

Şebnem Mermertaş
mermertass@tskb.com.tr
(212) 334 53 60

Yael Taranto
tarantoy@tskb.com.tr
(212) 334 52 75

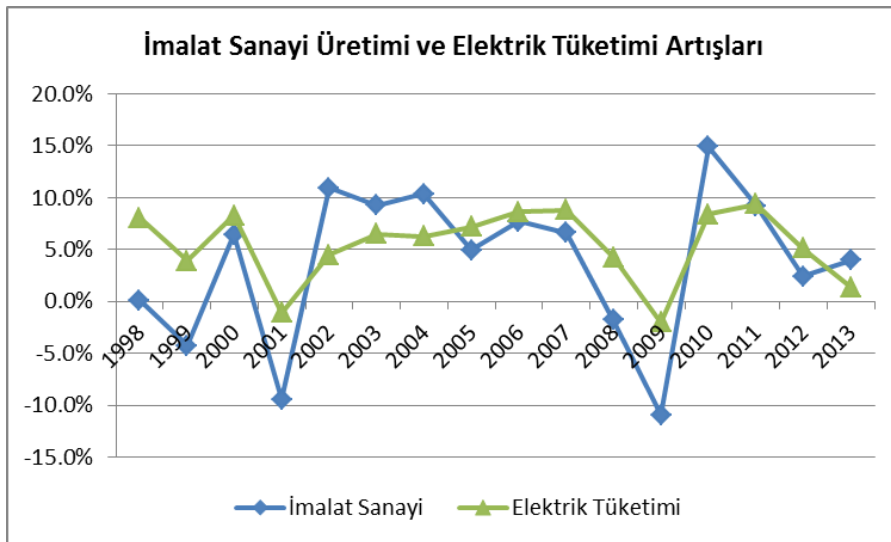
Elektrik Sektörü

Sektörde Son Gelişmeler ve Bilanço Beklentileri
13 Şubat 2014

	Fiyat	Hedef	Öneri
AKENR	1.04TL	1.30TL	İZLE
AKSEN	2.14TL	3.70TL	AL
BIST-100	64,514	75,000	

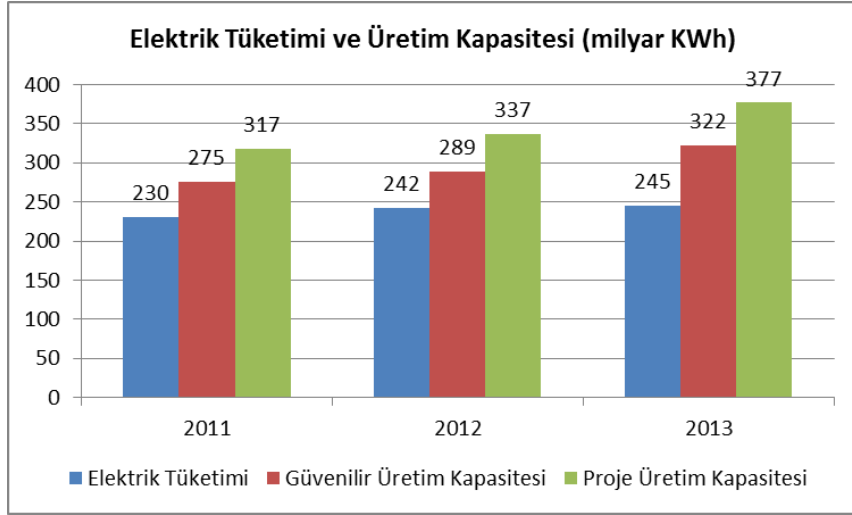
2013 Elektrik Üreticileri İçin Zor bir Yıl Oldu

2013 yılı elektrik tüketimi artışının beklentilerimizin bir hayli altında gerçekleştiği bir yıl oldu. 2013 yılında gerçekleşen %3,2 imalat sanayi üretimi artışı geçmiş trendler çerçevesinde %5-5,5 civarında elektrik tüketimi artışı beklentisini desteklemekteydi. Ancak 2013 yılında sanayi üretimindeki artışa rağmen elektrik tüketimi yalnız %1,4 oranında arttı. Böylece elektrik tüketiminde 2009 yılından bu yana en düşük artış oranı görülmüş oldu. 2013 yılında elektrik tüketimi 242,0 milyar kWh'ten 245,4 milyar kWh'e yükseldi.

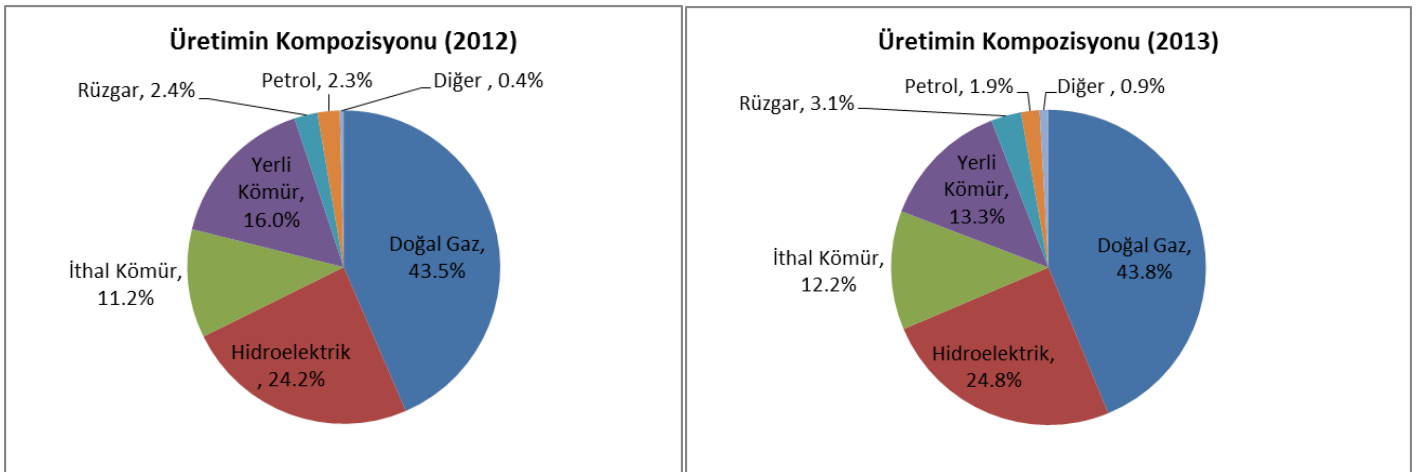


Elektrik tüketimi artışının beklentilerin altında gerçekleşmesinin önemli bir nedeni enerji yoğun sektörlerden demirçelikte, özellikle elektrikli ark ocaklarında yaşanan üretim kaybı oldu. Diğer sanayi sektörlerinden gelen talebin elektrik tüketimindeki artış hızını yukarı taşıyacak boyutta olmadığı düşünülüyor. Sanayideki tüketimin yanı sıra hizmet sektörlerinden ve konutlardan gelen ısıtma ve soğutma talebinin elektrik tüketimindeki önemi giderek artıyor. 2013 yılında bir önceki yıla kıyasla ılıman geçen kış ve yaz mevsimleri ısıtma ve soğutmadan kaynaklanan talebin azalmasına neden oldu.

2013 yılında elektrik talebindeki artış yavaşlarken, üretim kapasitesindeki artış hız kazandı ve sektörde önemli miktarda kapasite fazlası oluştu. 2012 sonunda 57,0 bin MW olan toplam kurulu güç 2013 sonunda %12,2 oranında artarak 64,0 bin MW'a ulaştı. 2013'te en fazla kurulu güç artışı 4,2 bin MW'la doğal gaz santrallerinde, ardından 2,7 bin MW'la hidroelektrik santrallerde oldu. Petrol bazlı sıvı yakıtlarla çalışan santrallerin kurulu gücü 0,7 bin MW azalırken, rüzgar santrallerinin kurulu gücünde 0,5 bin MW, diğer yenilenebilir kaynakların (biyokütle ve jeotermal) kurulu gücünde 0,2 bin MW, ithal kömür santrallerinin kurulu gücünde 0,1 bin MW artış oldu. Kurulu güçteki değişim sonucunda tahmini proje üretim kapasitesinin 336,6 milyar kWh'ten 376,7 milyar kWh'e, güvenilir üretim kapasitesinin 288,5 milyar kWh'ten, 322,1 milyar kWh'e ulaştığı tahmin ediliyor.

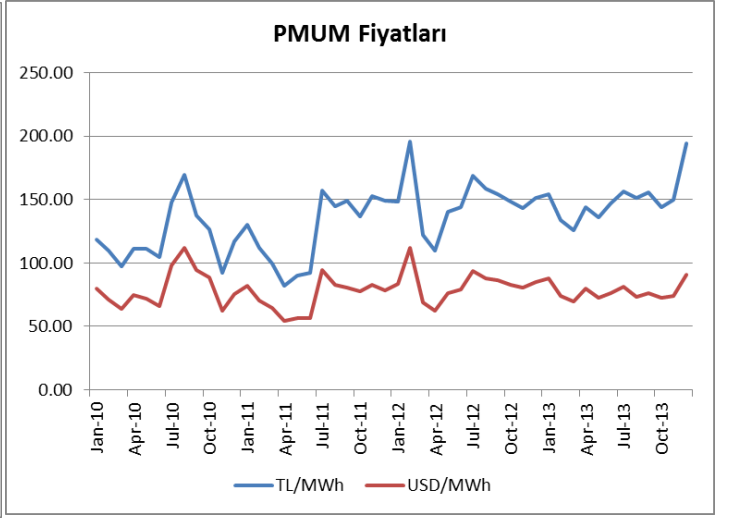
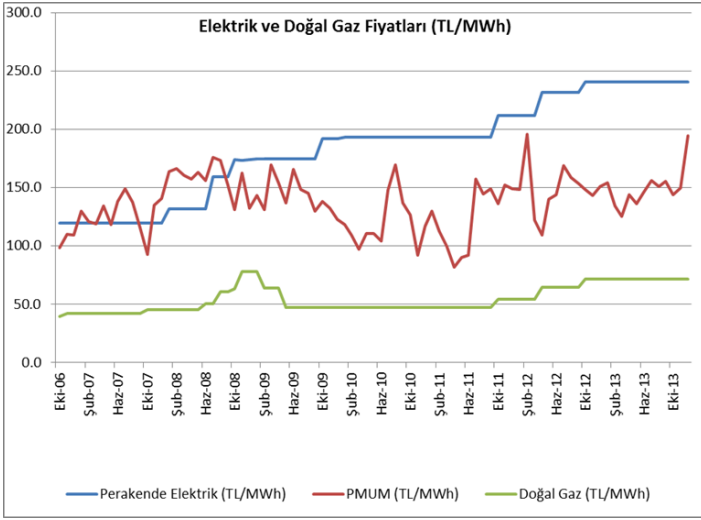


2013 yılında elektrik üretimi %0,09 oranında azalarak 239,3 milyar KWh seviyesinde gerçekleşti. Üretimin kaynak kompozisyonunda geçen yıla kıyasla büyük bir değişiklik görülmedi; doğal gaz %43,8'lik payla ilk sırayı alırken, ikinci sırada %24,8'le hidroelektrik, ardından %13,3'le yerli kömür ve %12,2'yle ithal kömür geldi. Kaynak kompozisyonunda 2012'ye kıyasla en belirgin değişiklik yerli kömürün payının %16,0'dan %13,3'e gerilemesi ve ithal kömürün payının bir puan artması oldu. Dikkat çeken diğer bir gelişme de rüzgarın üretimdeki payının ilk kez %3'ü aşması oldu. Özet olarak ithal kaynakların üretim içindeki payı %58, yerli kaynakların payı %42 olarak gerçekleşti.



2013 yılında PMUM'da ortalama elektrik fiyatı 2012'ye kıyasla %0,5 artış göstererek 149,3 TL/MWh seviyesinde gerçekleşti. Yılın ilk on bir ayında fiyatlar geçen yılki seviyenin yaklaşık %2 altında seyrederken, Aralıkta hava sıcaklığındaki ani düşüş ve ısıtma için doğal gaz talebindeki artış nedeniyle elektrik santrallerine doğal gaz verilememesi nedeniyle arz sıkışıklığı oluştu ve ortalama fiyat 194,4 TL/MWh seviyesine yükseldi. Diğer bir deyişle, Aralık ayındaki olağandışı yükseliş dışında 2013'te PMUM'da elektrik fiyatları düşüktü. Özellikle 2012 yılında BOTAŞ'ın doğal gaz tarifelerine yapılan artışların elektrik fiyatlarına eksik yansımaları doğal gazdan elektrik üreten santralleri olumsuz etkiledi. 2012 yılından bu yana doğal gaz fiyatları %50 artarken perakende elektrik tarifelerine yapılan artış %25, PMUM fiyatlarındaki artış %20 ile sınırlı kaldı. Diğer taraftan 2013 yılında doğal gaz toptan satış piyasasında BOTAŞ dışındaki özel sektör tedarikçilerinin payı arttı ve bu tedarikçilerin bir kısmı Gazprom'dan BOTAŞ'a kıyasla daha avantajlı fiyatla doğal gaz temin edebildikleri için elektrik üreticilerine indirimli gaz sağlayabildiler. Ancak, yılın ikinci yarısında artan döviz fiyatlarının BOTAŞ tarifelerine yansımaması özel doğal gaz tedarikçilerini rekabette zorladı ve elektrik üreticileri için indirimli gaz temini olanakları azaldı.

Elektrik üreten şirketler için diğer bir olumsuz etki yükselen kurlardan kaynaklandı. 2013'ün ikinci yarısından itibaren yükselen kurlar dövizle borçlanıp iç piyasada TL ile satış yapan üreticileri olumsuz etkiledi. Döviz kurundaki yükseliş nedeniyle PMUM'daki ortalama fiyat dolar bazında 83 USD/MWh seviyesinden 77 USD/MWh seviyesine geriledi.



2014 Daha İyi Olacak mı?

2014'te başta otomotiv olmak üzere sanayi üretiminde zayıflık beklentisi ve yılın ilk aylarında hava koşullarının ılıman olması elektrik talebinin zayıf seyretmesine neden olabilir. Ancak geçen yılın çok düşük tüketimleri bu yıl pozitif baz oluşturabilir. Yılın genelinde elektrik tüketiminin %4 civarında artabileceğini tahmin ediyoruz.

2014'te yerel seçimlerin ve ısıtma sezonunun bitmesinin ardından artan kurla birlikte doğal gaz alımında oluşan ek maliyetlerin BOTAŞ tarifelerine yansımaları bekleniyor. Toplamda yaklaşık %18 civarında tarife artışı beklentiler dahilinde.

2014'te elektrik üreticileri açısından gündeme gelen diğer önemli konu kuraklık ve hidroelektrik üretimde azalma olasılığı. Yine kuraklık yaşanan 2007-2009 döneminde hidroelektrik üretimin toplam üretim içindeki payı %17-18 seviyelerine gerilemişti.

Hem doğal gaz fiyatlarındaki artışlar, hem de hidroelektrik üretimin azalması olasılığı elektrik fiyatlarında artış potansiyelini beraberinde getiriyor. 2014 yılında toplamdaki kapasite fazlasının ve talepteki zayıflığın süreceği beklentisine rağmen PMUM'daki ortalama elektrik fiyatlarının 165-175 TL/MWh bandına yükselmesini bekleniyor.

Fiyatlardaki muhtemel yükselişin hidroelektrik dışındaki kaynaklardan üretim yapan üreticileri olumlu etkilemesi beklenirken kuraklık nedeniyle üretimleri azalacak olan hidroelektrik üreticilerinin fiyatlardaki artışa rağmen olumsuz etkilenmeyeceği düşünülüyor. Diğer taraftan doğal gazdan elektrik üretimi yapanların üzerindeki etki doğal gaz fiyatlarındaki artışın elektrik fiyatlarına ne ölçüde yansıtacağı ve hidroelektrik üretimdeki azalmanın boyutu ile orantılı olacak.

Ak Enerji

Hisse bilgileri

Hisse kodu	:	AKENR
Son Fiyat	:	1.04TL
Hedef fiyat	:	1.30TL
Getiri potansiyeli	:	25.0%
Hisse sayısı (adet)	:	729,164,000
Piyasa değeri (mn \$)	:	346
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)	:	0.67

52-Hafta Fiyat aralığı	Yüksek	Düşük
TL	1.82	- 0.95
\$	1.01	- 0.43

Performans (%)	1 ay	3 ay	YBB
TL	-8.0	-13.3	-13.3
BIST-100'e göre	-3.1	-3.4	-8.9

*Yılbaşından Beri

Finansal Performans

milyon TL	2011	2012	2013T
Net Satış	560	802	751
FVAÖK	106	144	161
Net Kar	-211	79	-141

Değerleme

	2011	2012	2013T
F/K (x)	(3.6)	9.6	(5.4)
PD/DD (x)	1.4	0.8	0.9
FD/Satışlar (x)	4.2	2.9	3.1
FD/FVAÖK (x)	22.3	16.5	14.7

Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay (%)
Akkök Grubu	37.4
CEZ A.Ş.	37.4
Halka açıklık	25.3

Ak Enerji 2005'te Çınarcık Barajı ve Uluabat HES projesi ihalesini kazandıktan sonra hızlandırdığı yatırımlarla tamamen doğalgaza dayalı olan santral portföyünü yeniden yapılandırarak son durumda %60'ını yenilenebilir kaynaklara dayalı hale getirdi. Şirketin Eylül 2013 sonu itibarıyla kapasitesi 647,5MW seviyesinde bulunuyor.

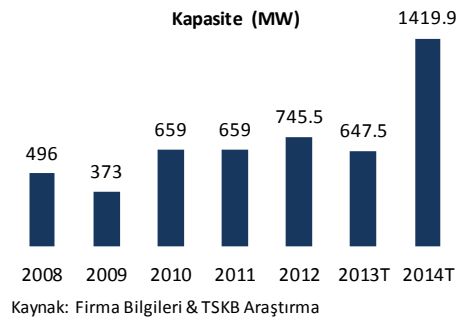
Ak Enerji 2012 sonunda 98MW kapasiteli ve toplam üretimi içinde %14 paya sahip olan Çerkezköy santralını ekonomik verimliliği düştüğü için kapattı. Kapasitesindeki düşüş, sektördeki talep daralması, ılıman yaz ve kış koşulları nedeniyle 2013 yılında satışlarının %13 düşüşle 4,3 milyar kWh, cirounun %6 düşüşle 751mn lira olacağını tahmin ediyoruz.

Şirket ekonomik değerlendirmesi sonucunda 127,6MW kapasiteli Kemalpaşa santralını Şubat 2014'te kapatmayı planlıyor. Bu durumda kapasitesi 520MW'a gerileyecek. Hatay'da devam eden 900MW kapasiteli doğalgaz çevrim santrali yatırımı 2014'ün 3. çeyreğinde devreye alınarak, kapasitesini 1420MW'a yükseltecek. Yani bu yatırım Ak Enerji'de üç kat büyüme potansiyeli vaat ediyor. Yatırımın 930mn dolar olması beklenen maliyetinin 651mn dolarlık kısmı Türk bankalar konsorsiyumundan sağlanmış durumda olup, kalanı şirketin öz kaynaklarından karşılanacak.

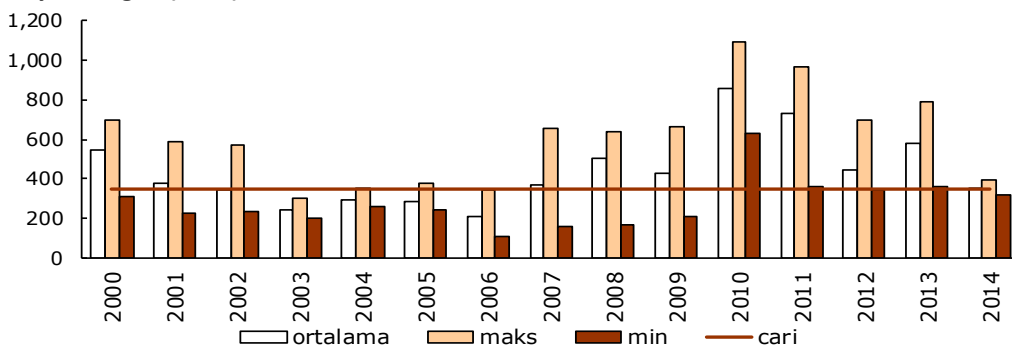
Doğalgaz santrallerinin üretimi içindeki payının %55'ten %38'e gerileyeceğini, yenilenebilir kaynaklara dayalı üretimin payının artacağını, bunun şirketin marjlarına pozitif yansıtacağını düşünüyoruz. 2013'te brüt kar marjının %17,3'ten %19,6'ya, FVAÖK marjının %17,9'dan %21,5'e yükseleceğini hesaplıyoruz. Şirketin 1,6 milyar liralık net borç pozisyonunun tamamının döviz cinsinden olmasına karşılık, türev işlemler ve bankalarla kur riski sınırlandırmaya yönelik yaptığı anlaşmalarla kur farkı giderlerini kontrol altında tuttuğunu tahmin ediyoruz. Yılın 3. çeyreğinde 60mn lira olan net kur farkı giderinin, son çeyrekte de bu seviyeye yakın gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ak Enerji'nin 2013'ü 141mn lira zararla kapatacağını tahmin ediyoruz.

Şirketin üretim portföyünü ağırlıklı olarak yenilenebilir kaynaklara bağlı yapmasının maliyet avantajı sağlayacağını düşünsek de 2014'te olası kuraklığın olumsuzluk yaratabileceğini tahmin ediyoruz. Şirketin hidroelektrik santrallerinin ortalama kapasite kullanımı 2013'ün 9 aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla %43,56'dan %42,82'ye gerilemişti. 2014'te kapasite kullanımında talep koşullarının yanı sıra su durumu da etkili olacaktır.

Hisse yılbaşından beri %14 düşüşle BIST-100'ün %9,5 altında performans gösterdi. Şirketin piyasa değeri 341mn dolar ile son 4 yılın en düşük seviyesinde olsa da, 2014'teki üretim seviyesine yönelik riskler ve Aksa Enerji'ye göre çarpanlarının yüksek görünmesinden dolayı İZLE önerisinde bulunuyoruz.



Piyasa Değeri (mn \$)



Aksa Enerji

Hisse bilgileri

Hisse kodu	:	AKSEN
Son Fiyat	:	2.14TL
Hedef fiyat	:	3.70TL
Getiri potansiyeli	:	72.9%
Hisse sayısı (adet)	:	613,169,118
Piyasa değeri (mn \$)	:	599
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)	:	2.26

52-Hafta Fiyat aralığı	Yüksek	Düşük
TL	5.17	- 2.05
\$	2.85	- 0.92

Performans (%)	1 ay	3 ay	YBB
TL	-13.0	-21.9	-17.1
BIST-100'e göre	-8.4	-13.0	-12.8

*Yılbaşından Beri

Finansal Performans

milyon TL	2011	2012	2013T
Net Satış	1,307	1,841	1,814
FVAÖK	292	323	318
Net Kar	-124	230	-109

Değerleme

	Cari PD ile		
	2011	2012	2013T
F/K (x)	(10.5)	5.7	(12.0)
PD/DD (x)	1.9	1.2	1.3
FD/Satışlar (x)	2.1	1.5	1.5
FD/FVAÖK (x)	9.3	8.4	8.6

Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay (%)
Kazancı Holding	61.9
Goldman Sachs	16.6
Halka açıklık	21.5

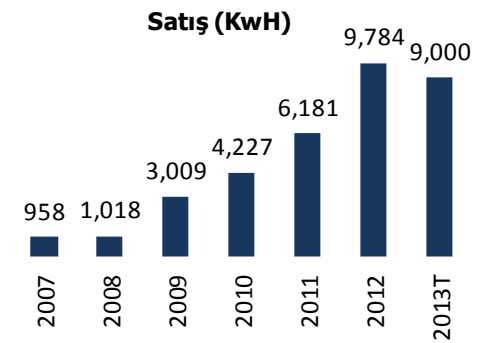
Aksa Enerji 2007'den itibaren hızlandırdığı kapasite yatırımlarının satışlarına tam olarak yansımaları 2012'de yaşadı. 2007-2012 döneminde satışları 958mn Kwh'den 9,8 milyar Kwh'ye yükseldi. Bu dönemde kapasitesini 318MW'tan 2048'e MW'a yükseltti. Eylül 2013 sonu itibarıyla kapasitesi 2052MW seviyesinde bulunuyor.

Şirket yönetimi KAP açıklamasında 2013'te sektördeki talep daralması, aralıktaki yaşanan doğalgaz kesintileriyle düşen kapasite kullanımı ve Suriye'ye ihracatın olmaması nedeniyle 2012'ye göre %8 düşüşle yaklaşık 9 milyar Kwh satış yapıldığını açıklamıştı. Satış miktarındaki düşüşe ve serbest piyasada fiyatların 2012'yle aynı seviyede olmasına rağmen, satışlarının %65-%70'ini fiyatı garantilenmiş ikili anlaşmalarla yapması sayesinde cirosundaki düşüşün %1,4'le sınırlı kalacağını hesaplıyoruz. Şirketin 2013 cirosunun 1,8 milyar lira olacağını hesaplıyoruz.

Brüt kar marjının %13, faaliyet kar marjının %12 ile 2012 seviyesinde olacağını, FVAÖK marjının satış miktarındaki düşüş nedeniyle %18,7'den %17,5'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2013'te FVAÖK rakamının %1,6 düşüşle 317mn lira olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

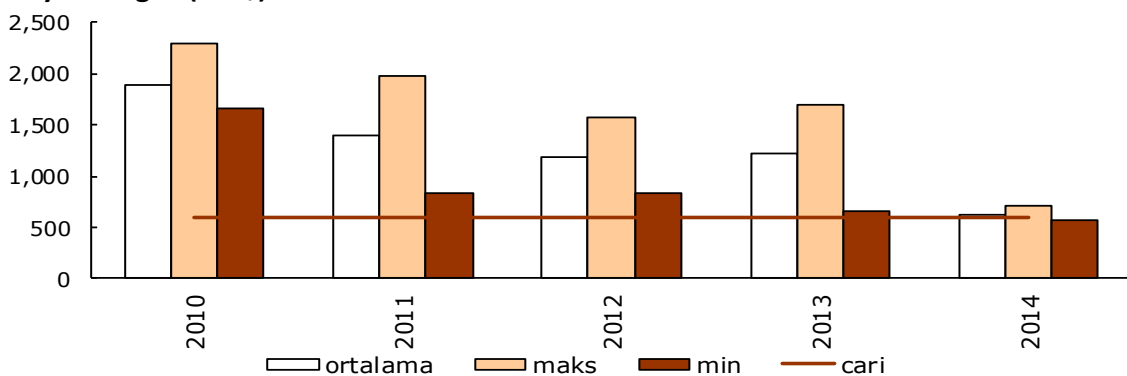
Aksa Enerji'nin Goldman Sachs'a hisse satışıyla özsermayesini güçlendirmesi ve Kazancı Holding'in hisse satışından elde kaynakla şirkete borçlarını ödemesiyle şirketin borçluluğunda iyileşme izlendi. 2012 sonunda 1,55 milyar lira olan net borcu Eylül 2013 sonunda 1,4 milyar liraya geriledi. Öte yandan şirketin Eylül sonunda 1,2 milyar lira olan açık pozisyonu dolar/TL'nin %4,5 değer kaybettiği son çeyrekte kur farkı giderlerinde artışa neden olabilir. Bu nedenle şirketin yılı 107mn lira zararla kapatacağını tahmin ediyoruz.

2014'te şirketin kapasitesinin 200 MW artışla 2295MW'a yükselmesi hedefleniyor. Bu artışın 135MW'lık kısmının Bolu/Göynük'te yapılmakta olan yerli linyite dayalı santralının ilk fazının devreye girmesiyle sağlanması bekleniyor. Yerli kaynağa dayalı olduğu için maliyet avantajı sağlaması beklenen bu santralın kalan 135MW'lık kapasitesinin de 2015 başında aktif hale gelmesiyle şirketin karlılığına ve FVAÖK rakamına ciddi bir pozitif etki yaratması beklenebilir. Yenilenebilir kaynaklara dayalı üretimin artmasıyla 2014 FVAÖK rakamında yaklaşık %10 artış hedefleyen Aksa Enerji için önerimizi İZLE'den AL'a çekiyoruz. Hisse yılbaşından beri %17 geriledi ve endekse göre %13 daha kötü performans gösterdi. 2013 için zarar beklentisini fiyatlandığını düşünüyoruz.



Kaynak: Firma Bilgileri & TSKB Araştırma

Piyasa Değeri (mn \$)



Piyasa Verileri				
	Ödenmiş Sermaye (TL) 2/12/2014	Fiyat (TL) 2/12/2014	Piyasa değeri (TL)	Piyasa değeri (\$)
SEKTÖR			2,070,512,473	944,447,600
AKENR	729,164,000	1.04	758,330,560	345,906,381
AKSEN	613,169,118	2.14	1,312,181,913	598,541,218

Tahminler								
	Net kar (2013T,TL)	Defter değeri (2013T, TL)	Net Borç (2013/9, TL)	Firma Değeri (TL)	Net satış (2013T, TL)	FVAÖK (2013T, TL)	Kapasite (2013T, MW)	Satış (000 kWh) 2013T
SEKTÖR	-250,589,240	1,826,611,901	3,017,738,409	5,088,250,882	2,565,263,004	478,656,373	2,700	13,272,813
AKENR	-141,113,283	819,755,678	1,607,370,254	2,365,700,814	751,106,685	161,134,976	648	4,272,813
AKSEN	-109,475,957	1,006,856,223	1,410,368,155	2,722,550,068	1,814,156,319	317,521,397	2,052	9,000,000

Çarpanlar						
	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/N.Satış	FD/Kapasite	FD/Satış Miktarı
SEKTÖR	-8.3	1.13	10.6	1.98	1.88	383.36
AKENR	-5.4	0.93	14.7	3.15	3.65	553.66
AKSEN	-12.0	1.30	8.6	1.50	1.33	302.51

