

STRATEJİ

AK ENERJİ (AKENR.IS)

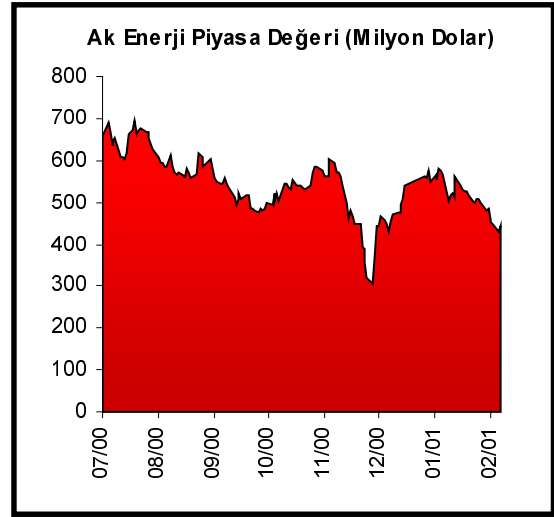
13 Şubat 2001

Fiyat :	22,500 TL	ISE-100 :	9,385
Piyasa Değeri :	\$444,8 milyon	US\$/TL :	682,833
Hisse Adedi :	13,500,000 lot	Getiri* - ISE-100 :	- %2.0
Hedef Değer :	\$600 milyon	Getiri* - AK ENERJİ :	- %17.8

*Yılbaşından bu güne kadar

(milyon TL)	2000 T	2001 T	2002 T
Net Satışlar	90,993,954	130,416,892	160,358,054
Brut Kâr	9,442,381	21,060,204	30,073,851
E. Faaliyet Kârı	4,955,191	14,644,997	22,159,299
FVAOK	15,531,480	26,189,016	32,174,962
Net Kâr	17,847,411	35,742,150	36,314,351
Net Borçluluk	(63,527,389)	(77,574,657)	(90,049,230)
Firma Değeri-FD	300,972,303	334,503,799	383,840,994
Fiyat/MW-Akenr	1,8*	1,3	1,3
F/MW – Sektör	1,9*	1,76	1,76
F/Satis	4.01	3.30	3.08
FD/FVAOK	19.38	13.46	12.57
US\$/TL ort.	632.002	745,762	857,627
US\$/TL yıl sonu	673.198	794,374	913,530

*Gerçekleşen



Yatırımcı Özeti :

- Türkiye'nin ilk ve en büyük otoprodüktör grubu olan Ak Enerji, 2001 yılı içinde kapasitesini %30 oranında arttırarak büyümeye devam ediyor.
- Ak Enerji, BOTAŞ ile yaptığı anlaşma uyarınca Çerkezköy ve Alaplı santralleri için kesintisiz doğalgaz temin edecektir. Böylece elektrik üretiminde süreklilik sağlandığı operasyonel kâr marjında nafta kullanımından kaynaklanan olumsuz etki hafifletilecektir.
- Ak Enerji önümüzdeki yıllarda elektrik enerjisi sektörünün farklı alanlarında yer almak amacıyla çalışmalarına devam etmektedir. 770 MW gücündeki 12 hidroelektrik santralının işletme hakkı devirleri için Enerji Bakanlığı'na gerekli başvurular yapılmıştır. Ayrıca otoprodüktör statüsünde işletilecek ve 500 MW güce sahip olacak 3 santral için yapılan başvurular da Bakanlık'ta değerlendirme aşamasındadır.
- Ak Enerji için yaptığımız indirgenmiş nakit akımı analizi ve piyasa çarpanları değerlendirmesi ışığında, Şirket'in sektördeki yerini ve büyüme potansiyelini de gözönünde bulundurarak, Ak Enerji için Uzun Vadeli AI önerisinde bulunuyoruz.

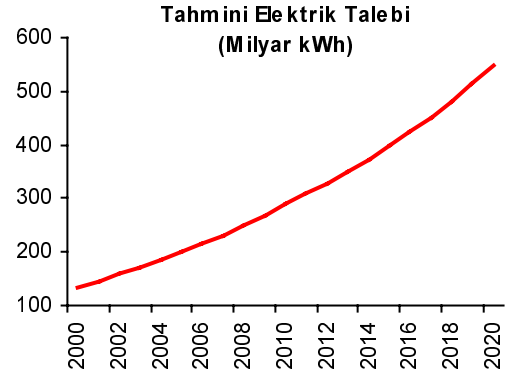
A. SEKTÖRE BAKIŞ :**A. 1. Elektrik Enerjisi Sektörü**

Türkiye’de büyüme potansiyeli yüksek bir sektör “ ENERJİ”...

Türkiye’nin **enerji tüketimi gelişmekte olan ekonomisine paralel** olarak artmaktadır. Son 20 yıllık istatistikler enerji talebinin **her yıl ortalama %8** arttığını gösterirken, ileriye dönük tahminler elektriğe olan talebin önümüzdeki 20 yıl boyunca da aynı yıllık ortalamayla artarak 2050’te 188 MWh’e, 2010’da 295 milyon MWh’e, 2020 yılında ise 536 milyon MWh’e ulaşacağını işaret etmektedir. Türkiye’nin kişi başı elektrik üretimi 1.,750 KWh iken, bu rakam gelişmiş ülkelerde ortalama 6,000 kWh, dünyada 2,400 kWh’dir.

Enerji açığı artmakta...

Elektrik talebinin bu yıl sonuna kadar 127-129 milyon mWh’e ulaşacağı tahmin edilmektedir. Bu durumda yıl sonuna kadar elektrik açığının 3,5 milyon MWh’i bulması bekleniyor. **1999 yılında elektrik üretimi 116,5 milyon MWh, talep 119 milyon MWh** olarak gerçekleşirken enerji açığı da 2,5 milyon MWh olmuştur.



Özel sektörün rolü artıyor...

Enerji açığının kapatılabilmesi **her yıl \$5 milyar yatırımı zorunlu** kılmaktadır. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı bu yatırımların özel sektör tarafından üstlenilmesini sağlamak amacıyla Yap-İşlet-Devret, Yap-İşlet ve otoprodüktör modellerini teşvik etmektedir. Yap-İşlet-Devret modeline, Dünya Bankası’nın ekonomik istikrar programı çerçevesinde karşı çıkması, Hazine garantisinin kaldırılmasını istemesi ve Hazine garantisinin 2002 yılında itibaren kalkacak olması bu model için finansman sorunlarına yol açmaktadır. Üstlenici firmalar kendilerine ait olmayan ve bir süre sonra Enerji Bakanlığı’na devredecekleri yatırımlar için kredi bulmaktada zorlanmaktadırlar. Yap-İşlet modelinde ise Elektrik Satış Anlaşmaları’nın uluslararası tahkim kapsamına alınmasında yaşanan güçlükler yatırımcıların bu alana girmekte çekimser kalmalarına yol açmaktadır.

Otoprodüktörlere teşvik...

Enerji Bakanlığı’nın en sıcak baktığı özelleştirme modeli otoprodüktörlüktür. Santral inşaatı için gereken tüm finansman kaynakları üstlenici firmalara tarafından Hazine garantisi olmaksızın sağlanmaktadır. Otoprodüktör tesisleri için gereken ekipman yurtdışından sağlanırken genelde Exim kredileriyle desteklenmektedir. Bakanlık yaşanmakta olan elektrik darboğazını aşmak için **de otoprodüktörlerin enerji üretimini arttırmalarını teşvik** etmektedir. Bu kapsamda otoprodüktörlerin doğalgaz yerine ikame edecekleri fuel-oil, LPG, nafta, motorin gibi sıvı yakıtlara uygulanan AFİF (Akaryakıt Fiyat İstikrar Fonu) ve ATV (Akaryakıt Tüketim Vergisi) oranları indirilmiştir. Otoprodüktörlere

üretim fazlası elektrik için alım garantisi verilirken TEAŞ elektrik alım fiyatını TEDAŞ'a satış fiyatından gerçekleştireceğini taahhüt etmiştir.

A. 2. Kojenerasyon ve Otoprodüktörler

Özel sektörün tanışması ilk defa 1992'de...

1984 yılında yürürlüğe konan, TEK dışında kişi ve kuruluşların da elektrik üretmesine izin veren 3096 sayılı yasayla otoprodüktör uygulaması yasal dayanağa kavuştu.¹ **Bizim bu raporda bundan sonra "Otoprodüktör" olarak sözedeceklerimiz 3096 sayılı yasa uyarınca otoprodüktör firması olarak kurulmuş olan ve grup üyesi firmalara da elektrik enerjisi satabilen şirketlerdir.** Otoprodüktör uygulamasının amacı sanayi tesislerini ihtiyaç duydukları enerjiyi kendilerinin karşılamasıdır. **İlk otoprodüktör ise 1992 yılında kurulmuştur.**

Üretimde yüksek verimlilik...

Enerjinin ihtiyaç duyulduğu yerde üretilmesi, hem taşıma ve dağıtım yatırımları ortadan kaldırmakta, hem de kayıp ve kaçak kullanımı en aza indirmektedir. Öte yandan otoprodüktör üreticilerin TEAŞ'a ait üreticilere oranla **daha verimli** çalıştığı gözlenmektedir. Otoprodüktörlerin yıllık çalışma ortalaması 8,000 saat iken, kamuya ait tesislerde bu ortalama 5,200 saate düşmektedir.

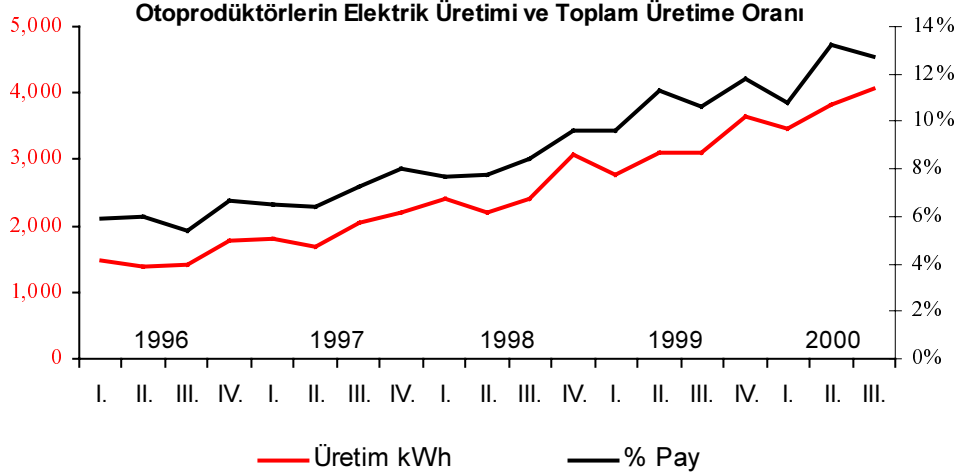
Otoprodüktörler yaygın olarak kojenerasyon tekniğiyle enerji üretimi yapmaktadırlar. Kojenerasyon, enerjinin hem elektrik hem de ısı formlarında aynı sistemden beraberce üretilmesidir. Bu birliktelik, iki enerji formunun da tek tek kendi başlarına ayrı yerlerde üretilmesinden daha ekonomik sonuçlar sağlamaktadır. Sadece elektrik üreten bir gaz türbini ya da motoru kullandığı enerjinin %30-40 kadarını elektriğe çevirebilirken, kojenerasyon şeklinde üretim yapılması halinde sistemden dışarıya atılacak olan ısı enerjisinin büyük bir bölümü de kullanılabilir enerjiye dönüştürülerek toplam enerji girişinin % 70-90 arasında değerlendirilmesi sağlanabilir. Bu teknik, "birleşik ısı-güç sistemleri" ya da kısaca "kojenerasyon" olarak adlandırılır.

Otoprodüktörlerin üretimdeki payı %13-14'e ulaşılıyor...

1999 yılında Türkiye'de üretilen 116,5 milyar kWh elektrik enerjisinin yaklaşık %10'una karşılık gelen 12 milyar kWh'ini otoprodüktörler tarafından üretilmiştir. Bu oranın 2000 yılında %13-14'e ulaşması beklenmektedir. Türkiye'de Aralık 2000 itibarıyla kurulu güçleri 2,301 MW'a ulaşan 73 adet otoprodüktör ve 83 üretim tesisi bulunmaktadır. Bu tesislerin yıllık enerji üretim kapasiteleri ise 15.7 milyar kWh seviyesindedir. Yıllonuna kadar otoprodüktör sayısının 90'a , kurulu gücün 2,700 MW'a ulaşacağı

¹ Bu kanun yürürlüğe konmadan önce sanayi tesisleri kendi ısı ve elektrik enerjisi ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla tesislere entegre santraller kurabiliyorlardı. Bu santrallerin 1999 yılı itibarıyla kurulu gücü 586 MW'tır. 3096 sayılı yasa ile firmaların ayrı otoprodüktör yapılmasına giderek, üretim fazlası elektriği ulusal sisteme satabilmeleri izni verilmiştir.

öngörülmektedir. Sözleşmeleri imzalanmış ve toplam gücü 2000 MW'a ulaşan 64 otoprodüktör projesinin faaliyete geçirme çalışmaları devam etmektedir. 1999 yılında toplam elektrik enerjisinin %10'unu karşılayan otoprodüktörlerin 2000 yılı sonunda paylarını %13-14'e yükseltmeleri beklenmektedir.



Otoprodüktörlere teşvik...

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın enerji darboğazını aşmak için aldığı önlemlerden biri de otoprodüktörlerin ulusal iletim sistemine aktardığı enerji miktarını arttırmak, yani otoprodüktörlerden daha fazla elektrik enerjisi satın almaktır. Otoprodüktörlerin ürettiği elektrik enerjisini arttırmak ve yeni otoprodüktör yatırımlarını cazip hale getirmek amacıyla teşvikler arttırılmıştır. 1999 yılında 107,835 milyar TL tutarında yatırım teşvik belgesi verilirken, 2000 yılının Ocak-Temmuz ayında verilen teşvik belgeleri tutarı 69,163 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu artış otoprodüktör teşviklerinin toplam enerji sektörü teşvikleri içindeki payının da değişmesine yol açmıştır. **Otoprodüktör teşviklerinin payı 2000 yılının ilk yedi ayında %79 olmuştur.** Bu oran önceki yıllarda ise %50 civarında seyretmekteydi.

Alternatif yakıtlara yönelme...

Öte yandan dağıtımını Botaş'ın yaptığı doğalgazın şuan için İç Anadolu, Batı Karadeniz, Marmara ve Trakya bölgelerinde ancak 5 ile ulaştırılıyor olması, kış aylarında basıncın düşmesi ve konutlarda tüketimin artmasıyla sanayi tesislerinin kullanımının kısıtlanması otoprodüktörleri **fuel-oil, nafta, motorin, LPG ve kömür gibi alternatif yakıtlara yönelmek** zorunda bırakmaktadır. Otoprodüktörlerin zarar görmemeleri ve yeni yatırımları teşvik amacıyla, 8 Ekim 2000 tarihli kararnameyle yakıt fiyatları ATV (Akaryakıt Tüketim Vergisi) ve AFİF'ten (Akaryakıt Fiyat İstikrar Fonu) arındırılırken, doğalgaz yada çifte yakıtlı olarak dizayn edildiği halde doğalgaz bulamayan otoprodüktörlere kullanacakları yakıtların fiyat farklarının ödenmesi de karara bağlanmıştır.

Sektöre talep artıyor...

Bu teşviklerle birlikte otoprodüktör yatırımlarına olan ilgi patlamış, Enerji Bakanlığına **yaklaşık 10,000 MW gücünde tam 120 başvuruda** bulunulmuştur.

Elektrik Piyasası Kanunu...

Bugün Meclis gündemine getirilen Elektrik Piyasası Kanunu'nda, otoprodüktörlük sisteminin ve bu sisteme sağlanan teşviklerin suistimal edilmesini ve otoprodüktörlerin giderek TEAŞ'a satış yapar hale gelmelerini önlemek amacıyla, otoprodüktörlerle ilgili bir düzenleme yapılmıştır. Bu düzenleme uyarınca, otoprodüktör şirketlerin ürettikleri elektriğin **%20'sinden fazlasını bir yıl boyunca satmaları halinde üretim lisansı** almaları zorunlu kılınmıştır.

B. ŞİRKET "AK ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİMİ OTOPRODÜKTÖR GRUBU A.Ş."**B. 1. Üretim**

1989 yılında Akkök Grubu şirketlerinin elektrik enerjisi ve buhar ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulan Ak Enerji Türkiye'nin ilk ve en büyük otoprodüktör grubudur.

Kurulu gücü 295,8 MW'a ulaşan Ak Enerji 1999 yılında 1,4 milyar kWh elektrik enerjisi üretimi gerçekleştirmiştir. Akenerji Otoprodüktör grubu, 350 şirketin elektrik enerjisi ihtiyacını ve **Türkiye elektrik enerjisi üretiminin %1'ini** karşılamaktadır. Ak Enerji faaliyetlerini **4 santralla** sürdürmektedir:

- **Yalova Santrali...** 1991 yılında AKSA'dan satın alınan santralin kurulu gücü 59,5 MW, elektrik enerjisi üretim kapasitesi 243,5 kWh/yıl.
- **Çerkezköy Santrali...** 1995 yılında faaliyete geçirilen santralin kurulu gücü 98 MW, elektrik üretim kapasitesi 768 kWh/yıl.
- **Alaplı Santrali...** 1996 yılında faaliyete geçirilen santralin kurulu gücü 6,3 MW, elektrik üretim kapasitesi 57,6 kWh/yıl.
- **Bozüyük Santrali...** 1997 yılında faaliyete geçirilen santralin kurulu gücü 132 MW, elektrik üretim kapasitesi 768 kWh/yıl.

B. 2. Yatırımlar

Ak Enerji "**20x5**" adını verdiği **projesiyle** var olan santrallarına 2001 yılı içinde 5'er MW kurulu gücünde **20 adet santral** eklemeyi planlamaktadır. İnşaa çalışmaları büyük ölçüde tamamlanan bu tesislerin tamamı 2001 yılının ilk çeyreği sonunda faaliyete geçirilmiş olacaktır. Bu santrallar **Bursa Gürsu, Orhangazi ve İnegöl'de, İstanbul Hadımköy'de, Denizli, Balıkesir, Çorlu ve Yalova'da** inşaa edileceklerdir. Santrallar yakıt olarak **doğalgaz ve nafta** kullanacaklardır. Doğalgaz ihtiyacı **BOTAŞ** yoluyla karşılanacaktır.

20x5 projesi ile 20 yeni santral...

Santrallar **elektrik enerjisinin** yanısıra grubun **buhar** ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak planlanmıştır. Dolayısıyla Şirket'in cirosuna buhar satışlarını arttırarak da katkıda bulunması beklenmektedir.

*Yatırımın %40'ı
özkaynaklardan...*

Bu yatırımın toplam bedeli **\$60-65 milyon** olarak açıklanmıştır ve **\$25 milyon'u özkaynaklardan** karşılanacaktır. Projeler için **5 ve 7 yıl vadeli iki Exim kredisi** kullanılmıştır. Bu krediler sırasıyla **GBP** (İngiliz Sterlini) **9,5 milyon** ve **CHF** (İsviçre Frangı) **31,7 milyon** tutarındadır.

B. 3. Yap-İşlet-Devret Projesi "AKEL"

*Enerji sekörüne
yeni bir adım...*

Ak Enerji otoprodüktör grubunun yanısıra enerji sektörünün diğer alanlarında da faaliyet göstermek amacıyla bir **Yap-İşlet-Devret** projesi üstlenmiştir. Son olarak **Hazine garantisi kapsamına alınan 29 YİD projesinden biridir**. Yasal düzenleme dolayısıyla, bir otoprodüktör olan Ak Enerji bu tesise %90 oranında iştirak **ettiği AKEL Yalova Elektrik A.Ş.** yoluyla sahip olacaktır.

306 MW kurulu gücündeki santralin inşası için Mayıs 2001 tarihi şantiyeye giriş tarihi olarak öngörülmektedir. İki eş üniteden oluşacak santralin birinci ünitesi 2002 yılının sonunda ikinci ünitesi ise bu tarihten altı ay sonra devreye girecektir. Tesis 20 yıl süreyle Akel tarafından işletilecektir.

*\$242 milyon
yatırım...*

Santral için toplam **yatırım bedeli \$242 milyon** olarak açıklanmıştır. Projenin finansmanı **%30 oranında özkaynaklardan**, %70 oranında Exim kredileriyle sağlanacaktır ve bu doğrultuda görüşmeler devam etmektedir.

B. 4. Satışlar

350 ortak...

Elektrik satışları Ak Enerji'nin **satışlarının %80-85'ini** oluşturmaktadır. Toplam 350 ortağı olan Ak Enerji otoprodüktör grubu, elektrik üretiminin tamamına yakını grup üyelerine satmaktadır. TEAŞ satılmakta olan üretim fazlası elektrik toplam satışlar içinde önemsiz bir paya sahiptir.

*Grup üyelerine
iskonto...*

Ak Enerji elektrik satışında **3 farklı tarife** kullanmaktadır. Elektrik enerjisini Ak Enerji'ye ait dağıtım kanalları yoluyla alan **grup üyeleri %20 iskontodan faydalanırken**, elektriğin yanı sıra buhar ihtiyacını da Ak Enerji'den karşılayan üyelere %25 iskonto uygulanmaktadır. Öte yandan TEAŞ'ın iletim hatlarını kullanan grup üyelerine TEAŞ'ın uyguladığı iletim bedelinin düşülmesiyle %15 iskonto sağlanmaktadır.

2001'de elektrik satışlarında artış...

2001 yılı Mart sonunda tamamı faaliyete geçirilecek 20x5 projesiyle Ak Enerji'nin elektrik satışlarını **2001 yılı için %25** arttıracığını öngörüyoruz.

Ak Enerji elektrik üretimi sırasında ortaya çıkan **buharın** bir kısmını **yeniden** elektrik üretimi için **kullanırken**, bir kısmını da **grup şirketlerine satmaktadır**. Akkök grubu şirketlerinin yanısıra bir otoprodüktör grubu üyeside buhar ihtiyacını Ak Enerji'den karşılamaktadır. Bir nevi yan ürün (by-product) olan buharın üretim maliyeti de oldukça düşüktür. Ak Enerji ton başına satış fiyatını ise 12 olarak belirlemiştir.

(US\$ milyon)	1998	1999	2000 T	2001 T	2002 T
Elektrik Satışlar	99.9	111	120	147	155
Buhar Satışlar	39.8	27	24	34	35.5
Toplam	140	138	144	181	191

2001'de buhar satışlarında artış...

Buhar satışları Ak Enerji'nin toplam satışlarının %15-20'ni oluşturmaktadır. Ak Enerji satışlarının büyük kısmını Aksa Akriklik Sanayi'ne yapmaktadır. Bu firmaya Yalova tesisinden satış yapılmaktadır. Ak Enerji'nin **yıllık buhar satışı yaklaşık 2 milyon ton'dur**. Mart ayı sonunda faaliyete geçirilecek olan 20 santralda buhar üretimi ve satışı yapacaklardır. Bu santrallerle birlikte Ak Enerji'nin buhar **satışlarını 2001 yılı içinde %40-50** oranında arttıracığını tahmin ediyoruz.

İlk ünitesi 2002 yılı sonunda, ikinci ünitesi 2003 yılı ikinci yarısında devreye girecek olan Akel kombine çevrim santrali, Ak Enerji'nin en büyük buhar müşterisi olan Aksa'nın tüm buhar ihtiyacını karşılayacaktır. Bununla birlikte Ak Enerji'ye ait Yalova santralının buhar üretimi 2003 yılında tamamen durdurulacaktır. Bunun toplam buhar satışlarında %55-60'a yaklaşan bir daralmaya sebep olacağını düşünüyoruz.

Doğalgaz temini...

Ak Enerji **Çerkezköy ve Alaplı Santralleri için** BOTAŞ ile 2001 yılı boyunca geçerli olmak üzere **kesintisiz doğalgaz anlaşması** yapmıştır. **Yalova ve Bozüyük santrallerinin anlaşmaları kesintili tarife** üzerindedir ve bu santraller kesinti durumunda nafta kullanmaktadırlar. 2000 yılı içinde ülke çapında yaşanan enerji açığından dolayı Ak Enerji santralleri 2 aya yaklaşan bir süre zarfında nafta kullanmak zorunda kalmışlardır. **Naftanın** kalori değerinin doğalgaza oranla %30 kadar düşük olmasının yanısıra fiyatlarının **petroldeki fiyatlarındaki artış trendine paralel** olarak hareket ederek 320 dolar/ton'a seviyelerine yükselmesi **Ak Enerji'nin kârlılığını olumsuz etkilemiştir**.

Yapılan kesintisiz doğalgaz anlaşmaları Ak Enerji'nin toplam kurulu gücünün %34'ünü oluşturan Çerkezköy ve Alaplı santrallerini kapsamaktadır. 20x5 projesi dahilindeki tesisler hem nafta, hem doğalgaz kullanacaklardır.

B. 5. Hazır Değerler ve Finansal Borçlar

Nakit zengini...

Ak Enerji, yıl içinde elde ettiği **halka arz gelirini** (yaklaşık **120 milyon dolar**) büyük ölçüde hazır değerler ve menkul kıymetler portföyünde değerlendirmektedir. 2000 yılının dokuz aylık dönem sonu sonuçlarına göre, **134 milyon dolara** ulaşan **nakit pozisyonu** ve **29 milyon dolarlık menkul kıymet portföyü** Ak Enerji'ye devam etmekte olduğu projelerin finansmanı açısından avantaj sağladığı gibi, yüksek faiz geliri de yaratmaktadır. Şirketin bu dönemdeki finansal gelirleri yaklaşık 20 milyon dolardır.

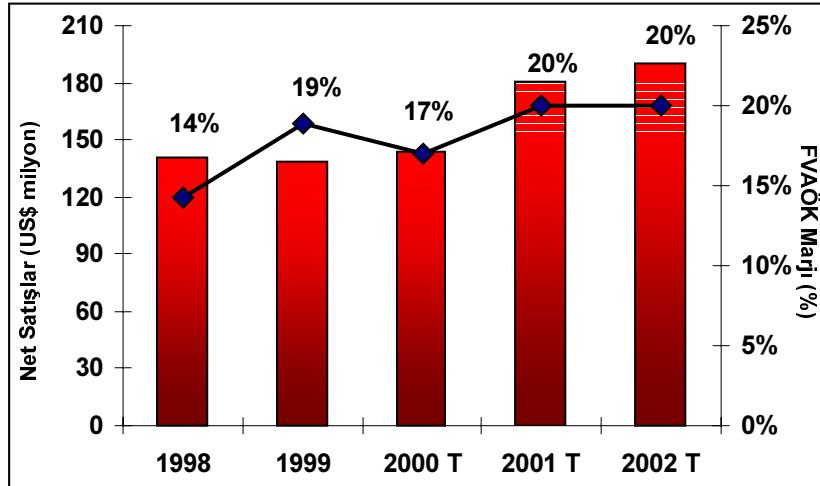
Uzun vadeli kredi kolaylığı...

Şirketin finansal borçları **20x5 projesinin finansmanı için** alınan, **sırasıyla 5 ve 7 vadeli 9,5 GBP ve 31,7 CHF'lik Exim kredilerinden** oluşmaktadır. Finansal borçların özsermayeye oranı %15'tir. Yabancı para cinsi uzun vadeli borçlardan kaynaklanan kur farkları inşaatları devam eden duran varlıkların maliyete aktarılmak suretiyle aktifleştirilmiştir. 2000 yılının dokuz aylık dönemine ait gelir tablosunda yaklaşık \$57,000 tutarında finansal gider kaydedilmiştir.

B. 6. Kârlılık

Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr...

Ak Enerji'nin faiz, vergi ve amortisman öncesi karı (FVAÖK), **doğalgaz kesintileri sırasında nafta kullanımına bağlı olarak** 2000 yılı ilk dokuz ayında %17'ye **gerilemiştir**. BOTAŞ ile yapılan anlaşma sonucu Çerkezköy ve Alaplı santrallerine kesintisiz doğalgaz sağlanmasının yanısıra, 2001 nafta fiyatlarının normal seviyelerine dönmesiyle, satılan malın maliyeti içinde yaklaşık %80 payı olan yakıt maliyetleri düşecek; buna bağlı olarak da FVAÖK marjı yükselecektir.



Operasyonel kârlılıkta beklediğimiz bu gelişmeye karşın, 2001 yılı ikinci yarısında düşeceğini öngördüğümüz faiz oranlarının etkisiyle, Ak Enerji'nin faiz gelirlerinde azalma olacağını tahmin etmekteyiz.

B. 7. Beklentiler ve 2001**Elektrik Fiyatları...**

Ak Enerji elektrik satış fiyatlarını TEDAŞ'ın ticari elektrik satış fiyatı üzerinden yaptığı iskontolarla belirlemektedir. Ekonomik istikrar programı çerçevesinde IMF'ye sunulan Niyet Mektubu'nda elektrik fiyatlarına 2001 yılı içerisinde **her ay %1 artış** yapılacağı taahhütü verilmiştir. Elektrik fiyatları istikrar programının sonuna kadar hedeflenen enflasyon doğrultusunda, TEAŞ ve TEDAŞ'ın finansman sorunları gözününde tutularak arttırılacaktır. Buna bağlı olarak biz, **elektrik fiyatlarının 7 cent civarında** korunacağını düşünmekteyiz.

Yeni potansiyel yatırımlar...

Yaptığı kesintisiz doğalgaz anlaşmalarıyla Ak Enerji brüt kâr marjında bir düzelmeye sağlayacaktır. Ancak 20x5 projelerinin kullanacakları nafta miktarı bu düzelmeyi kısıtlayabilir.

Ak Enerji **850 MW gücünde elektrik santralleri inşaatı** için Enerji Bakanlığı'na görüş bildirmiştir. Bu projelerle ilgili görüşmeler devam etmektedir.

Ak Enerji **Kocaeli-Gebze bölgelerini kapsayan 11. Elektrik Dağıtım Bölgesi'nin işletme hakkını** kazanan CEDAŞ ile kazanılan hakların devri için görüşmektedir. Konuyla ilgili olarak resmi kuruluşların onayı için başvurularda bulunulmuştur. Bu bölgenin işletme hakkını CEDAŞ \$150 milyon bedelle üstlenmiştir.

Ak Enerji Samsun'da kurulması planlanan, **14 MW gücündeki bir rüzgar santrali** için çalışmalarını sürdürmektedir.

Şirket, Enerji Bakanlığı'ndan alınan bilgilere göre, toplam kurulu gücü **770 MW'a**, yıllık elektrik üretim kapasitesi ise **2,380 milyon kWh'e ulaşan 12 Hidroelektrik santralının işletme hakkı devirleri** için Bakanlığa başvuruda bulunmuştur.

Grup sektöründe büyümeye kararlı...

Türkiye'nin **ilk ve en büyük otoprodüktör grubu** olan Ak Enerji elektrik enerjisi sektörünün farklı alanlarında faaliyet göstermeyi de amaçlamaktadır. Yukarıda bahsi geçen projeler Ak Enerji'nin bu konudaki kararlılığını göstermektedir. **Elektrik piyasasının liberalleştirilmesiyle, Ak Enerji'nin otoprodüktör ve YİD projeleriyle kazandığı tecrübesini daha verimli kullanma imkanı bulacağını, satış ve kârlılığını arttıracığını düşünürüz.**

B. 8. Değerleme**Muhafazakar
değerleme...**

Oldukça **muhafazakar** davranarak hazırladığımız **indirgenmiş nakit akımı analizinde**, Ak Enerji için **20x5 projesinden başka bir kapasite arttırımı öngörülmemiştir. 2002 yılından sonra** ise toplam satışlarındaki **büyüme** projeksiyonu %5 ile sınırlanmıştır. Elektrik fiyatlarında piyasanın liberalleştirilmesiyle oluşabilecek artışlar da değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Bu noktada **hedeflenen**, sadece gerçekleştirilmesi kesinleşmiş tek projenin gözönünde tutularak **Ak Enerji'nin olabilecek en düşük değerine ulaşmaktır**. Yapmış olduğumuz **muhafazakar indirgenmiş nakit akımı analizi** sonucunda Ak Enerji'nin değeri **\$400 milyon** olarak belirlenmiştir.

B. 9. Piyasa Çarpanları**Piyasa çarpanlarına
göre iskontolu...**

İMKB-100 endeksinde işlem gören enerji şirketlerinin ortalama MW başına piyasa değeri

Değerleme	2000 T	2001 T	2002 T
FD/MW Kapasite	1.5	1.1	1.1
FD/FVAÖK	18.2	12.7	11.9
FD/Satışlar	3.1	2.5	2.3

yaklaşık olarak \$1,6 milyon'dur. Ak Enerji'nin 2001 yılı ilk çeyreğinde 100 MW'lık kapasite arttırımı gerçekleştireceği düşünüldüğünde, Şirket için bu piyasa çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef değer 635 milyon civarındadır.

B. 10. Tavsiye**Büyüme
Potansiyeli...**

Bu analiz ve değerlendirmeler ışığında, Ak Enerji için yapılan indirgenmiş nakit akımı analizi ve piyasa çarpanları göz önünde alındığında, mevcut büyüme potansiyeli ile Şirket'in uzun vadeli yatırımcılar için iyi bir yatırım alternatifi olduğunu düşünüyoruz. Liberalleşen enerji piyasası da göz önünde bulundurulduğunda yatırımcılara portföylerinde bu sektöre yer vermelerini tavsiye ediyoruz.

US\$	Haftalık Getiri	Aylık Getiri	Sene başından	BETA
Ak Enerji	-8.6%	-21.3%	-17.8%	1.1
ISE-100	-8.3%	-16.2%	-2.0%	

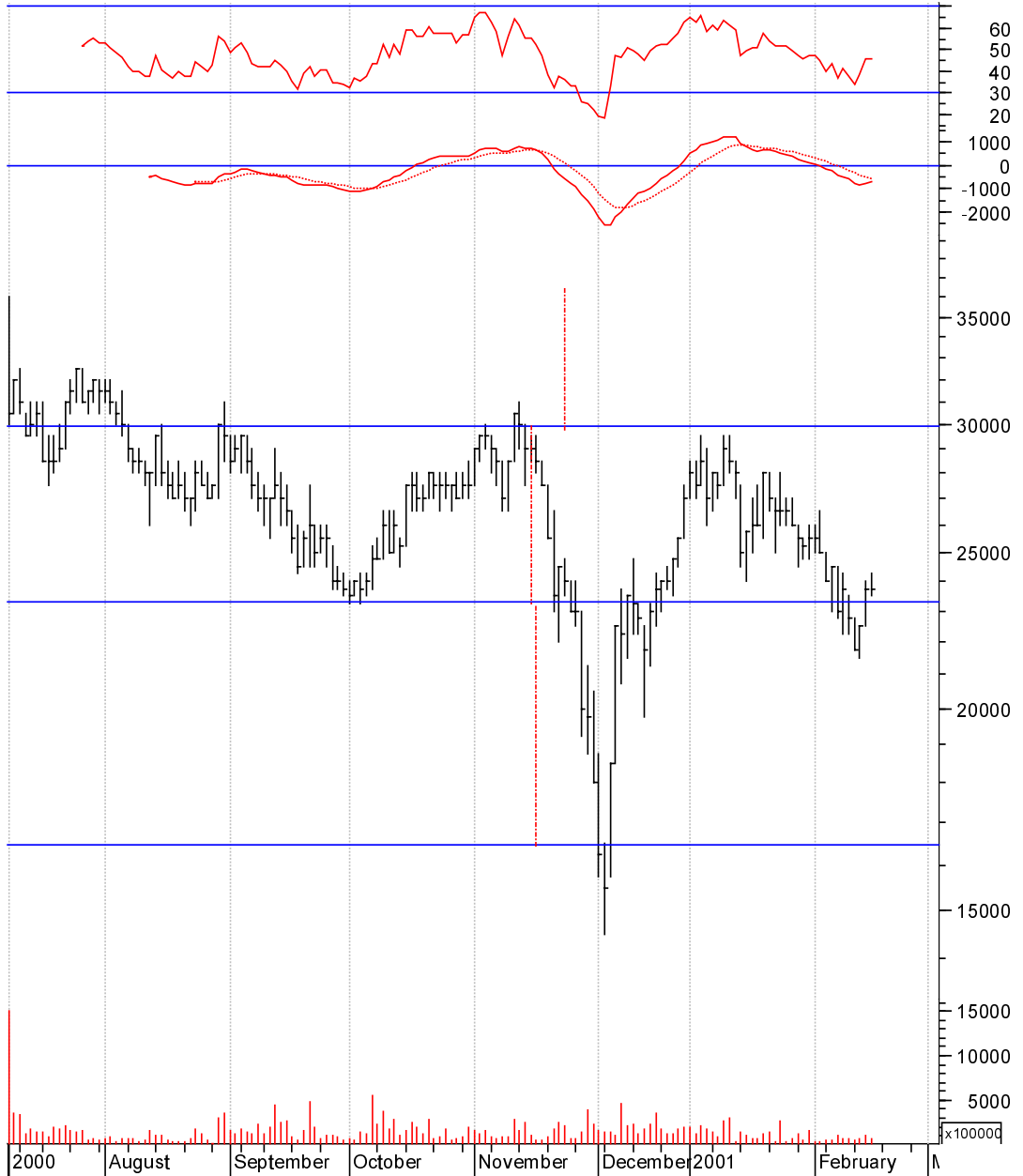
**Uzun Vadeli Alım
için uygun...**

2000 yılının Haziran ayında \$750 milyon piyasa değeri ile %17'si halka arz olan Ak Enerji, 2000 yılını ise dolar bazında %28'e varan değer kaybı ile \$541.4 milyon dolar ile kapamıştır. 2001 yılının ilk 1.5 aylık döneminde ise %17,8'lik bir değer kaybı görülmüştür.

Sonuç olarak, Ak Enerji'yi stratejik açıdan önemli olan enerji sektöründeki büyüme potansiyeline, sağlam finansal yapısına, yatırım planlarına ve iskontolu işlem görmesine dayanarak **Uzun Vadeli AL tavsiyesi** vermekteyiz.

Ek 1: Teknik ANALİZ:

Hissenin 23,000-30,000 fiyat bandında hareket ettiğini görmekteyiz. 30,000 direnci hisse için kuvvetli bir direnç seviyesi haline gelmiştir. Hissenin 23,000 seviyelerinde destek oluşturma çabalarının başarılı olması durumunda bu fiyat bandında hareket etmesini beklemekteyiz. Bu seviyelerde hissenin tutunamaması durumunda hissenin 21,000 ve 15,000'i test etmesi muhtemeldir. Uzun vadede 30,000 direncinin kırılması durumunda hisse 37,000'i test edebilir. Kısa vadeli alım-satım amaçlı olarak 23,000-28,000 aralığı kullanılabilir.



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.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılır. 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.Ş.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2000 Strateji Menkul Değerler A.Ş.

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