

Sektörün en büyük beklentisi Elektrik dağıtım ihaleleri...

07 Haziran 2006

Türkiye’de elektrik enerjisi sektörüne bakıldığında, kamu şirketlerinin elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımını ile elektrik sektöründe tam kontrole sahip olduğu görülmektedir. Elektrik fiyatları bugün sektörde kamu şirketi olan TEDAŞ tarafından belirlenirken, yine bir devlet kuruluşu olan BOTAŞ ise doğal gaz fiyatlarını ve ithalatını kontrol etmektedir. Dolayısıyla bu durum sektördeki tüm şirketlerin hem satış gelirleri hem de maliyetlerinin devletin kontrolü altında olması anlamına gelmektedir.

Sektörün bugün itibariyle elektrik üretim kapasitesi 38,984 MW seviyesinde bulunurken, bunun %48.2’si Türkiye Elektrik Üretim A.Ş.’ye ait bulunmaktadır. Yap-İşlet santralleri toplam kapasitenin %15.7’sini oluşturmakta, özelleştirme kapsamındaki santraller ise %4.3 seviyesinde bulunmaktadır.

KURULUŞLAR	TOPLAM (MW)	Kuruluş Payı (%)
Elektrik Üretim A.Ş.	18,801	48.2
EÜAŞ’a Bağlı Ortaklık Santralleri	2,154	5.5
Özelleştirme Kapsam ve Programındaki Santraller	1,680	4.3
İşletme Hakkı Devir Santralleri	650	1.7
Mobil Santraller	722	1.9
Yap-İşlet Santralleri	6,102	15.7
Yap-İşlet-Devret Santralleri	2,449	6.3
Serbest Üretim Şirketleri Santralleri	2,365	6.1
Otoprodüktör Santralleri	4,061	10.4
TOPLAM	38,984	100

Kaynak:TEİAŞ

Sektördeki son dönemlerdeki en büyük beklenti elektrik dağıtım özelleştirmeleri olmuştur. Elektrik dağıtım şirketlerinin özelleştirilmesine imkan tanıyan Elektrik Piyasası Kanunu’nda değişiklik yapan yasa tasarısı, Meclis’te Mayıs ayı içerisinde yasalaşmıştır. Bununla birlikte sektörün uzun zamandır beklediği elektrik dağıtım ihalelerine önümüzdeki dönemler içinde başlanılması beklenmektedir. Bu durum ise sektöre bağlı beklentileri artırmıştır. Ancak ihalelere çıkılması ile ilgili olarak net bir zaman şu an için belli değildir.

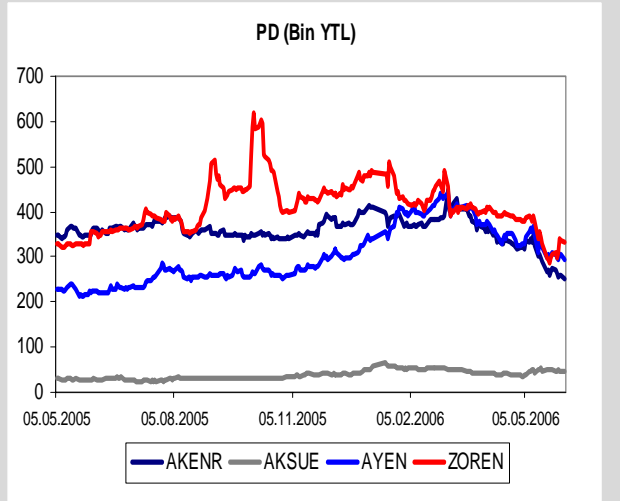
Kapsam Altındaki Şirketler

Şirket	Reuters Kodu	Öneri
Ak Enerji	AKENR.IS	SAT
Aksu Enerji	AKSUE.IS	TUT
Ayen Enerji	AYEN.IS	TUT
Zorlu Enerji	ZOREN.IS	SAT

Hisse Performans

5.04

Şirket	1 Ay	3 Ay	YGB	İMKB Rel.
AKENR	-25.0%	-34.9%	-37.0%	-34.0%
AKSUE	18.1%	-15.8%	2.1%	6.9%
AYEN	-14.2%	-33.2%	-9.9%	-5.5%
ZOREN	-13.9%	-27.1%	-2.5%	-27.6%

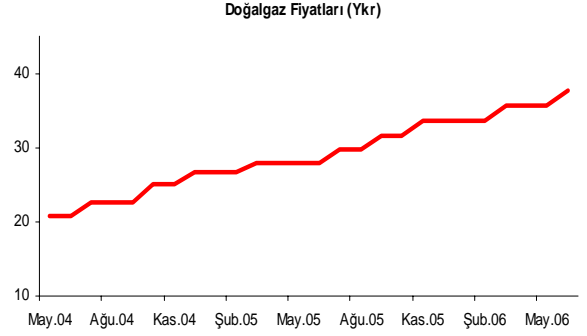
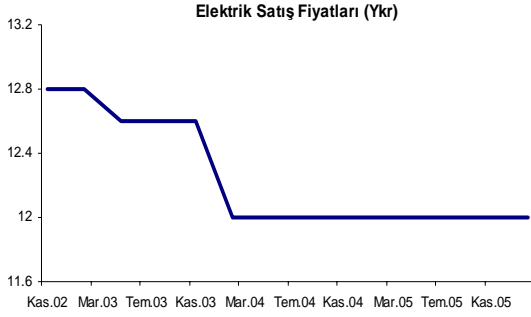


UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Finansallar (Bin YTL)					Marjlar						
Şirket	İMKB Kodu	Satış Gelirleri			Net Kar			FAVÖK Marjı		Net Kar Marjı	
		2005	2006T	Değ.	2005	2006T	Değ.	2005	2006T	2005	2006T
AK ENERJİ	AKENR	402,609	462,334	15%	-79,091	-123,075	56%	-	-	-	-
AKSU ENERJİ	AKSUE	1,456	1,598	10%	-551	-124	-	14.8%	4.6%	-	-
AYEN ENERJİ	AYEN	81,644	109,216	34%	4,897	2,714	-45%	59.8%	56.2%	6.0%	2.5%
ZORLU ENERJİ	ZOREN	215,378	302,218	40%	4,448	-12,356	-	6.3%	3.2%	2.1%	-

Genel Beklentiler ve Riskler

Elektrik sektöründeki bu aşamada en büyük sorun elektrik fiyatlarının son iki senedir sabit tutulması olmuştur. 2002 yılından 2004 yılına kadar %6 seviyesinde düşen elektrik fiyatlarına, 2004 yılından bu yana ise artış yapılmamıştır. Ancak, buna rağmen özellikle doğal gaz ile üretim yapan santrallerin ana maliyet kalemini oluşturan doğal gaz fiyatları ise petrol fiyatlarına paralel olarak artış göstermektedir. Doğal gaz fiyatlarına 1 Haziran 2006 tarihinden geçerli olmak üzere %5.6 oranında zam yapılmasının ardından, doğal gaz fiyatlarındaki artış YS05'e göre %12, son iki yılda yapılan artış ise %82 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum ise özellikle doğal gaz çevrim santrallerine sahip şirketlerin maliyetlerini oldukça artırmış ve şirketlerin karlılıklarını olumsuz etkilemiştir.



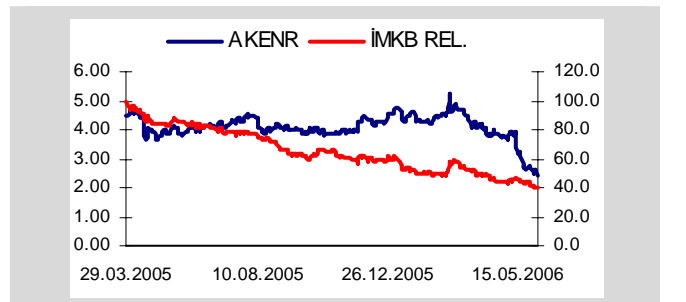
Kaynak: TEDAŞ, BOTAŞ

Türkiye'de doğal gazın büyük bir kısmı ithal edilmektedir. Dolayısıyla yurtdışı piyasalardaki artışa paralel olarak da hükümet doğal gaz fiyatlarını arttırmak zorunda kalabilmekte ancak, elektrik fiyatlarında ise daha çok popülist davranabilmektedir. Bu durumun devam etmesi halinde mevcut durumun daha da kötüleşeceğini, özellikle otoprodüktör şirketlerinin zararlarının daha da artacağını düşünüyoruz.

Elektrik Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan yasa tasarısının yasallaşmasının ardından 20 elektrik dağıtım bölgesinin özelleştirmelerine önümüzdeki dönemlerde başlanılacaktır. İhalelerin başlaması ve devirlerin gerçekleşmesi ile birlikte elektrik sektöründe tam bir serbest piyasa oluşması hedeflenmektedir. Bu durumun gerçekleşmesi şirketlere yönelik beklentileri de artırmıştır. Özelleştirme ihalelerine büyük holdinglerin yanı sıra yabancı şirketlerin de ilgisi bulunmaktadır. Bu bakımdan, ihale sürecinde gerek ortaklık görüşmeleri ve gerekse de oluşacak rekabetin sektörü olumlu yönde etkilemesini bekliyoruz. Ancak, ihalelerle ilgili net bir tarihin henüz belli olmamasının da belirsizliği artıracığını düşünüyoruz.

ŞİRKETLER İLE İLGİLİ GELİŞMELER

AK ENERJİ: (SAT) 2005 Mayıs ayında devreye aldığı İzmir Kemalpaşa Santrali sonrasında toplam 12 santralde 541 MW elektrik ve 1107 ton/saat buhar üretim kapasitesine sahip olan Akenerji, 2005 Nisan ayında yapılan ihalelerde toplam kurulu gücü 179 MW olan iki adet Hidro elektrik santralini bünyesine katmıştır. Bu santrallerdeki yatırımların tamamlanması sonrası kapasitesini yaklaşık %33 artıracak olan Akenerji'nin bu durum net satışlarına olumlu yansıtacaktır.

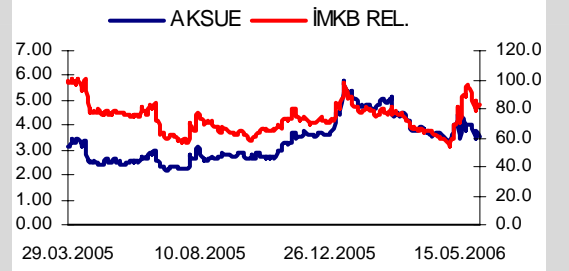


Enerji Sektörü – Haziran 2006

Ancak, ihaleler ile ilgili olarak Danıştay'ın 2006 Mart ayında yürütmeyi durdurma kararı vermesi de hisse üzerinde sıkıntı yaratırken, bu durum ile ilgili olarak çıkabilecek sorunların hisse senedi üzerinde baskıyı artırdığını düşünüyoruz. Tüm santralleri doğal gaz ile üretim yapan Akenerji son zamanlarda doğal gaz fiyat artışlarından oldukça olumsuz etkilenmiştir. Son dönemlerde artan doğal gaz fiyatlarına rağmen elektrik fiyatlarına herhangi bir ayarlama yapılmaması şirketin esas faaliyetlerinden zarar etmesine neden olmuştur. Akenerji'nin ilk çeyrekte zararı 49 milyon YTL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin son dönemlerde süren mali tablolarındaki olumsuz görünümün 2006 yılının ilk çeyreğinde de sürmesi nedeniyle, şirket esas faaliyetlerinden kar kaydedinceye kadar şirket hisselerine yatırım yapılmasını önermiyoruz.

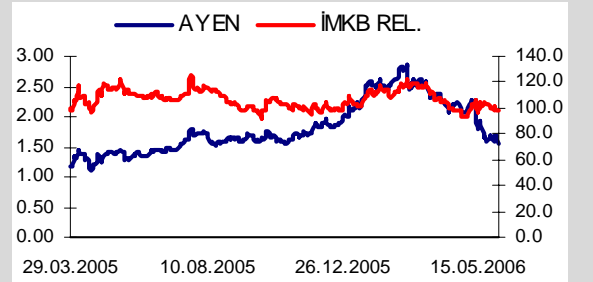
AKSU ENERJİ: (TUT) Toplam kurulu gücü 13 MW olan hidro elektrik santraline sahip olan şirket, genelde su debisinin yoğun olduğu dönemlerde üretim yapabilmektedir. Mevsimsel olarak Ağustos ve Eylül aylarında tarım alanlarının sulama faaliyetleri nedeniyle su debisinin düşük seviyede olması şirketin üretim miktarlarının az olmasına neden olabilmektedir. Şirket, diğer yandan toplam kurulu gücü 104 MW olan Göltaş Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin %25.45'ine sahip bulunmaktadır.

Buna göre cari piyasa değeri 27 milyon dolar seviyesinde bulunan şirketin hedef piyasa değerini 35 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Ancak Egebank'ın alacakları nedeniyle Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu şirketin iştiraki Göltaş Enerji'yi devralmıştır. Bu durumla ilgili ortaya çıkabilecek yasal zorluklar, buna ek olarak Aksu Enerji'nin TETAŞ ile enerji satış tarifesine ilişkin süren davaların şirket hisseleri üzerinde baskı oluşturduğunu gözönüne alarak, şirket hisselerine TUT önerisi vermekteyiz.



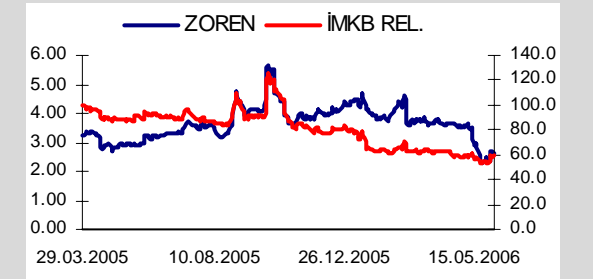
AYEN ENERJİ: (TUT) Hem doğal gaz kombine hem de hidro elektrik santrali olmak üzere toplam 4 santralde faaliyet gösteren şirketin toplam kurulu gücü 234,6 MW seviyesinde bulunmaktadır. Şirket toplam kapasitesinin 193,6 MW'lık kısmını hidro elektrikten elde ederken, geri kalan kısmını ise doğalgaz çevrim santralinden elde etmektedir. Ayen Enerji'nin kapasitesinin büyük bir çoğunluğunun hidro elektrik ile olması şirketi, diğer elektrik şirketlerine kıyasla üretiminin kesintisiz devamı ve maliyet açısından avantajlı kılmıştır.

Cari piyasa değerine göre 186 milyon dolar seviyesinde işlem gören Ayen Enerji'nin hedef piyasa değerini 205 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Cari piyasa değerine göre %10 prim potansiyeli taşıdığını düşündüğümüz şirket ile ilgili olarak TUT önerisi veriyoruz.



ZORLU ENERJİ: (SAT) Zorlu Holding bünyesinde faaliyet gösteren şirket, 2005 yılı içinde faaliyete soktuğu yeni santraller sonrası 2004 yılı sonunda 211 MW olan kurulum gücünü 2005 yılında toplam 420 MW seviyesine çıkarmıştır. Zorlu Grubu'nun, Denizbank'ı satmasının ardından ağırlıklı olarak enerji sektörüne ağırlık vereceğini açıklaması şirkete yönelik beklentileri artırmıştır. Ancak şirketin tüm santralleri doğal gaz ile çalışmakta ve dolayısıyla doğal gazdaki artışlardan birebir olarak etkilenmektedir.

2006 ilk çeyrek itibariyle artan maliyetler sonrasında 10.8 milyon YTL zarar açıklayan şirketin doğal gaz fiyatlarındaki artışın sürmesi ile birlikte maliyetlerinin karlılığına olumsuz yansımaya devam edeceğini düşünüyoruz. Cari piyasa değeri 210 milyon dolar seviyesinde bulunan şirketin hedef piyasa değerini 230 milyon dolar seviyesinde hesaplıyoruz. Ancak, Zorlu Enerji'nin cari piyasa değerine göre ucuz olmasına karşılık, olumsuz mali yapısı nedeniyle alım önermiyoruz.



Değerleme Özeti (05/06/2006)

(YTL) Şirket	Fiyat	PD	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K		PD/Ciro		Hedef Değer(YTL)	Prim Pot. %	Öneri
					2005	2006T	2005	2006T			
AKENR	3.84	250,906	0.57	-	-	-	0.62	0.54	-	-	SAT
AKSUE	5.60	38,628	1.40	416.88	-	-	26.52	24.17	53,280	37.9%	TUT
AYEN	2.47	295,437	1.41	41.24	60.33	108.86	3.62	2.71	319,854	8.3%	TUT
ZOREN	4.08	333,195	1.11	120.94	74.90	-	1.55	1.10	-	-	SAT

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.