

CONSUS ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ VE HİZMETLERİ A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ANALİST RAPORU

14.04.2022



Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.'nin halka arzının, Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tera Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.
Borsa Kodu	CONSE
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	14 -15 Nisan 2022
Nominal Halka Arz Miktarı	Toplam 105.000.000 TL Nominal 52.500.000 TL Sermaye Artırımı 52.500.000 TL Ortak Satışı
Ek Satış	10.500.000 TL
Pay Başına Hisse Fiyatı	4,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	472,5 milyon TL (Ek satış dahil: 519,75 milyon TL)
Aracılık Yöntemi	En iyi gayret
Halka Açıklık Oranı	27,2%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	333.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	385.500.000 TL
Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri	Halka arzdan elde edilecek gelirlerin %50'lik kısmı ile kısa vadeli banka kredilerinin kapatılması, %40'lık kısım ile Bağlı Ortaklıklar'ın tesislerinde yapılacak kapasite artışları ve ek olarak hali hazırda faaliyet gösterilen sektörlerde ve ayrıca yap-işlet devret modeli kapsamında tüm yatırım maliyetlerini üstlenmek suretiyle, son kullanıcıların öz tüketimine yönelik güneş başta olmak üzere yenilenebilir kaynaklara dayalı tesis yatırımları ile hedeflenen organik büyüme, %10'luk kısım ile Şirket'in ve Bağlı Ortaklıkları'nın işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması

Kaynak: Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

1.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

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	72,80%	270.000.000	70%
Halka Açık		-	-	105.000.000	27,20%	115.500.000	30%
Toplam		333.000.000	100%	385.500.000	100%	385.500.000	100%

Kaynak: Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Consus Enerji, 28.08.2014 tarihinde başta elektrik enerjisi 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.

Şirket'in Bağlı Ortaklıkları'nın 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 (konjenerasyon/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 enerji santrali ile üretim yapmaktadır. Üretim faaliyetlerine ek olarak Şirketin bir diğer bağlı ortaklığı da perakende elektrik ticareti faaliyetleri yürütmekte olup ayrıca enerji dengesizliği yönetimi hizmetleri sunmaktadır. Diğer bir bağlı ortaklık ise biyokütle toplama, tedarik ve stoklaması kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.

2.1. Halka Arz Gelirin Kullanım Alanı

Şirket'in pay sahiplerinden Global Yatım Holding A.Ş '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 borçları azaltmak, faaliyet gösteren sektörlerde kapasite arttırmak ve yeni yatırımlar yapmak amacıyla kullanılacaktır.

- Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin yaklaşık %50'si kısa vadeli kredilerin kapatılması için kullanılacaktır.
- Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin yaklaşık %40'ı kapasite artışı ve yeni yatırımlar ile organik büyüme için kullanılacaktır.
- Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin yaklaşık %10'u işletme sermayesini güçlendirmek amacıyla kullanılacaktır.

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda; Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı (piyasa çarpanları) birlikte kullanılmış ve her iki yaklaşımda eşit şekilde ağırlıklandırılarak nihai değere ulaşılmıştır.

- Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (İD/FAVÖK)
- 2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

3.1. İD/FAVÖK Çarpan Analizi

Yurtiçi benzer şirketlerin İD/FAVÖK değerleri aşağıda gösterilmiştir. Benzer Yurtiçi çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 20x'ten büyük olan şirketler 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	5,7	74,5	34,4
Esenboğa Elektrik Üretimi	131	163	6	9,2	2,6
Naturel Yenilenebilir Enerji	113	145	5	7,8	2,1
Zorlu Enerji	270	1944	8	11,8	1,5
Aksa Enerji	1055	1395	5	6,5	0,9
Ak Enerji	71	713	8,3	12,7	1,6
Odas Elektrik	153	328	7,2	8,9	2
Biotrend Çevre Ve Enerji Yatırımları	190	250	19,5	27,5	5,2
Galata Wind Enerji	219	256	5,3	6,3	4,2
Kartal Yenilenebilir Enerji	60	88	14	33,7	8,8
Pamukova Yenilenebilir Enerji	202	204	444,9	1615,5	197,6
Margun Enerji	248	271	10,2	16	4,8
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	105	187	15,7	35,2	10,2
Ortalama	-	-	9,24	15,32	3,89
Medyan	-	-	7,6	10,5	2,7
Consus Enerji	101,9	150,2	9,39	15,95	5,25

Kaynak: Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Aynı şekilde yurt dışı benzer şirketlerin İD/FAVÖK değerleri bulunmuştur. Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin çarpan değerleri %50 ağırlık alınarak oluşturulmuştur. Bu sayede ortalama şirket değeri bulunmuştur.

İş Kolu	2021 FAVÖK (MN \$ABD)	Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanı	Yurtiçi Çarpanlar İşletme Değeri (mn \$ABD)	Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanı	Yurtdışı 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 İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş Fiyat Tespit Raporu

3.2. İNA Değerlemesi

Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

Enflasyon oranları konusunda TCMB'nin Mart 2022 Piyasa Katılımcıları Anketi verileri baz alınmış ve bu kapsamda 2022 yıl sonu %40,5, 2023 yılı için %26,4, 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla %18,3 ve %12,7 öngörülürken, devam eden yıllar için %8,8 varsayılmıştır. ABD enflasyon oranları için ise Economist Intelligence platformunda Mart ayında yayınlanan en güncel ABD enflasyon tahminleri kullanılmıştır. Bu çalışmada 2026 yılına kadar tahminler yer aldığından, 2027 yılı sonrasında ABD enflasyonu %2,2 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Dolar/TL kuru için projeksiyon çalışmasında yıl sonu kurları Türkiye ve ABD enflasyon oranları üzerinden, uluslararası Fisher etkisi kullanılarak hesaplanmıştır. Ortalama kurlar ise söz konusu yılın yılsonu kur tahmini ile bir önceki yılın yılsonu kur tahmininin ortalaması olarak belirlenmiştir.

2022-2031 yılları elektrik ve doğalgaz fiyatları tahminlenirken, Modus Enerji tarafından hazırlanan uzman raporundaki baz senaryo sektör öngörülleri (elektrik ve doğalgaz fiyat projeksiyonları) kullanılmıştır. 2022 yılı için kWh başına elektrik fiyatı 0,1118 ABD \$, 2031 yılı için kWh başına elektrik fiyatı 0,1313 ABD \$ kabul edilmiştir. Elektrik fiyatlarının ise 2031 yılından sonar ABD enflasyonu ile büyüyeceği öngörülmüştür. Doğalgaz fiyatlarının ise 2022 yılı için Sm³ başına ortalama 0,500 ABD \$ olacağı, 2031 yılında ise 0,547 ABD \$ ve 2032 yılından sonra ise ABD enflasyonu ile büyüyeceği öngörülmüştür. Ayrıca İNA değerlemesi kapsamında, şirketin iş kolları bazında farklı projeksiyon dönemleri dikkate alınmıştır.

Projeksiyon dönemine dair şirketin gelir tablosu oluşturulurken, Şirket'in yarattığı nakit akımları, bağlı ortaklıklarının faaliyet gösterdiği iş kollarına göre ayrılmıştır.

Giderler tarafında, satışların maliyeti ve faaliyet giderleri, güneş ve biyokütle işkolları için sistem kullanım bedeli 2022 yılı için mevcut EPDK tarifeleri üzerinden hesaplanmış, sonraki yıllarda bu kalemlerin Türkiye enflasyonu ile artacağı varsayılmıştır.

Değerleme çalışması kapsamında net işletme sermayesi hesaplanırken, her bir işkolunun kendi nakit döngüsü dikkate alınmıştır. Bu kapsamda 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.

Amortisman projeksiyonu, Şirket'in iş kolları bazında projeksiyon döneminde yapmayı planladığı yatırım harcamaları için yapılan yatırımların belirli bir yıl aralığında amorti edilmesi ile mevcut sabit kıymetlerden gelecek amortisman tutarları ise 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla ABD \$ bazlı sabit kıymet listesindeki amortisman oranlarının kullanılarak projekte edilmesiyle hesaplanmıştır.

AOSM hesaplamasında 2022 yılı risksiz getiri oranı değerlendirilirken değerlemeye tabi iş kollarının varlık ömürleri dikkate alınmıştır. Beta hesaplaması için her bir işkolunun çarpan analizi için seçilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin Capital IQ veri tabanından elde edilen 5 yıllık kaldıraçsız betaları incelenmiş ve her bir işkolu için kaldıraçsız betanın, 0,1-2,0 arasında olan benzer şirketlerin betalarının ortalaması olacağı varsayılmıştır. Şirket'in borç/özkaynaklar oranı belirlenirken, iş kolu bazında beta hesabına dahil edilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin borçluluk oranları incelenmiş, borçluluk oranı %0-%200 arasında olan benzer şirketlerin ortalama borçluluk oranları hesaplanmıştır.

Özet Tablo (ABD\$)	
Güneş Firma Değeri (milyon ABD\$)	24,8
Biyokütle Firma Değeri (milyon ABD\$)	88,1
Dağıtık Enerji Firma Değeri (milyon ABD\$)	59,7
Toplam Firma Değeri (milyon ABD\$)	172,6
Net Borç Tutarı (milyon ABD\$)	47,1
Özsermaye Değeri 31.12.2021 İtibarıyla (milyon ABD\$)	125,6
Özkaynak Değerleme Faktörü Özsermaye Maliyeti Oranı	12%
Değerleme Tarihi İtibarıyla Özkaynak Değerleme Faktörü	1,03
Özsermaye Değeri Değerleme Tarihi İtibarıyla (milyon ABD\$)	128,8

Kaynak: Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş Fiyat Tespit Raporu

3.3. Değerleme Sonucu

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 analizine %50 ağırlık verilmiştir.

İş Kolu	2021 FAVÖK (MN \$ABD)	Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanı	Yurtiçi Çarpanlar İşletme Değeri (mn \$ABD)	Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanı	Yurtdışı 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 İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş Fiyat Tespit Raporu

4. GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İD/FAVÖK Çarpan Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizinin %50 ile eşit ağırlığa sahip olmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde medyan değerlerin alınmasının makul buluyoruz. Yurt içi benzer şirketlere ek olarak yurt dışı benzer şirketlerin de çarpan analizine dahil edilmesinin doğru bir yaklaşım olduğunu kanaatindeyiz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemi sonrasında %20 iskonto oranı uygulanarak hesaplanan 4,5 TL pay başına halka arz fiyatının makul olduğu düşüncesindeyiz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak,
İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

strateji@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin sözü konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., herhangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayınlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece buradayer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.