

Mühendislik ve Teknoloji

Kontrolmatik

Türkiye'nin İlk Büyük Ölçekli Enerji Depolama Yatırımı

Türkiye'nin ilk büyük ölçekli enerji depolama lisansı Kontrolmatik'in iştiraki olan Progresiva Enerji'ye verildi. Şirketten KAP'a yapılan açıklamaya göre Kontrolmatik'in bağlı ortaklıklarından Progresiva Enerji Yatırımlarına Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından, 20 yıl süreyle elektrik enerjisi ve/veya kapasitesi ticareti yapmak üzere Tedarik Lisansı verilmiş olup, Progresiva ESS-1 müstakil enerji depolama tesisine ilişkin olarak da Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) Yönetmeliği kapsamında bir yıl ve tesisinin inşası için de 18 aylık süre tanınmıştır. İstanbul Silivri'de kurulacak olan Lityum-lyon Enerji Depolama Tesisi, 250MW bağlantı gücüne ve 1 GWh toplam enerji depolama kapasitesine sahip olacaktır. Verilen lisans Türkiye'nin ilk büyük ölçekli enerji depolama lisansı olup, tesis devreye girdiğinde dünyadaki en yüksek kapasiteli enerji depolama tesisleri arasında yer alacaktır. Li-İon depolama birimleri ve sistemleri kullanılacak olan tesis öncelikle rüzgar ve güneş üreticileri olmak üzere yenilenebilir enerji sektörünün acil ihtiyacı olan etkin arz sunumu ve güvenliğini sağlayacak sistemleri kurmak üzere hazırlıklarını tamamlamıştır.

Enerji güvenliği yükselen jeopolitik riskler ile birlikte çok önemli hale gelmiştir. Geçtiğimiz günlerde Türkiye'de yaşanan enerji arz sorununa ek olarak yükselen bölgesel jeopolitik riskler enerji depolama sistemlerinin bir an önce kurulmasının önemi bir kez daha teyit etmiştir. İlgili devlet kurumlarının açıklamaları da enerji arz güvenliği için gerekli adımların ivedilikle atılacağını teyit etmektedir. Progresiva'nın kuracağı depolama tesisi tam kapasite devreye girdiğinde Trakya ve İstanbul bölgesinin (Anadolu yakası dahil) kurulu kapasitesinin yaklaşık %15'ini depolayabilecektir. Trakya ve İstanbul bölgesinin kurulu kapasitesinin (6.6 GW) yaklaşık %60'ının (4.2 GW) yenilenebilir enerji olduğu göz önüne alınırsa, Progresiva bu kapasitenin yaklaşık %25'ini depolayabilecektir. Trakya ve İstanbul bölgesi 2021 yıl sonu rakamları ile Türkiye'nin kurulu kapasitesinin %6.5'una sahipken, Türkiye'deki yıllık elektrik tüketiminin yaklaşık %20'sini yapmıştır (Tablo 2). Dolayısı ile Trakya ve İstanbul'un bir enerji depolama ihtiyacı hem güvenlik hem de finansal anlamda öne çıkmaktadır.

Kontrolmatik'in enerji depolama için yaklaşık 250 mn USD yatırım yapmasını beklemekteyiz. Güncel yüksek kapasiteli (utility scale) Li-İon batarya fiyatları ve tesisin devreye alınması için gereken diğer periferel yatırım tutarı hesaplamalarımıza göre 1GW kapasiteli bir depolama tesisi için 230-260 mn USD düzeyindedir. Diğer bir deyişle bu büyüklükteki bir depolama tesisi için 230-260 bin USD/MW bir yatırım gerekmektedir. Şirket yönetimi bu kapasitenin yarısının 2023 yılında, kalanını ise 2024 yılında işletmeye alınmasını hedeflemektedir. Şirketin bu yatırımı %75/%25 borç/öz kaynak oranı ile yapacağını varsayarak, gereken finansmanın (~180 mn USD) yeşil ve yenilenebilir enerji yatırımlarına uzun vadeli ve düşük faizli kaynak sağlayan uluslararası kalkınma bankaları tarafından ve/veya yeşil kredi sağlayan yerli ya da yabancı ticari bankalardan sağlanabileceğini ön görmekteyiz. Modelimize göre bu yatırım USD bazında yaklaşık 8-9 yılda geri dönüş sağlamaktadır (Tablo1).

Progresiva'nın tam kapasiteye geçeceği 2024 yılı sonunda yaklaşık 30 mn USD VAFÖK yaratmasını beklemekteyiz. Progresiva'nın gelirleri ana olarak aşağıdakilerden oluşacaktır: 1) TEİAŞ adına elektrik depolama (Primer ve Sekonder Frekans Kontrolü), 2) dengeleme (elektrik üreticileri), 3) elektrik alım-satım arbitrajı (elektrik üreticileri) ve 4) tersiyer frekans kontrolü (elektrik üreticileri). Beklediğimiz toplam gelirlerin yaklaşık yarısının frekans kontrol kalemlerinden, kalanının ise alım-satım gelirlerinden oluşacağını öngörmekteyiz. Tesiste kullanılacak olan Li-İon bataryalarının önemli bir bölümü halihazırda yatırıma başlanmış olup yıl sonunda üretime geçmesi planlanan Kontrolmatik'in iştiraki olan Pomega'dan tedarik edilecektir.

Kontrolmatik hissesi için hedef fiyatımızı 220 TL'den 320 TL'ye yükseltiyoruz. Bir önceki raporumuzda belirttiğimiz üzere enerji depolama işi şirket için oluşturduğumuz değerlendirme modeline dahil edilmemişti (Tablo 3). Lisansın alınması ve bunu takiben şirketin gerekli finansmanı bu yıl içinde sağlayacağını varsayarak enerji depolama işini modelimize dahil ettiğimizde şirketin 2023T ve 2024T VAFÖK'ü sırasıyla 1.7 milyar TL ve 2.3 milyar TL'ye yükselmektedir. Değerleme modeli tablosunda görüleceği üzere şirketin diğer iş kollarının değerlemelerinde bir önceki rapora göre bir değişiklik yapmıyoruz. Dolayısı ile şirket için ön gördüğümüz hedef piyasa değerindeki artışı tümü enerji depolama işinin değerlemeye dahil edilmesinden kaynaklanmaktadır. Enerji depolama işinin adil piyasa değerini 3.1 milyar TL olarak belirliyoruz. Bu değer enerji depolama işinin üretmesini beklediğimiz 2023T VAFÖK'üne göre 8.0x, 2024T VAFÖK'üne göre ise 5.0x çarpana karşılık gelmektedir.

Şirketin özellikle yeni girdiği iş kollarının (Li-İon batarya, enerji depolama ve IoT) önümüzdeki dönemde şirketin gelirlerinde ve VAFÖK'ünde çok hızlı bir büyümeye neden olacağına inanmaktayız. Dolayısı ile Kontrolmatik hisse fiyatında son 1 ayda görülen keskin yükselişe karşın yeni iş kollarının yaratacağı değer hala hisse

Kontrolmatik Özet Finansal Tahminler

	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Satışlar (milyar TL)	187	201	612	2,152	4,932	6,467	7,988	9,650
Toplam Satışlar (mn USD)	33	29	70	148	256	305	343	377
VAFÖK (milyar TL)	28	27	114	515	1,704	2,361	2,936	3,571
VAFÖK (mn USD)	5	4	13	36	89	112	126	139
Net Kar (milyar TL)	28	24	131	291	1,018	1,492	1,869	2,447
Net Kar (mn USD)	5	3	15	20	53	70	80	96
VAFÖK Marj (%)	14.8	13.3	18.6	23.9	34.5	36.5	36.8	37.0

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

AL

Hedef Fiyat: TL 320

Önceki Hedef Fiyat: TL 220

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	KONTR
Hisse Öneri	BUY
Hedef Fiyat (TL)	320
Hedef Getiri	%121
Hisse Fiyatı (TL)	144.8
52 hafta fiyat aralığı	50-145
Hisse Adedi (mn)	38.1
HAO	%24
Piyasa Değeri (TL mn)	5,511
Piyasa Değeri (USD mn)	385
Özkaynaklar (TL mn)	198
Net Borç (TL mn)	-171
3A OİH (USD mn)	10.6
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	%12
2021 Temettü Verimi (%)	%0.3

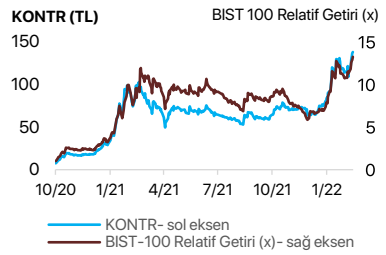
04-03-2022 gün sonu kapanış fiyatı ile

Değerleme Çarpanları

	Güncel	22T	23T
F/K (x)	40.2	18.1	5.2
FD/VAFÖK (x)	46.8	10.4	3.1
F/DD (x)	18.3	9.2	2.8
F/Satışlar (x)	8.6	2.4	1.1

Kaynak: INFO Araştırma tahminleri

Fiyat Performansı



INFO Araştırma Ekibi

Araştırma: +90 (212) 700-3769
research@infoyatirim.com.tr

Kurumsal Satış: +90 (212) 700-3770
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. Progresiva Finansal Tahmin Modeli

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Kurulu Depolama Kapasitesi (MWh)		500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Gece Depolanan Elektrik Miktarı (MWh)		500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Arbitraj Hacmi (MW/day)		500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Arbitraj Geliri (USD mn)		6.6	14.3	15.4	16.6	17.8	18.8	19.8	20.9	22.1	23.3	24.5	25.8
Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)		62.3	65.5	68.7	72.2	75.8	78.8	82.0	85.2	88.6	92.2	95.9	99.7
Elektrik Alış Maliyeti (USD/MWh)		26.0	26.2	26.5	26.8	27.0	27.3	27.6	27.8	28.1	28.4	28.7	29.0
Frekans Kontrol ve Dengeleme Gelirleri (USD mn)		7.5	15.5	15.9	16.4	16.9	17.4	17.9	18.4	19.0	19.6	20.2	20.8
Frekans Kontrol Gelirleri (USD 000/MWh)		15.0	15.5	15.9	16.4	16.9	17.4	17.9	18.4	19.0	19.6	20.2	20.8
Toplam Satışlar (USD mn)		14.1	29.8	31.3	33.0	34.7	36.2	37.8	39.4	41.1	42.9	44.7	46.6
Toplam SMM (USD mn)		4.7	9.6	9.7	9.8	9.9	10.0	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5	10.6
Brüt Kar (USD mn)	0.0	9.4	20.2	21.7	23.2	24.8	26.2	27.7	29.2	30.8	32.5	34.2	36.0
Brüt Kar Marjı (%)		66	68	69	70	72	72	73	74	75	76	77	77
Faaliyet Giderleri (USD mn)	1.0	1.3	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1	3.2	3.3	3.5	3.6	3.8	4.0
Faaliyet Giderleri/Toplam Satışlar (%)		9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
Faaliyet Kari (USD mn)	-1.0	8.1	17.5	18.8	20.2	21.7	23.1	24.5	25.9	27.3	28.8	30.4	32.0
Amortisman (USD mn)	1.3	12.5	12.5	12.5	12.5	12.6	12.6	12.6	12.6	12.7	12.7	12.7	12.8
VAFÖK (USD mn)	0.3	20.6	30.0	31.4	32.8	34.2	35.7	37.1	38.5	40.0	41.5	43.1	44.8
VAFÖK (USD/MWh)		41.2	30.0	31.4	32.8	34.2	35.7	37.1	38.5	40.0	41.5	43.1	44.8
Toplam Yatırım Giderleri (USD mn)	25.0	225.0	0.3	0.5	0.8	1.0	1.0	1.5	2.5	3.0	4.0	4.5	5.0
Başlangıç Yatırım Harcaması (USD mn)	25	225											
Ozkaynak	6	56											
UV Kredi Ana Para Kullanımı (USD mn)	19	169											
Kredi Borç Servisi (USD mn)	0	0	-2	-24	-24	-24	-24	-24	-24	-24	-24	-24	-24
Birikimli Toplam Borç Servisi (USD mn)	0	0	-2	-25	-49	-72	-96	-120	-143	-167	-191	-214	-238
													238
													63
													300
													8.4

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

Tablo 2. Trakya ve İstanbul Bölgesi Elektrik Kurulu Kapasitesi, Üretim ve Tüketim (2021 sonu)

	Kurulu Kapasite		Elektrik Üretimi		Elektrik Tüketimi	
	(MW)	Pay (%)	(GWh)	Pay (%)	(GWh)	Pay (%)
İstanbul	3,187	3.2	7,339	2.5	38,487	16.5
Avrupa Yakası	2,550	2.5	5,871	2.0	25,656	11.0
Anadolu Yakası	637	0.6	1,468	0.5	12,831	5.5
Tekirdağ	1,491	1.5	2,898	1.0	7,158	3.1
Edirne	150	0.2	536	0.2	2,077	0.9
Kırklareli	1,890	1.9	6,661	2.3	1,027	0.4
Trakya ve İstanbul	6,718	6.7	24,773	8.4	48,749	20.9
Türkiye Toplam	100,000		294,084		233,436	

Kaynak: EPDK, Enerji Atlası, INFO Araştırma Tahminleri

Tablo 3. Kontrolmatik Özet Finansal Tablolar

	Firma Değeri (FD)						Adil FD/VAFÖK (x)
	İNA (TL)	Ağırlık (%)	Benzer Şirket (TL)	FD/VAFÖK (x)	Ağırlık (%)	Adil FD (TL mn)	
Sistem Entegrasyon (SOE)	3,047	80	11,890	12.3	20	4,816	5.0
Li-Ion Batarya	2,202	80	4,320	14.6	20	2,626	8.9
IoT	2,917	100	-	-	-	2,917	14.8
Enerji Depolama	3,162	100	-	-	-	3,162	8.0
Toplam	11,328					13,520	9.3
				22T Net Borç (TL mn)		1,325	
				Hedef Piyasa Değeri (TL mn)		12,195	
				Hedef Fiyat (TL mn)		320	
				Hedef Getiri (%)		132	

Kaynak: EquityRT, Factset, INFO Araştırma Tahminleri

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

INFO Araştırma Ekibi

Serhan Gök– Araştırma Direktörü

Çağlar Toros– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist