

# Verusa Holding (Kapsam Dışı)

## Telekonferans Notu

**Madencilik, Yenilenebilir Enerji, Girişim Sermayesi Yatırımları, Yazılım Teknolojileri, Kimya Ve Demir-Çelik sektörlerinde, toplamda 10 şirket ile faaliyet gösteren Verusa Holding (VERUS) ile bir telekonferans gerçekleştirdik. Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı Reha Çırak ile yaptığımız görüşmede i) Enda Enerji halka arz sürecini, ii) potansiyel büyüme hikayelerini, iii) Covid-19 sürecini ve iv) olası yatırım konularını ele aldık.**

### Enda Enerji halka arz süreci

Verusa Holding, %26.8 (%7.3 doğrudan, %19.5 dolaylı olarak) oranında en büyük ortak olarak iştirak ettiği Enda Enerji Holding A.Ş.'yi, sermaye artırımı yoluyla, yıl sonuna kadar, halka arz etmeyi planlıyor. Buna istinaden şirket, 27.12.2019 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'na ön izin başvurusunda bulundu. Enda Enerji'nin 73 MW kurulu güce sahip 5 adet RES, 102,05 MW kurulu güce sahip 4 adet HES ve 7,5 MW kurulu güce sahip 1 adet JES santrali bulunuyor. Akçay HES (2020'den itibaren), Çaygören Hes, Tuzla JES (2021'den itibaren) YEKDEM tarifesinden yararlanamayacak olmasına karşın, Eğlence 1-2 HES santrallerinin 2023 yılına kadar ve 5 adet RES santrallerinin ise 2026 yılına kadar YEKDEM tarifesi üzerinden sözleşmesi bulunuyor. Halka arzdan elde edilmesi planlanan kaynak ile Enda'nın yeni kapasite yatırımları yaparak büyümesine devam etmesi öngörülmektedir. 2019 yılında 47mn dolar net satış hasılatı ve 37mn dolar FAVÖK (%79 FAVÖK marjı) açıklayan **Enda Enerji'nin, 2020 yılında 46mn dolar ciro ve 36.5mn dolar FAVÖK (%79 FAVÖK marjı) elde edeceği öngörülmüyor.**

### Standard Boksit ve Aciselsan büyüme destekliyor

20mnTL ödenmiş sermayesi ile %100 Verusa Holding'in çatısı altında bulunan Standard Boksit'in 7 farklı bölgede 19 boksit, 2 bakır ve 1 demir cevheri madeni bulunuyor. Şirket'in başta Tufanbeyli'de 6.4mn ton (%51.5 tenör), Akseki'de 13.3mn ton (%58.-68 tenör) ve Alanya'da 9.9mn ton (%52 tenör) olmak üzere toplamda 35.1mn ton boksit rezervi bulunuyor. Borçsuz bilanço yapısı ile henüz Verusa Holding finansallarına katkıda bulunamayan Standard Boksit'te, gerekli yasal düzenlemeler tamamlandıktan sonra, 3Ç20'den itibaren üretime başlanması hedefleniyor. **2020 yılında 500bin ton boksit üretimi ve satışı hedeflenirken, toplamda 20mn dolar satış geliri ve %73 FAVÖK marjı elde edilmesi öngörülmüyor.** Öte yandan, Denizli Acıpayam'da, 153.770 m2 sanayi alanı üzerinde kurulu, 8.843 m2 kapalı alanda selüloz üretimi yapan ve halka açık olarak faaliyet gösteren Aciselsan'ın kapasitesi 2019 yılı sonu itibarıyla 12.000 tona ulaşmıştır (2012: 4.000 ton). %75-80 bandında ihracat oranını yakalayan Aciselsan, 2019 yılında 43mnTL net satış hasılatı (+34.3 y/y), 5mnTL FAVÖK (+32.5 y/y) ve 9mnTL net kar (+13.3 y/y) açıklamıştır. **Şirket yönetimi 2020 yılında'da Aciselsan tarafında Covid-19 etkisine rağmen büyüme öngörüyor.**

### Covid-19 sürecinden sınırlı bir şekilde etkileniyor

Şirketin faaliyet gösterdiği sektörlerde, genellikle sözleşmeli satış veya defansif iş modeli yer alıyor. Buna ek olarak, hem konsolide hem solo bazlı sahip olduğu net nakit pozisyonu, şirketin Covid-19 sürecinde elini güçlendiriyor. Hatırlatmak gerekirse, **Verusa Holding'in 2019 yılsonu konsolide finansallarında 316mnTL net nakit, solo bazlı ise 5-10mn TL net nakit pozisyonu bulunuyor.**

### Yeni yatırımlar gündeme gelebilir

Şirket daha önce %72 oranında sahibi olduğu Verusatürk Girişim Sermayesi vasıtası ile yazılım sektöründe faaliyet gösteren ve 2018 yılında halka açılan Kafein Yazılım'a ortak olmuştu. 2019 yılında ise Kafein Yazılım paylarını satan Verusatürk, sahip olduğu net nakit pozisyonu ile teknoloji şirketlerine ya da başka sektörlerde yatırım yapabilir. Şirket uzun vadeli yatırımlarını Verusa Holding bünyesi altında gündeme alırken, görece daha kısa vadeli yatırımlarını Verusatürk Girişim Sermayesi altında gerçekleştiriyor.

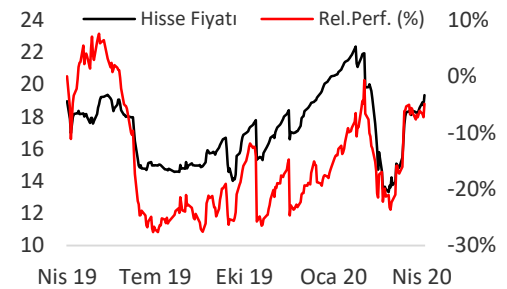
1 Mayıs 2020

Bloomberg/Reuters Kodu	VERUS TI / VERUS.IS
Hisse Fiyatı (TL)	19.40
Hedef Fiyat (TL)	-

Piyasa Değeri (mn TL)	1,358
Halka Açıklık (%)	27.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	22.36 / 13.30
Ort. Gün. İşlem Hacmi	0.9
Net Nakit (mn TL)	316
Firma Değeri (mn TL)	1,042

	2016	2017	2018	2019
Net Satışlar	95	86	96	82
% büyüme	5%	-10%	12%	-14%
FAVÖK	-7	-12	-1	2
% marj	-7%	-14%	-1%	2%
Net Kar	39	14	44	62
% marj	41%	17%	46%	75%
Özsermaye Kârlılığı	17%	6%	15%	17%
Kar Payı (Brüt mnTL)	0.34	0.15	0.02	0.03
% Kar dağıtım oranı	1%	1%	0%	0%
% Kar payı verimi	0.04%	0.0%	0.0%	0.0%

Çarpanlar				
F/K	34.8x	94.0x	31.1x	21.8x
FD/FAVOK	-170.1x	-90.1x	-1782.0x	609.0x
F/DD	5.7x	5.1x	4.2x	3.3x
	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBB</b>
Rel. Getiri	21%	12%	8%	19%
Mutlak	39%	-6%	14%	7%

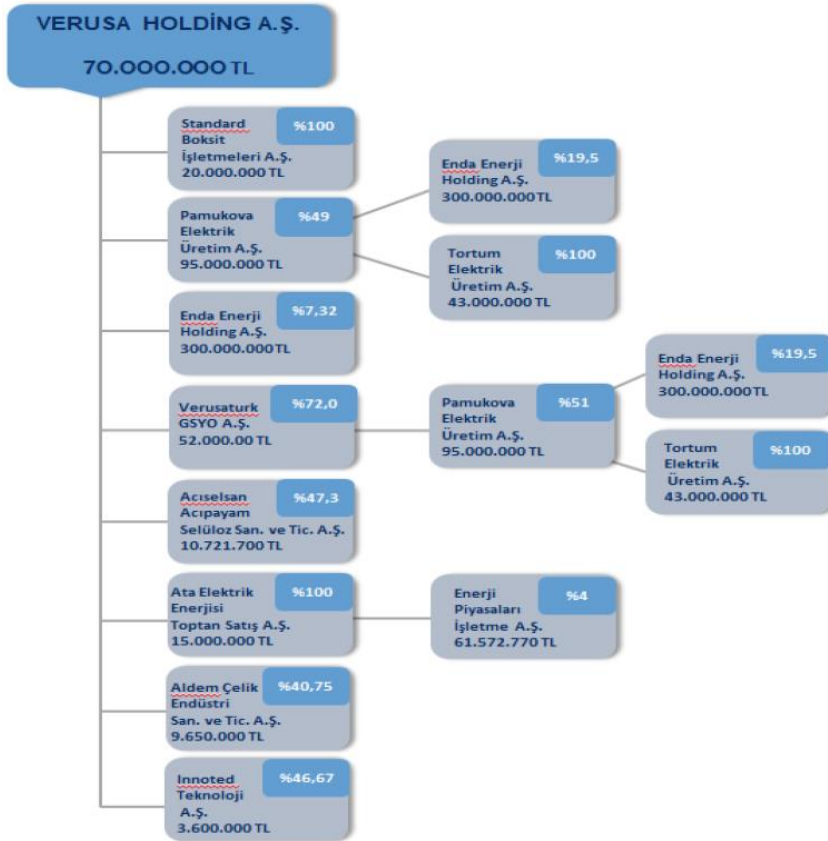


Oyak Yatırım Araştırma  
[research@oyakyatirim.com.tr](mailto:research@oyakyatirim.com.tr)

**ŞİRKET BİLGİSİ**

2006 yılında kurulan Verusa Holding, faaliyetlerini başta yenilenebilir enerji üretimi, maden ve girişim sermayesi olmak üzere bilişim teknolojileri, yazılım, kimya ve demir -çelik sektörlerinde her biri kendi alanında isim sahibi 10 şirketle sürdürmektedir. Holding'in sırasıyla %72 ve %47.3 oranında sahip olduğu Verusatürk Girişim Sermayesi ve Aciselsan Acıpayam Selülöz A.Ş.'nin payları Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

**Tablo 1: Holding İştirak Yapısı**



\*Kaynak: Verusa Holding

**Tablo 2: Ortaklık Yapısı**

Ortaklık Yapısı	Nominal (TL)	Oran (%)	Oy Hakkı (%)
Investco Holding	40,999,213	58.57	89.10
Ermington Overseas SA.	10,500,000	15.00	3.95
Diğer	18,500,788	26.43	6.96
<b>Toplam</b>	<b>70,000,000</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

\*Kaynak: KAP

Tablo 3: Şirket Finansalları

Gelir Tablosu (TRY mn)	2016	2017	2018	2019	2018/4Ç	2019/4Ç
Satışlar	95	86	96	82	12	16
Satışların Maliyeti	94	86	86	71	10	14
Brüt Kar	1	-1	9	12	2	2
Faaliyet Giderleri	9	13	12	12	4	2
Faaliyet Karı	-8	-14	-2	0	-2	0
<b>FAVÖK</b>	-7	-12	-1	2	-1	1
Diğer kar/zarar	57	42	63	89	29	34
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	5	6	5	1
Finansal Gelirler, Net	-4	-6	-14	-13	-1	-4
Vergi	-2	-2	1	-7	-5	-1
<b>Net Kar</b>	<b>39</b>	<b>14</b>	<b>44</b>	<b>62</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
Hisse Başı Net Kar	0.6	0.2	0.6	0.9	0.4	0.4
Hisse Başı Temettü	0.34	0.15	0.02	0.03		
Büyüme	2016	2017	2018	2019	2018/4Ç	2019/4Ç
Satışlar	5%	-10%	12%	-14%	-42%	29%
FAVÖK	-271%	89%	-95%	-393%	-67%	-147%
Net Kar	-16%	-63%	203%	42%	96%	3%
Bilanço (TRYmn)	2016	2017	2018	2019	2018/12	2019/12
Hazır Değerler & Menkul Kıymetler	4	3	8	39	8	39
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	11	9	17	20	17	20
Stoklar	0	4	7	6	7	6
Uzun Vadeli Varlıklar	48	65	106	124	106	124
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>304</b>	<b>340</b>	<b>403</b>	<b>491</b>	<b>403</b>	<b>491</b>
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	15	19	11	8	11	8
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	25	25	13	3	13	3
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	16	17	14	10	14	10
Diğer Yükümlülükler	64	75	77	85	77	85
Ödenmiş Sermaye	70	70	70	70	70	70
<b>Özkaynaklar</b>	<b>239</b>	<b>266</b>	<b>325</b>	<b>406</b>	<b>325</b>	<b>406</b>
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	304	340	403	491	403	491
<b>Net Borç/(Net Nakit)</b>	<b>-185</b>	<b>-222</b>	<b>-242</b>	<b>-316</b>	<b>-242</b>	<b>-316</b>
Rasyolar	2016	2017	2018	2019	2018/12	2019/12
Özsermaye Karlılığı	17.2%	5.7%	14.8%	17.0%	14.8%	17.0%
FAVÖK Marjı	-6.9%	-14.4%	-0.6%	2.2%	-0.6%	2.2%
Net Kar Marjı	41.1%	16.9%	45.7%	75.4%	45.7%	75.4%
Net Borç/Özkaynak	-0.8x	-0.8x	-0.7x	-0.8x	-0.7x	-0.8x
Net Borç/Düzl. FAVÖK	28.3x	18.0x	390.1x	-173.8x	390.1x	-173.8x
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	79%	78%	81%	83%	81%	83%
Cari Oran	5.9x	5.6x	10.7x	22.8x	10.7x	22.8x
Temettü Dağıtım Oranı	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%		

Kaynak: OyakYatırım

## Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönetime bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

## Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.