

# STRATEJİ

AK ENERJİ

8 Kasım 2002

**Ak Enerji'nin net karı 2002 ilk 9 ayı sonunda kur farkı gelirlerinin azalması ile 2001/09'a göre önemli ölçüde geriledi.** Bu dönemde operasyonel karlılığın göstergesi olan faiz vergi amortisman öncesi kar (FVAÖK) marjı %10,0'den %17,4'e artarken, faaliyet dışı net gelirlerin \$141,9 milyon'dan \$34,3 milyon'a inmesi net karın \$88 milyon'dan \$24,6 milyon'a gerilemesinde en önemli rolü oynadı.

**Üretim ve Satışta miktar bazında artış...** 2002 yılının ilk 9 ayı sonunda Ak Enerji'nin elektrik satışları %17,5 artış gösterirken, buhar satışları da %37,4 arttı. Bu dönemde, işletmeye alınan 20\*5 projesi santrallerinin sağladığı üretim artışı etkili olmuştur. 2002 yılında elektrik fiyatlarındaki artışın da etkisi net satışlar ilk 9 ayın sonunda \$102 milyon'dan \$145,2 milyon'a yükseldi.

**Düzeltilmiş brüt kar marjı ve FVAÖK...** Bu dönemde amortimandan ayıklanmış net Satılan Malın Maliyetinin satışların altında arttığını görüyoruz. Son 1 yılda elektrik satış fiyatlarındaki artışın doğalgaz'ın önüne geçmesi ile düzeltilmiş brüt kar marjı geçmiş seneye göre ilerleme kaydetmiştir.

Faaliyet giderlerinin payının bir miktar düştüğü ilk 9 ayın sonunda Ak Enerji'nin faiz vergi amortisman öncesi karı ise \$25,2 milyon ile geçmiş seneye göre önemli bir büyüme kaydetmiştir. 2002 yılı çeyrekler itibariyle değerlendirildiğinde üçüncü çeyreğin elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki değişim ile daha az karlı geçtiği görülmektedir.

Sonuç olarak doğalgaz (maliyet) elektrik fiyatlarının (satış) değişimi arasındaki makasın açılması ya da kapanması Ak Enerji'nin karlılığını doğrudan etkilemektedir. Ak Enerji'nin operasyonel karlılığının son dönemde düşmesi de buna dayanmaktadır.

Ak Enerji					
Üretim ve Satış Tablosu					
Üretim	birim	2002/09	2001/09	2000/09	1999/09
Elektrik	kWh	1,844,281,510	1,572,928,657	1,584,014,391	1,472,383,632
Buhar	Ton	3,754,666	3,173,377	3,303,110	3,053,631
Satış	birim	2002/09	2001/09	2000/09	1999/09
Elektrik	kWh	1,802,732,166	1,534,360,068	1,542,783,190	1,433,212,372
Buhar	Ton	1,934,357	1,408,279	1,324,312	1,324,312

Ak Enerji (US\$ milyo)	2002/09	2001/09	Değişim (%)
<b>SMM</b>	<b>127.0</b>	<b>92.0</b>	<b>38%</b>
-amortisman	-13.3	-5.4	
<b>Net SMM</b>	<b>113.7</b>	<b>86.6</b>	<b>31%</b>
Net Satışlar	145.2	102.0	42%
Net SMM/Net Satışlar	78.3%	84.9%	-6.5
<b>Düzeltilmiş brüt kar marjı</b>	<b>21.7%</b>	<b>15.1%</b>	

Ak Enerji (US\$ milyo)	2002/09	2001/09	Değişim (%)
<b>E. Faaliyet Karı</b>	<b>11.7</b>	<b>4.6</b>	<b>153%</b>
+amortisman	13.3	5.3	151%
+kıdem	0.2	0.3	-15%
<b>FVAÖK</b>	<b>25.2</b>	<b>10.2</b>	<b>148%</b>
Net Satışlar	145.2	102.0	42%
<b>FVAÖK marjı</b>	<b>17.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.4</b>

Ak Enerji, 2002	1Ç	2Ç	3Ç
Net SMM	37.9	38.5	37.3
Net Satışlar	50.5	50.8	43.9
Net SMM/Net Satışlar	75.1%	75.8%	84.9%
Düzeltilmiş Brüt Kar Marjı	24.9%	24.2%	15.1%
FVAÖK	10.6	10.2	4.4
FVAÖK marjı	21.1%	20.1%	10.0%

**Faaliyet dışı gelirler...** Ak Enerji 2001 yılında Şubat krizi öncesi döviz pozisyonuna geçmesinin avantajını devaluasyon ile diğer gelirlerine yansıtmıştı. 2001'de ilk 9 ayda net olarak \$150 milyon civarındaki likit değerinden \$141,9 milyon kar elde eden Ak Enerji, 2002 yılında kurun daha dengeli seyretmesi ile sadece \$34,3 milyon kaydetmiştir.

Ak Enerji, 2002	1Ç	2Ç	3Ç
Banka - dolar	48,909,863	15,152,227	44,913,859
Banka -Euro	2,013	32,667,744	60,677,641
Bono-Tahvil -Euro	14,999,990	0	0
Banka Kredisi CHF	22,190,127	22,460,239	19,025,197
Banka Kredisi - GBP	10,727,612	9,667,432	9,835,471
Banka Kredisi - US\$			13,103,052
Net Nakit (US\$ mily)	128.37	128.56	109.38

Gelirin azalmasında bir diğer etken ise yatırımlara son dönemlerde yapılan harcamalar ile net nakit pozisyonun azalmasıdır. 2002 yılının ilk çeyreğinde 17-18 trilyon TL'ye eşdeğer Euro cinsinden tahvil taşıyan Ak Enerji'nin dolar pozisyonu ise \$50 milyon civarında idi. Yılın ikinci çeyreğinde döviz pozisyonunu Euro'dan yana kullanan Ak Enerji'nin dolar pozisyonunu \$15,1 milyon ile sınırlı kalmıştır. Bu dönem sonunda Ak Enerji bono-tahvil portföyünü ise sıfırlamıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde ise dolarda \$45 milyonluk pozisyonu görünen Ak Enerji, Euro'da ise 61 milyon'a yakın pozisyon taşımaktadır. Son çeyrekte borcun artması ile net nakit pozisyonu \$109 milyon'a gerilemiştir.

2002 yılının ilk 9 ayı sonunda Ak Enerji'nin çalışmayan kısım giderleri ve zararlarını yatırımlar ile geçen seneye göre azalması şirketin vergi öncesi karını olumlu etkilemiştir. Böylece, Ak Enerji'nin vergi öncesi karı 55,7 trilyon TL (\$37,7 milyon) olarak gerçekleşirken, efektif vergi oranının %35'e yükselmesi net karı 36,4 trilyon TL'ye (\$24,6 milyon) çekmiştir.

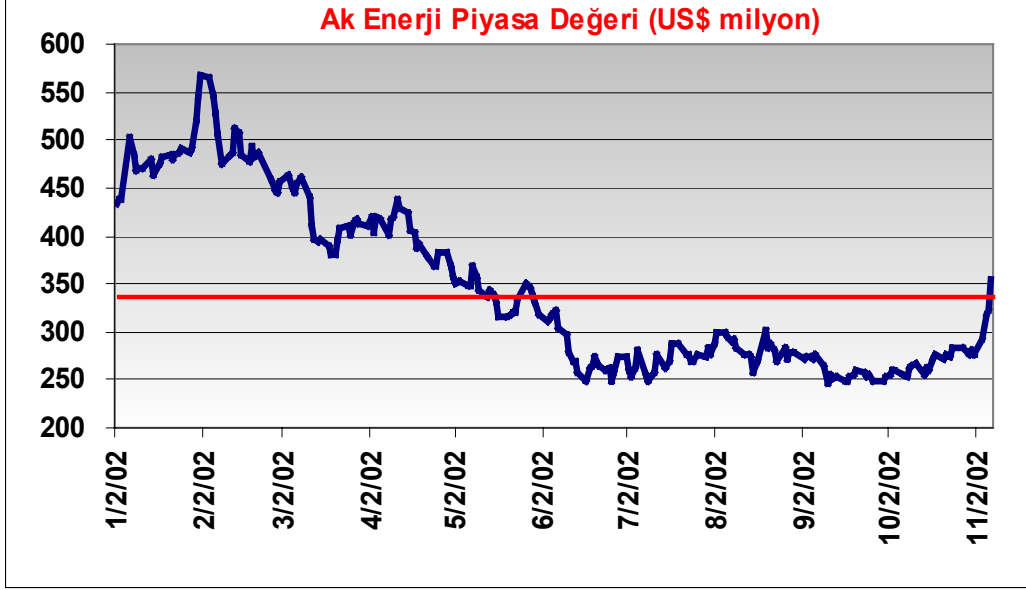
**Son Gelişmeler ve Beklentiler...** Ekim ayı başındaki notumuzda belirttiğimiz gibi Ak Enerji 45, 64, 63.50 ve 31.40 MW kurulu gücünde kurmayı planladığı dört adet hidroelektrik santral için Enerji piyasası Düzenleme Kuruluna üretim lisansı başvurusunda bulunmuştur. Ayrıca Uşak Organize Sanayi Bölgesinde işletmede olan 2x5.08 MW kurulu gücündeki kojenerasyon santrali için ise 5.08 MW'lık ilave kurulu güç artışına ilişkin olarak yaptığı başvuru kapsamında söz konusu tesisin şebekeye bağlanması hususunda ilave kapasitenin teknik bir engelinin olmaması kaydı ile işlemlere devam edilmesinde EPDK tarafından bir sakınca bulunmadığı bildirilmiştir.

Ak Enerji beklentilerimiz doğrultusunda elektrik piyasasının EPDK denetimine geçmesiyle üretici şirket olma yolunda ilk adımını attı. Söz konusu hidroelektrik santrallerin yatırım bedeli hakkında detaylı bilgiye sahip olmamakla birlikte toplam yatırım bedelinin USD200-300 milyon civarında olacağını tahmin ediyoruz. Bu kadar geniş bir aralık vermemizin nedeni hidroelektrik santrallerinin aynı ölçüde değişkenlik gösterebilmesi.

Söz konusu yatırım harcamaları kaçınılmaz olarak Şirket'in nakit akımı üzerinde bir baskı oluşturacaktır. Şirket'in güçlü nakit portföyünün söz konusu yatırımları karşılamakta yetersiz kalabileceğini, dahası yatırım harcamaları için gerek duyulacak finansman kaynaklarıyla net nakit pozisyonunun net borca dönüşebileceğini düşünüyoruz.

İlk 9 aylık sonuçlar doğrultusunda Ak Enerji için \$190 milyon olan bet satış hedefimizi korumakla beraber, son çeyrekte gerileyen operasyonel karlılığa dayanarak EBITDA tahminimizi \$40 milyon'dan \$34 milyon'a çekiyoruz. Şirket için uzun vadeli hedef değer olarak \$500-520 milyon'u korumakla beraber, önümüzdeki dönemlerde yatırımın getireceği ek yükleri de düşünerek Şirket değerinin bu seviyelere yükselme ihtimalini sınırlı görüyoruz.

**IMKB Performansı...** Ak Enerji 2002 yılı başından bu yana ortalama \$345 milyon'dan işlem görmektedir. Ak Enerji 8 Kasım itibariyle \$359 milyon piyasa değeri işlem görmektedir. Ak Enerji'nin gerileyen net nakit pozisyonu ve yatırım programı nedeni ile önümüzdeki dönemlerde finansalları üzerinde baskı olacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, "Uzun Vadeli AI" al tavsiyemizi korumakla beraber, kısa ve orta vadede piyasa paralel hareket hareket edebileceğini düşünüyoruz.



Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.S. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.S. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayıdır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.S.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birbirleriyle ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2002 Strateji Menkul Değerler A.S.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle bu yayınlara bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.