktan sonra toplamda net 174 GW elektrik satışı gerçekleştirilmiştir.

Dağıtık Enerji (Birleşik ısı ve güç sistemleri – Kojenerasyon/trijenerasyon)

Şirket'in dağıtık enerji işkolundaki Bağlı Ortaklığı Tres Enerji üzerinden toplam 54,1 MW kurulu güce sahip 8 adet kojenerasyon ve trijenerasyon tesisleri ile faaliyetler sürdürülmektedir. Tres Enerji, birleşik ısı ve güç sistemlerini yap-işlet modeli ile tüm yatırım maliyetlerini üstlenerek kurmakta, işletme ve bakımını gerçekleştirerek müşterilerine hizmet vermektedir.

Perakende elektrik ticareti iş kolu

Şirket elektrik ticareti alanında faaliyetlerini %100 Bağlı Ortaklığı olan Tenera Enerji üzerinden yapmaktadır. Tenera Enerji, elektrik terakine ilave olarak, işletmelere enerji sistemleri kurmakta, reaktif ve anormal tüketim takibi yaparak elektrik tüketimlerini optimize etmekte ve işletmelerin enerjiyi en verimli şekilde kullanmasına yardımcı olmaktadır.

Güneş enerjisi iş kolu

Şirket, lisanslı güneş enerjisi yatırımını %100 Bağlı Ortaklığı olan Ra Güneş üzerinden gerçekleştirmiştir. Ra Güneş Enerjisi santrali 2020 yılı başında tamamlanmış ve YEKDEM'e tabi olarak elektrik üretim faaliyetlerine başlamıştır. Mardin'de yaklaşık 18 hektarlık alanda konumlanan ve kurulu gücü 10,8 Mwp olan santralde fotovoltaik modüller kullanılarak yılda 20 GWh'ı aşan elektrik enerjisi üretilmektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL) (Ek Satış Dahil)	Halka Arz Sonrası Payı (%) (Ek Satış Dahil)
Global Yatırım Holding A.Ş.	333.000.000	100,00%	280.500.000	72,76%	270.000.000	70,04%
Halka Açık Kısmı	-	-	105.000.000	27,24%	115.500.000	29,96%
Toplam	333.000.000	100%	385.500.000	100%	385.500.000	100%

Kaynak: Consus Enerji İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2019	2020	2021
VARLIKLAR	684.116.904	777.672.691	1.279.066.366
Dönen Varlıklar	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
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	4.197.189	3.732.554
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	10.942.657	19.963.996	38.332.592
Diğer Alacaklar	41.553.105	5.130.386	4.581.324
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	40.664.459	2.769.124	2.749.087
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	888.646	2.361.262	1.832.237
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	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 Varlıklar	533.846.502	656.922.553	1.071.879.679
Diğer Alacaklar	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
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	230.998.035	282.888.475	406.409.846
Kısa Vadeli Borçlanmalar	65.893.356	74.722.240	168.786.376
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	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	10.603.000
Ticari Borçlar	42.591.773	36.292.590	39.054.263
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	880.640	4.287.507	1.314.353
Diğer Borçlar	36.276.554	28.185.896	15.661.698
Ertelenmiş Gelirler	271.288	1.822.964	4.614.202
Kısa Vadeli Karşılıklar	617.996	1.121.145	1.978.891
Uzun Vadeli Yükümlülükler	256.361.899	285.739.229	416.765.427
Uzun Vadeli Borçlanmalar	194.396.990	199.759.300	284.918.723
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	46.132	59.387.848	46.532.636
Diğer Borçlar	-	-	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
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.121.372	1.666.254	2.324.451
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.496.575	12.053.217	56.068.586
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	280.000.000	280.000.000	333.000.000
Paylara İlişkin Primler	23.165.659	-	-500.000
Ortak Kontrole Tabi İşletmeleri Birleşmenin Etkisi	23.165.659	17.475.975	12.169.172
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer	5.253.788	25.891.639	172.847.162
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı	-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	-

Kaynak: Consus Enerji Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (TL)	2019	2020	2021
Hasılat	151.730.664	274.415.526	371.893.186
Satışların Maliyeti	-148.360.618	-205.249.523	-247.005.505
Brüt Kar	3.370.046	69.166.273	124.887.681
Genel Yönetim Giderleri	-13.671.647	-11.463.284	-21.552.361
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 Karı / Zararı	-27.361.487	68.704.038	84.766.049
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	117.042	10.189	9.987.263
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-5.777	-
Finansman Gelirleri	3.406.425	4.706.009	33.015.618
Finansman Giderleri	-42.978.838	-69.672.125	-68.300.694
Vergi Öncesi Karı / Zararı	-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 Karı / Zararı	-63.667.181	1.471.934	33.012.644

Kaynak: Consus Enerji Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait olan paylardan ek satış hariç 52.500.000 adet payın, ek satış olması durumunda toplam 63.000.000 adet payın halka arz kapsamında satılması sonucunda Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir. Yalnızca sermaye artışı yolu ile ihraç edilecek yeni payların 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.

Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü	Ek satış dahil 519.750.000
Kısa Vadeli İşletme Sermayesi Kredilerinin Kapatılması	50,00%
Kapasite Artışı ve Yeni Yatırımlar ile Organik Büyüme	40,00%
İşletme Sermayesi	10,00%
Toplam	100%

Kaynak: Consus Enerji Fonun Kullanım Yeri Raporu

- **Kısa Vadeli İşletme Sermayesi Kredilerinin Kapatılması:** Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin yaklaşık %50'si kısa vadeli kredilerin kapatılması için kullanılacaktır. Şirket'in Bağlı Ortaklıkları, biyokütle elektrik tesislerinin yatırım dönemlerinde, tesislerin faaliyete geçeceği ilk yıla ihtiyaç duyacağı biyokütle yakıt stoklarının üretimini gerçekleştirirken işletme sermayesi kredileri kullanmıştır. Ek olarak bu tesislerin emre amadelik ve verimlilik seviyelerinin artırılması için yatırım sonrası dönemde bazı kısa vadeli spot kredilerden kaynak sağlanmıştır. Yine şirketin kojenerasyon ve trijenerasyon tesislerine sahip bir bağlı ortaklığı tesislerin verimliliklerini artırmak amacı ile yapmış olduğu teknoloji yükseltme yatırımlarını da aynı şekilde kısa vadeli finansmanlar aracılığı ile yapmıştır. Şirket ve bağlı ortaklıkları halka arz sonrasında yukarıda belirtilen ve diğer kısa vadeli kredileri kapatmayı hedeflemekte olup söz konusu kaynağın tamamını veya büyük çoğunluğunu halka arz gelirlerinden karşılayacaktır.
- **Kapasite Artışı ve Yeni Yatırımlar ile Organik Büyüme:** Net gelirlerin yaklaşık %40'ının mevcut Bağlı ortaklıkların tesislerinde yapılacak kapasite artışları ve ek olarak hali hazırda faaliyet gösterilen sektörlerde ve ayrıca yeni sektörlerde yapılacak yeni tesis yatırımları ile hedeflenen organik büyümede kullanılması planlanmaktadır.
- **İşletme Sermayesi:** Net gelirlerin yaklaşık %10'unu temsil eden son bölüm, Şirket'in ve Bağlı Ortaklıkları'nın işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasıdır. Şirket'in ve Bağlı Ortaklıkları, artan iş hacmi ve gelirleri ile birlikte büyüyen işletme sermayesi ihtiyacı kapsamında operasyonlarını kesintisiz bir şekilde sürdürmek için halka arzdan elde edilecek net gelirlerin sınırlı bir bölümünü bu doğrultuda kullanmayı hedeflemektedir.

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri yukarıda izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı veya kullanmadığı ölçüde, elde edilen söz konusu gelir inorganik büyüme, eğitim ve proje geliştirme faaliyetleri gibi amaçlar için kullanılacaktır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Borsa İstanbul'da işlem gören enerji şirketleri ve yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan şirketler incelenmiştir. Çarpan analizi yönteminde İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 21 Mart 2022 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır. Çarpan analizinde benzer şirketler çarpanlarının medyan değerleri üzerinden hesaplama yapılmıştır.

6.1.1 Yurtiçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirket analizi için seçilen şirketler arasında dağıtık enerji işi yapan şirket bulunmadığından, yurtiçi benzer şirket çarpanlarına yalnızca güneş ve biyokütle iş kollarının değerlendirilmesinde ağırlık verilmiş, dağıtık enerji iş kolu değerlendirmesinde bu çarpanlar hesaplama dahil edilmemiştir. İD/FAVÖK için uç değer olan Aksu Enerji ve Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. çarpanları medyan hesabına dahil edilmemiştir.

6.1.2 Yurtdışı 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 mümkün olduğunca ilgili iş koluna benzeyen şirketler çarpan analizi için seçilmiştir. Tüm iş kolları için uç değer olan şirketler medyan hesabına dahil edilmemiştir.

Çarpan analizi yönteminde yurtdışı benzer şirket çarpan değerine %50 ve yurt içi benzer şirket çarpan değerine %50 ağırlık verilerek, çarpan analizi ortalama şirket değeri bulunmuştur. Dağıtık enerji iş kolu için Türkiye'de uygun benzer şirket bulunmadığından, bu iş kolunun hesaplamasına yurt içi benzer şirketler dahil edilmemiş olup, bu iş kolu için çarpan analizinde sadece yurt dışı benzer şirket çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizi sonucunda Şirket için bulunan toplam özsermaye değeri 124.076.411 dolar olmuştur.

İş Kolu	2021 FAVÖK (mn \$ABD)	Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanı	Yurtiçi Çarpanlar İşletme Değeri (mn \$ABD)	Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanı	Yurtiçi Çarpanlar İşletme Değeri (mn \$ABD)	Yurtiçi Çarpan Ağırlığı	Yurtdışı Çarpan Ağırlığı	Çarpan Analizi İşletme Değeri (mn \$ABD)
Biyokütle	7.162.993	7,6x	54.663.751	13,5x	96.948.565	50%	50%	75.806.158
Güneş	2.368.221	7,6x	18.072.870	12,6x	29.839.585	50%	50%	23.956.227
Kojenerasyon	5.790.705	a.d.	a.d.	12,3x	71.371.284	-	100%	71.371.284
Toplam Şirket Değeri								171.133.669
Net Borçluluk - \$ABD								47.057.259
Çarpan Özsermaye Değeri								124.076.411

Kaynak: Consus Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde şirketin 3 farklı iş kolu olmasından dolayı farklı projeksiyon dönemleri dikkate alınmıştır. Güneş iş kolu için 2022 yılı öngörülen net satış tutarı 3 milyon dolar olup, bunun tamamı hali hazırda faaliyette olan Ra Güneş Enerji'den gelmektedir. Güneş iş kolu net satış tutarının, Dağıtık Güneş altında kurulacak lisanssız GES santrallerinin devreye girmesiyle birlikte projeksiyon dönemi boyunca artacağı ve 2030 yılında 7.7 milyon dolar tutarına ulaşacağı tahmin edilmiştir. 2030 yılından sonra ise Dağıtık iş kolunun, Güneş işkolu gelirin katkı sağlamayacak olmasından dolayı sonraki yıllarda gelirin azaldığı görülmektedir. 2031 yılı için Güneş iş kolunda 2.9 milyon dolar gelir tahmin edilmiştir. Diğer bir iş kolu olan biyokütle iş gelirin 2022 yılında 24.9 milyon dolar seviyesinde olacağı tahmin edilmiş, 2066 yılında 56.4 milyon dolar seviyesine yükseleceği öngörülmüştür. Dağıtık Enerji iş kolu için 2022 yılında 14.1 milyon dolar olan ve tamamı mevcut sözleşmesi bulunan firmalardan elde edilen gelirin, portföye yeni firmaların eklenmesi sonrasında yaşanacak kapasite artışının etkisiyle 2030 yılında 20.8 milyon dolar tutarına ulaşması projekte edilmektedir.

Sonuç olarak, 3 iş kolu gelirlerinin toplamında 2022 yılı için 42.1 milyon dolar ciro hedeflenmiş ve bu cironun 2030 yılında 55.4 milyon dolara yükseleceği varsayılmıştır. 2031 yılında cironun Dağıtık iş kolundan bir gelir elde edilmeyecek olması ve Dağıtık iş kolunun, Güneş işkolu gelirin katkı sağlamayacak olmasından dolayı 30.5 milyon dolara gerilemesi beklenmektedir. 2031 yılından sonraki yıllarda cirodaki atışın devam edeceği öngörülmüş ve 2066 yılında 62 milyon dolara yaklaşacağı varsayılmıştır.

Net Satışlar/Net İşletme Sermayesi oranı projeksiyon dönemi boyunca (2067 yılı hariç) %2 civarında oluşmuş, net işletme sermayesindeki değişim projeksiyon dönemi boyunca Şirket nakit akışlarına negatif etki sağlamıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, biyokütle ve güneş enerjisi iş kolları için risksiz faiz oranı olarak itfa tarihi 11.05.2047 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un 21 Mart 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,34 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur. Dağıtık enerji ve hizmet satışları iş kolu için 2022 yılı risksiz getiri oranı itfa tarihi 15.03.2031 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un 21 Mart 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,46 dikkate alınmış projeksiyon dönemi boyunca bu değer kullanılmıştır. Risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. İlaveten, biyokütle, güneş ve dağıtık enerji iş kollarının her birinin özsermaye maliyeti hesabında %1 seviyesinde bir şirket risk primi olacağı varsayılmıştır. Dağıtık güneş altında değerlendirilen yeni lisanssız GES'ler içinse şirket risk primi %3 varsayılmıştır. Beta hesabı için çarpan analizinde kullanılan şirketlerin 5 yıllık kaldıraçsız betaları incelenmiş ve her bir iş kolu için kaldıraçsız betanın, kaldıraçsız betası 0,1-2,0 arasında olan benzer şirketlerin betalarının ortalaması olacağı varsayılmıştır. Borçluluk oranları biyokütle, güneş, dağıtık enerji iş kolları için sırasıyla %48, %46 ve %45 seviyesindedir. Vergi oranı 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM her bir iş kolu için ayrı ayrı hesaplanmıştır. 2022 yılı AOSM, biyokütle, güneş, dağıtık enerji iş kolları için sırasıyla %10,80, %10,91, %10,01 hesaplanmaktadır. Sonraki yıllarda AOSM, %10 ile %11,1 arasında değişkenlik göstermektedir.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 128.799.885 dolar hedef değer hesaplanmıştır.

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, çarpan analizi yöntemine %50 ağırlık verilerek 126.438.148 dolar hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değer 22.03.2022 tarihindeki TCMB USD/TL kuru olan 14,8041 seviyesinden TL'ye çevrilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz için 4,50 TL hedef fiyat 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%
Hisse Başına Fiyat - TL			4,5

Kaynak: Consus Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Sektöre ve Şirket'in sektördeki yerine ilişkin bilgiler oldukça açık ve detaylıdır.

Halka arz fiyatının oluşmasına ilişkin kullanılan yöntemlerin kabul edilebilir ve klasik yaklaşıma bağlı olduğunu düşünüyoruz.

İNA analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve hesaplamayı oluşturan bileşenlerin makul olduğu görüşündeyiz.

Değerleme yöntemi olarak İD/FAVÖK Çarpan Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizinin %50 - %50 eşit ağırlığa sahip olmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.

Çarpan analizinde medyan değerlerin alınmasının daha makul olduğu görüşündeyiz.

Piyasa çarpanları analizinde uç çarpan değerlerine sahip olan şirketlerin hesaplama dışında tutulmasını ve medyan kullanılmasını makul buluyoruz.

Consus Enerji için hazırlanan değerlendirme çalışması sonucunda hesaplanan hisse başı 5.62 TL'ye %20,0 halka arz iskontosu yapılarak ulaşılan 4.5 TL'lik hisse başı halka arz fiyatının, makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.