

STRATEJİ



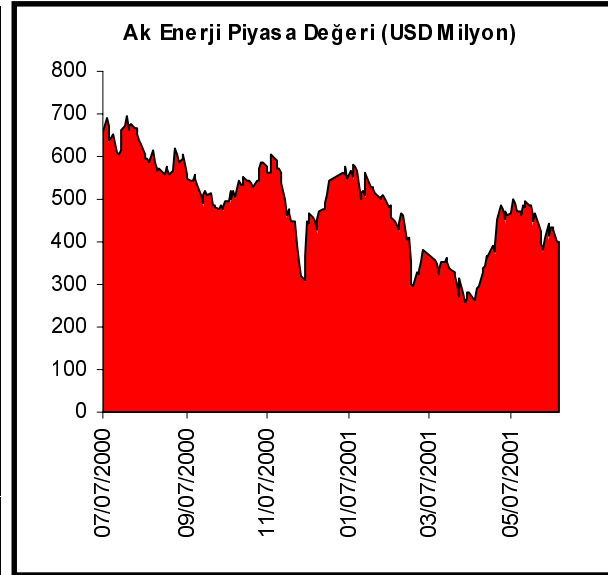
AK ENERJİ (AKENR.IS)

13 Haziran 2001

Fiyat :	35,500 TL	ISE-100 :	11,429
Piyasa Değeri :	\$398.7 milyon	US\$/TL :	1,202,064
Hisse Adedi :	13,500,000 lot	Getiri* - ISE-100 :	- %32.2
Hedef Değer :	\$622 milyon	Getiri* - AK ENERJİ :	- %26.4.8

*Yılbaşından bu güne kadar

(milyon dolar)	2001 1Ç	2000 1Ç	Değişim
Net Satışlar	33.6	35.8	-6%
Brut Kâr	5.0	5.4	-8%
E. Faaliyet Kârı	3.9	4.3	-10%
FVAOK	5.6	6.4	-13%
Net Kâr	59.4	5.9	908%
Hazır Değerler+MK	164.9	40.2	310%
Kısa Vadeli Borç	6.6	0.0	a.d.
Uzun Vadeli Borç	27.8	0.0	a.d.
Ticari Alacaklar	12,5	17,3	-28%
Ticari Borçlar	9.5	9.2	3%
Özkaynaklar	185.8	67.7	174%
US\$/TL ort.	876765	575428	
US\$/TL yıl-sonu	1025482	590896	



Yatırımcı Özeti :

- 2001 yılı içinde faaliyete geçirmeyi planladığı 20*5 projesinin yanısıra Ak Enerji İzmir Kemalpaşa ve ve Bilecik Bozüyük'de inşa edeceği her biri 127 MW kurulu güce sahip iki santral için Enerji Bakanlığı'nın onayını aldı. Söz konusu projelerin faaliyete geçmesiyle Ak Enerji'nin kurulu gücü 650 MW'a ulaşacak.
- Yılsonuna kadar tamamı faaliyete geçirilecek olan 20*5 projesinin, 2001 yılı için elektrik ve buhar satışlarını sırasıyla %13 ve %18 oranında arttırmasını bekliyoruz.
- Kemalpaşa ve Bozüyük Santralleri için alınan yatırım teşvikleri Ak Enerji'nin net karını 2001 yılında da korumaya devam edecek.
- Ak Enerji için yaptığımız indirgenmiş nakit akımı analizi değerlendirmesi ışığında, Şirket'in sektördeki yerini ve büyüme potansiyelini de gözönünde bulundurarak, Ak Enerji için AL önerimizi yineliyoruz.

A. SEKTÖRE BAKIŞ :

A. 1. Elektrik Enerjisi Sektörü

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 ortalama ile artarak 2005'te 188 milyon MWh'e, 2010'da 295 milyon MWh'e, 2020 yılında ise 536 milyon MWh'e ulaşacağını işaret etmektedir. Bu projeksiyonlara karşın gerçek elektrik talebi arzun yetersiz kalması yüzünden tam olarak ölçülememektedir.

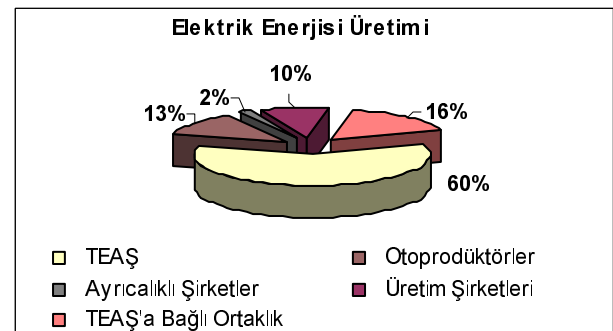
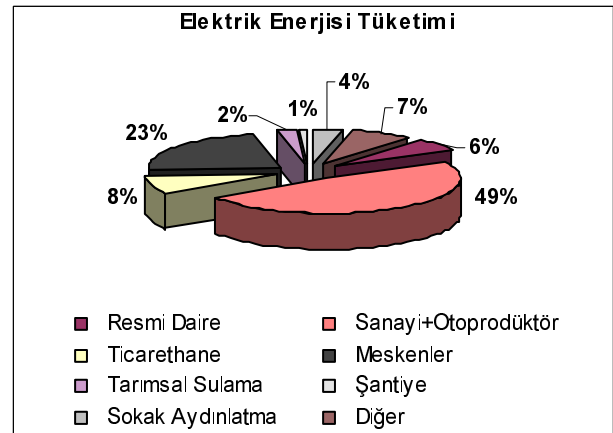
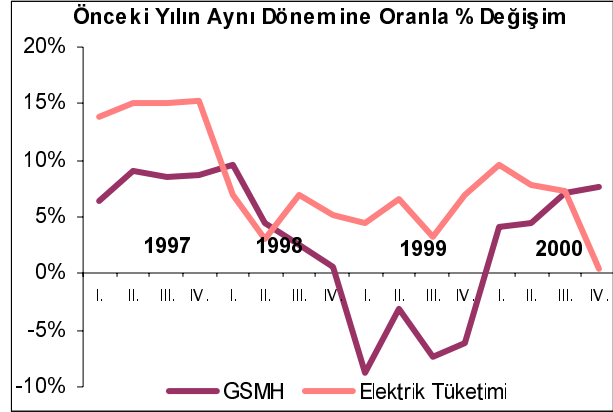
2000 yılının birinci çeyreğinde elektrik tüketimi yukarıdaki projeksiyonlara paralel olarak %9.7 yükseldi. Ancak bu artışla birlikte elektrik açığının hissedilir seviyelere ulaşmasının ardından yürürlüğe konan tasarruf tedbirleri ikinci ve üçüncü çeyrekte tüketimi kontrol altına aldı. Bu tedbirlerin yanısıra Kasım ayında yaşanan ekonomik krizden sonra hızla soğuyan ekonomi son çeyrekte elektrik tüketimindeki artışın sınırlı kalmasına neden oldu. Yıl boyunca ortalama %6 artan elektrik tüketimi son çeyrekte 1999 yılının aynı dönemine oranla yalnızca %0.4 yükseldi. 2000 yılı sonu itibarıyla **elektrik net tüketimi** 100 milyar kWh'e ulaşmıştır.

Elektrik tüketiminin %49'u sanayi kuruluşları ve otoprodüktörler tarafından gerçekleştirilmektedir. Meskenler tüketimden %23 pay alırken, ticarethanelerin ve resmi dairelerin payları sırasıyla %8 ve %7'dir. Sokak aydınlatması toplam tüketimin %4'üne karşılık gelmektedir.

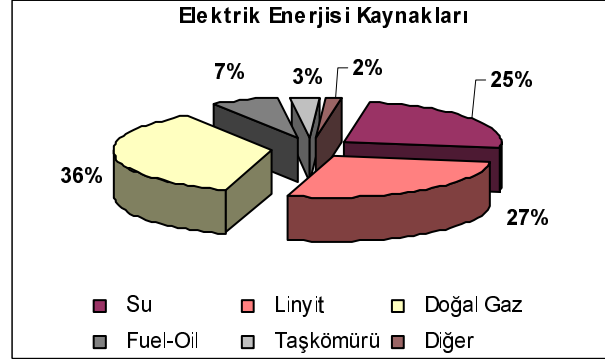
Net tüketimdeki %6'lık yükselişe karşın ulusal elektrik üretimi %7.2 artarak 125 milyar kWh olarak gerçekleşmiştir. **Üretim ve net tüketim arasındaki fark iletim ve dağıtım sırasındaki kayıplar ve kaçak kullanımlardan kaynaklanmaktadır. İletim hatlarındaki kayıp ve kaçak kullanım elektrik üretiminin yaklaşık %20'sidir.**

Elektrik üretiminde kamunun payı giderek azalmaktadır. 1996'da TEAŞ, TEAŞ'ın bağlı ortaklıkları ve Özelleştirme İdaresi kapsamındaki santrallerin elektrik üretimi toplam üretimin %90'ını oluştururken, 2000 yılında bu oran %76'ya kadar gerilemiştir. Aynı dönemde özelleştirme çalışmalarıyla sektörde faaliyet göstermeye başlayan Üretici Şirketler paylarını %10'a çıkarmış, otoprodüktörler de paylarını %6'dan %13'e yükseltmişlerdir. Şubat ayında onaylanan yürürlüğe giren Elektrik Piyasası Kanunu özel sektörün elektrik üretiminde daha aktif bir rol almasını sağlamayı amaçlamaktadır.

Elektrik üretiminde üç temel kaynaktan faydalanılmaktadır. Bunlar sırasıyla doğalgaz (son yıllarda payını giderek arttırmaktadır) ile linyit ve su kaynaklarıdır. Yıl boyunca üretilen elektriğin



%36'sı doğalgazdan, %27'si linyitten, %25'i su kaynaklarından, %7'si Fuel-Oil'den ve %5'i taşkömürü ile diğer kaynaklarından elde edilmiştir. Halihazırda en düşük maliyetli yakıt olması nedeniyle yatırımcılar tarafından tercih edilen doğalgaz, inşa halinde olan boru hatlarının devreye girerek doğalgaz arzının da artırılmasıyla elektrik üretimi içindeki payını yükseltecektir. Öte yandan petrol ve doğalgaz fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar ve sözkonusu kaynakların rezervlerinin sınırlı olması, elektrik üretiminde taşkömürü kullanımına yönelik çalışmaların hızlanmasına neden olmuştur. Yurtdışından satın alınması planlanan yüksek kalori değerli ve uygun maliyetli taşkömürü doğalgaza güçlü bir alternatif oluşturmaktadır. Su kaynakları ise yağışların azlığı ve kar sularının yetersizliği nedeniyle üretim içindeki payını ancak koruyabilmektedir. Bunun yanı sıra baraj ve hidroelektrik santrallerinin inşaatlarının uzun zaman alması ve kullanım ömürlerinin diğer santrallara oranla sınırlı olması hidroelektrik enerjinin payının azalmasının ardındaki sebepler arasında sayılabilir.

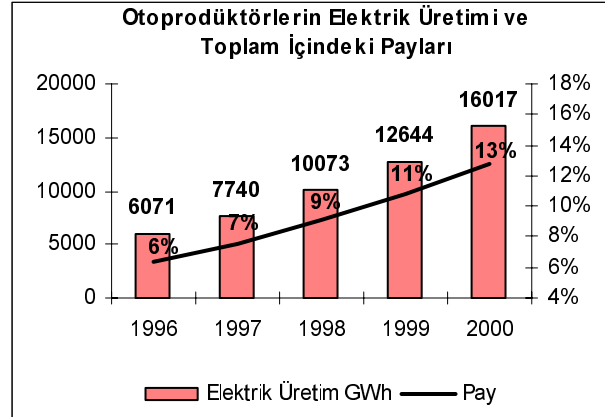


A. 2. Otoprodüktörler

Enerji sektöründe sanayi şirketlerinin elektrik ve buhar ihtiyaçlarını kendilerinin karşılamasına olanak sağlayan otoprodüktör uygulaması 1984 yılında yürürlüğe konan 3096 sayılı kanunla yasal dayanağa kavuştu. 2001 yılının Şubat ayında IMF ve Dünya Bankası'nın da ısrarcı tutumlarıyla Meclis'ten geçirilen 4628 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu, otoprodüktörü esas olarak kendi elektrik enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere elektrik üretimi ile iştigal eden tüzel kişi, Otoprodüktör grubunu da esas olarak ortaklarının elektrik enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere elektrik enerjisi üretimi ile iştigal eden tüzel kişi olarak tanımlamaktadır.

Enerjinin ihtiyaç duyulduğu yerde üretilmesi, hem taşıma ve dağıtım yatırımları ortadan kaldırmakta, hem de kayıp ve kaçak kullanımı en aza indirmektedir (iletim ve dağıtım hatlarında yaşanan kayıpların ve kaçak kullanımın elektrik üretiminin %20'sine ulaştığı yukarıda belirtmiştik). Öte yandan otoprodüktör üreticilerin TEAŞ'a ait üreticilere oranla **daha verimli**¹ çalıştığı gözlenmektedir. Otoprodüktörlerin yıllık çalışma ortalaması 8,000 saat iken, kamuya ait tesislerde bu ortalama 5,200 saate düşmektedir.

2000 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de kurulu güçleri 2,331 MW'a ulaşan 75 otoprodüktör ve 86 adet otoprodüktör tesisi faaliyet göstermektedir. Bu tesislerin 2000 yılında yaklaşık 16 milyar kWh elektrik üretimi gerçekleştirerek, toplam elektrik üretimi içindeki paylarını %13'e yükseltmişlerdir (1999 yılı toplam elektrik üretimi içindeki payları %11).



¹ **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.

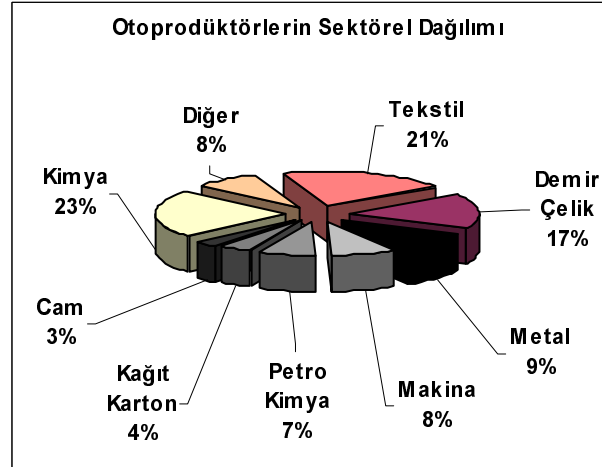
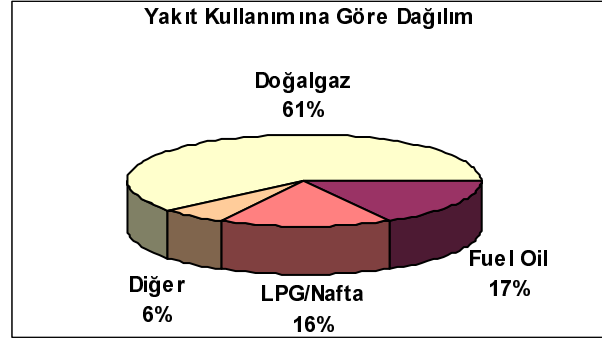
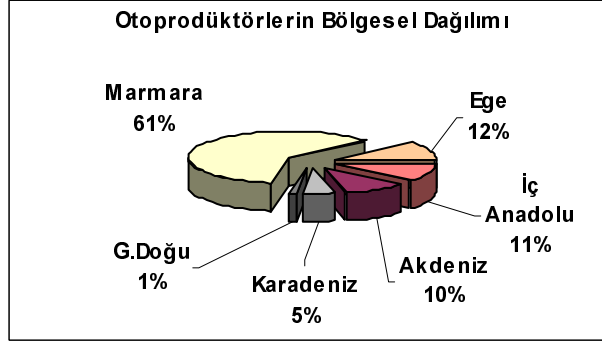
Otoprodüktörler büyük oranda sanayinin oldukça geliştiği İstanbul ve çevre illerde, (genel olarak Marmara Bölgesi'nde) faaliyet göstermektedir. Marmara Bölgesi'ni Ege ve İç Anadolu Bölgeleri sırasıyla %12 ve %11'e ulaşan paylarıyla takip etmektedir. Enerji Bakanlığı'nda değerlendirmeye alınan projelerin arasında Akdeniz Bölgesi'nde faaliyete geçirilmesi planlanan büyük kurulu güce sahip santrallerin onaylanması durumunda Akdeniz Bölgesi'nin payı artacaktır.

Otoprodüktörler elektrik üretiminde yaygın olarak (%69) doğalgaz kullanmaktadır. Doğalgazın düşük maliyetinin yanısıra, santrallerin daha verimli kullanılabilmesine imkan tanınması ve çevreye verdiği zararın diğer yakıtlara oranla düşük olması yaygın kullanımının ardındaki nedenlerdir. Otoprodüktörlerin yoğun olarak doğalgaz erişiminin yüksek olduğu Marmara Bölgesi'nde kurulu bulunmaları da doğalgaz kullanımını artırmaktadır. Doğalgazın henüz ulaşmadığı bölgelerde kurulu olan otoprodüktörler ise kalori değeri yüksek olan Fuel-Oil, LPG ve Nafta gibi yakıtlara yönelmektedirler. Sözkonusu yakıtların doğalgaza oranla yüksek birim fiyatlara sahip olması ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmaya paralel olarak artıp azalmaları bu yakıtları kullanan otoprodüktörleri üretim maliyetlerine karşı hassas hale getirmiştir. Bazı otoprodüktörlerin LPG ve Nafta fiyat artışlarına bağlı olarak üretimlerini durdurmaları, Enerji Bakanlığı'nı sözkonusu yakıtların karşın Akaryakıt Tüketim Vergisi ve Akaryakıt İstikrar Fonu'ndan arındırılmasıyla çözümlenmiştir.

Otoprodüktörler elektrik ve buhar ihtiyacını karşılamak amacıyla tekstil sektöründe faaliyet gösteren kuruluşlar tarafından sıklıkla tercih edilmektedir. Halihazırda faaliyet gösteren otoprodüktörlerin %21'i tekstil sektörüne yönelik üretim yapmaktadır. Otoprodüktörlerin yoğunlaştığı bir diğer sektör %17 ile kesintisiz ve kaliteli elektrik enerjisine ihtiyaç duyan demir-çelik endüstrisidir.

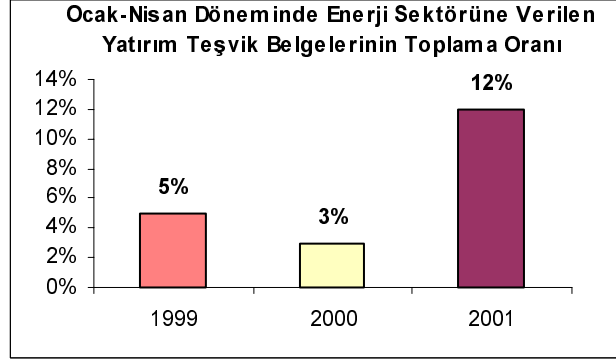
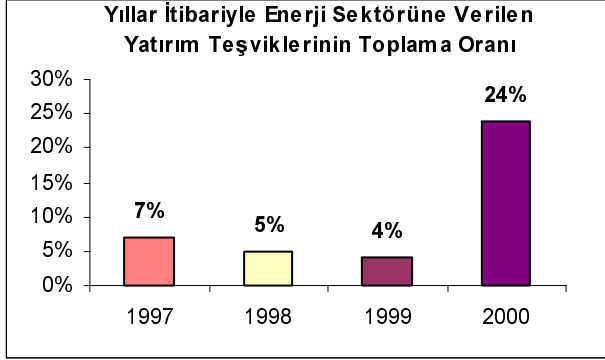
Bugün otoprodüktör uygulaması yaygın olarak otoprodüktör grubu formunda uygulanmaktadır. Bürokratik engeller yüzünden Yap-İşlet-Devret ve Yap-İşlet modelindeki özelleştirmelerin ağır ilerlemesi (Şubat ayında kabul edilen Elektrik Piyasası Kanunu bu modellerin yürürlükten kaldırılmasını öngörmektedir) öte yandan otoprodüktör uygulamasının Devlet'e herhangi bir finansman yükü yaratmaması Enerji Bakanlığı'nın otoprodüktörleri bir özelleştirme yöntemi olarak görmesine yol açtı. Enerji Bakanlığı otoprodüktörlere yönelik kolaylıkları artırdı. Yukarıda da bahsettiğimiz üzere çeşitli otoprodüktör gruplarının nafta ve LPG fiyatlarındaki yükselme nedeniyle üretimlerine durmasını engellemek ve bu yolla otoprodüktörlerin elindeki atıl kapasiteyi kullanmak amacıyla Enerji Bakanlığı otoprodüktörlerin Akaryakıt Fiyat İstikrar Fonu (AFİF) ve Akaryakıt Tüketim Vergisi'nden (ATV) büyük oranlarda muaf tutulmasını sağladı. Otoprodüktörlerin doğalgaz ve alternatif yakıtlar arasındaki fiyat farkından ve yakıtlardaki öngörülemez fiyat artışlarından korunmaları amacıyla düzenlemeler yapıldı.

Öte yandan finansman sağlamak zorlanmayan ve kısa sürede inşaatları tamamlanarak faaliyete geçirilen otoprodüktör santrallerinin sayısının artırılması için bölge farkı gözetmeksizin ardı ardına yatırım



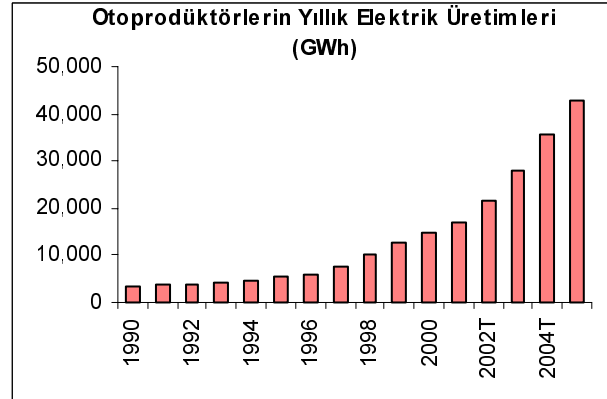
izni verilmeye başlandı. Otoprodüktör yatırım seferberliğinden Marmara Bölgesi'nin Trakya Bölümü Bulgaristan'dan ithal edilen elektriğin tüketime sunulduğu bölge olması itibariyle muaf tutuldu.

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı enerji darboğazını aşmak enerji sektöründe yatırım yapan firmalara verdiği teşvikleri artırırken, otoprodüktörlerin bu teşviklerden aldıkları payı da yükseltildi. Önceki yıllarda **Otoprodüktör teşviklerinin payı enerji sektörüne verilen teşvikler içinde %50 civarında iken 2000 yılının ilk yedi ayında %79'a ulaştı.**



Otoprodüktör grubu uygulamasının yaygınlaşması ve hatta devlet tarafından teşvik edilmesiyle elektrik üretim ve satışı bu model atında yasal hale geldi. Yukarıda bahsettiğimiz teşvikler elektrik darboğazının yaşandığı ve talebin sürekli arttığı elektrik piyasasında faaliyet göstermeyi son derece cazip kılmakla kalmadı ve pek tabii olarak otoprodüktör başvurularında patlamaya yol açtı.

Enerji Bakanlığı 2000 yılı içinde kurulu güçleri 2,122 MW'a ve yıllık elektrik kapasiteleri de 15,5 milyar kWh'e ulaşan 68 adet otoprodüktör projesinin başvurularını onayladı. Bakanlık'ta değerlendirilmekte olan projelerin kurulu gücü ise yaklaşık olarak 11,200 MW'tır. Bu projelerin onaylanması halinde 2005 yılında elektrik üretiminin %23'ü otoprodüktörler tarafından karşılanacak (2005 yılı otoprodüktör üretimi için Kojenerasyon Derneği projeksiyonları, ulusal elektrik üretimi için Strateji Menkul Değerler projeksiyonları kullanılmıştır).



A.3. Otoprodüktörlere İlişkin Son Düzenlemeler

2000 yılı itibariyle bile Avrupa Birliği ortalamasının (%10) üzerinde olan otoprodüktörlerin ulusal üretime katkısının ileriki yıllarda daha da artacağını işaret etmesi Enerji Bakanlığı'nı otoprodüktör uygulamalarında daha dikkatli bir planlama yapmaya itti. Elektrik Piyasası Kanunu'ndakilere ek olarak otoprodüktör santral projeleri daha titiz bir şekilde incelenerek sadece enerjiye ihtiyaç duyulan bölgelerde yatırım yapılmasına izin verilmesi ve başvuruların değerlendirilmesi esnasında TEAŞ'ın bölgesel talepleri dikkate alınarak, bu taleplere ve enerji ihtiyacına uygun bulunan otoprodüktör yatırımlarına izin verilmesi karara bağlandı. Ancak bu düzenlemenin, sistemin ve yatırımların gelişimini engellememesi için de Ülkenin enerji ihtiyaçlarının çok üzerinde ve bölgesel talepler dikkate alınmadan hazırlanan otoprodüktör tesisi başvuruları TEAŞ'ın belirlediği kriterlere uymaları halinde yatırım izni alabilir kaydı düşüldü.

Bu kararın uygulanması amacıyla Enerji Bakanlığı bünyesinde otoprodüktör başvurularını değerlendirmek üzere 10 kişilik bir Kurul oluşturulacak. Söz konusu Kurul'da Enerji Genel Direktörlüğü'nden iki olmak üzere Devlet Su İşleri, TEAŞ, BOTAŞ ve TKİ'den birer temsilci yer alacak.

Başvuru aşamasındaki projelerin değerlendirilmesinde kullanılan kriterler de yeniden belirlendi. Bu doğrultuda ilk aşamada başvuru sahiplerinden fizibilite raporu yerine bir ön-başvuru istenecek. Enerji Bakanlığı'na sunulan ve onay bekleyen fizibilite raporları ise yeni düzenlemeye uygun biçimde yeniden hazırlanmak üzere geri gönderilecek.

Bu düzenleme son zamanlarda aslı işlevinden uzaklaşıyor gibi gözükken otoprodüktör uygulamasının ileriki yıllarda daha planlı ve dikkatli bir şekilde uygulanacağını işaret ediyor. Ulusal üretimin %3-7'sini karşılama kapasitesine sahip otoprodüktör başvurularının Enerji Bakanlığı ve TEAŞ'ın ikili kontrolüyle bölgesel ihtiyaçlar uyarınca değerlendirileceği ve atıl kapasite yaratılmasının önüne geçileceğini düşünüyoruz.

A.4. Elektrik Piyasası Kanunu

20 Şubat 2000 tarihinde kabul edilen 4628 Sayılı Elektrik Piyasası Kanunu "Elektriğin yeterli, kaliteli, sürekli, düşük maliyetli ve çevreyle uyumlu bir şekilde tüketicilerin kullanımına sunulması için, rekabet ortamında özel hukuk hükümlerine göre faaliyet gösterebilecek, mali açıdan güçlü, istikrarlı ve şeffaf bir elektrik enerjisi piyasasının oluşturulması ve bu piyasada bağımsız bir düzenleme ve denetimin sağlanmasını" amaçlamaktadır.

Kanun (bizce) otoprodüktörleri ilgilendiren 3 önemli düzenleme içermektedir. Otoprodüktör ve otoprodüktör gruplarını tanımlayan 1. Madde'nin 25. ve 26. paragrafları; otoprodüktör ve otoprodüktör gruplarının elektrik satışlarını düzenleyen 2. Madde'nin 3. paragrafı ve Serbest Tüketici'yi tanımlayan Geçici 7. Madde.

Kanun'un 1. Maddesinin 25. ve 26. paragraflarında otoprodüktör ve otoprodüktör grubu sırasıyla "Esas olarak kendi elektrik enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere elektrik üretimi ile işigal eden tüzel kişi" ve "Esas olarak ortaklarının elektrik enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere elektrik enerjisi üretimi ile işigal eden tüzel Kişi" olarak tanımlanmıştır.

Kanun'un 2. Maddesi "Bir otoprodüktör ya da otoprodüktör grubu, ürettiği elektrik enerjisinin, bir takvim yılı içinde yüzde yirmisini aşmamak kaydıyla Kurul tarafından belirlenecek orandaki miktarını rekabet ortamında satabilir. Olağanüstü hüllere münhasır olmak üzere, Kurul bu oranı yarısı kadar artırabilir. Bir takvim yılı içinde Kurulca belirlenen orandan daha fazla elektrik enerjisinin satılması halinde üretim lisansı alınması zorunludur. Otoprodüktör ve otoprodüktör gruplarının çalışma usul ve esasları, ortaklarına yapacakları satışın niteliğine ilişkin düzenlemeler ile ihtiyaç fazlası olarak ürettikleri elektriğin satışı, çıkarılacak yönetmelikle belirlenir." ifadesiyle otoprodüktörlerin asıl faaliyet amaçlarından farklı olarak, kendisinin ve ortaklarının elektrik ihtiyacını karşılamak, elektrik ticareti yapar hale gelmelerinin önüne geçmeye çalışmaktadır.

Otoprodüktörlüğün kuruluş amacı içinde kalması açısından yukarıdaki madde önemlidir. Serbest piyasa koşullarında satılabilecek elektrik miktarına getirilen %20 sınırı, otoprodüktör yatırımlarının atıl kapasiyete yol açmayacak şekilde planlanmasını sağlayacaktır. Bu doğrultuda otoprodüktör başvurularını değerlendirmek amacıyla Enerji Bakanlığı bünyesinde oluşturulan Kurul'un ve proje onay sürecinde yetkilendirilen TEAŞ'ın önemli rol oynayacağını düşünürüz.

Geçici 7. Madde, "Bu Kanunun yürürlüğe girmesinden sonra doğrudan iletim sistemine bağlı olan tüketiciler ile Kanunun yürürlüğe girmesinden itibaren yirmidört ay sonra geçerli olmak üzere, bir önceki yıla ait toplam elektrik enerjisi tüketimleri dokuz milyon kWh'ten fazla olan tüketiciler serbest tüketici olarak kabul edilir" ifadesiyle serbest tüketiciyi tanımlamaktadır.

Bu maddenin önemi bizce elektrik piyasasındaki rekabeti arttıracak olmasından kaynaklanmaktadır. Hatırlanacağı üzere önceki uygulamada tüketiciler elektrik ihtiyaçlarını ancak TEDAŞ veya otoprodüktör grupları vasıtasıyla karşılayabiliyorlardı. 4628 sayılı yeni Elektrik Piyasası Kanunu serbest tüketicilere ikili anlaşmalar vasıtasıyla Kanun uyarınca kurulacak olan dağıtıcı şirketlerden temin edebilmelerine izin vermektedir.

A.5. Elektrik Fiyatları

2000 yılı sonunda IMF'nin istekleri doğrultusunda TEAŞ ve TEDAŞ'ın finansman açıklarının azaltılması amacıyla elektrik satış fiyatlarına %10 zam yapılmış ve 2001 yılında her ay %1 artış yapılması kararlaştırılmıştı. Yılsonu itibariyle 7 cent/kwh olan sanayi elektrik ücreti, 2001 Ocak'ında yapılan zamla 7,7 cent/kWh'e ulaşmıştı. Şubat ayı başında da daha önce alınan karar doğrultusunda TEDAŞ elektrik satış fiyatlarını %1 arttırdı, ancak Şubat ortasında yaşanan ekonomik kriz dalgalı kur sistemine geçişle sonuçlanınca elektrik satış fiyatı 7 cent/kWh'e düştü.

TEDAŞ'ın Mart ayında üstüste iki kez %10 oranında fiyat artışı uygulamasına rağmen dolar bazında fiyatlardaki gerileme engellenemedi ve Mart ayı sanayi elektrik satış fiyatı 6,4 cent/kWh olarak gerçekleşti. Nisan başında TEDAŞ elektrik fiyatlara yeniden %10 oranında zam yaptı ancak bu artış da dolar kurundaki yükselmenin gerisinde kaldı ve sanayi elektrik fiyatları 5,9 cent/kWh'e düştü. Mayıs ayı başında yapılan %13'lük artışla elektrik fiyatları yeniden 7 cent seviyesine ulaştı. Haziran ayı başında da elektrik fiyatlarına %3 zam yapıldı.

Bizce 2001 yılı boyunca TEDAŞ elektrik fiyatlarını dolar kurundaki ilerlemeye bağlı olarak arttıracak ve dolar bazında fiyatları 7 cent seviyesinde koruyacak.

Özelleştirme sonrası elektrik fiyatlarının izleyebileceği trendi öngörebilmek amacıyla elektrik piyasasının liberalleştirildiği ve deregülasyonun devam ettiği İngiltere ve Kaliforniya örneklerini inceledik:

1990 yılında başlayan özelleştirme ve liberalleştirme çalışmalarının ardından İngiltere'de sanayi elektrik fiyatları enflasyonun altında bir artış gösterdi, yani reel anlamda geriledi. Arz ve talebin dengede olduğu Ülkede fiyatların rekabetin etkisiyle gerilemesi şaşırtıcı bir sonuç değil. Zaten piyasaların özel sektöre açılmasının temel sebebi de rekabeti ve rekabete paralel olarak kaliteyi arttırarak fiyatları düşürmek. Ancak arz ve talebin dengede olmadığı durumlarda piyasanın liberalleştirilmesi planlananın tersine işleyerek elektrik fiyatlarında beklenmeyen yükselmelere yolaçabilir.

Amerika Birleşik Devletleri'nin Kaliforniya eyaletinde yaşananlar tam da yukarıda bahsettiğimiz duruma uygun bir örnek:

Kaliforniya'da oldukça güçlü olan çevresel duyarlılığın dayatmalarıyla elektrik üreticileri pahalı ve çevreye zararsız enerji kaynaklarına yönelmek zorunda kalmışlardı. Bir üretim tesisin yatırımı için izin alma ve faaliyete geçme süresi 7 yıla kadar uzamıştı. Çevreci baskıların yatırım maliyetlerini ve risklerini arttırması nedeniyle eskimekte olan üretim ve dağıtım tesislerinin yenilenmesi için herhangi bir çaba gösterilmiyordu. Bu gelişmeler bağlı olarak eyaletteki elektrik fiyatları önceki yıllara oranla %50 yükselmışti. Diğer eyaletlerde ikili anlaşmalar vasıtasıyla daha ucuza elektrik sağlamanın mümkün olduğunu farkeden çelik ve çimento üreticileriyle madenciler, piyasanın serbestleştirilmesi için baskı oluşturmaya başladılar. Kaliforniya eyalet yönetimi 1996'da elektrik piyasasındaki üretim ve dağıtım tekelini kırmak, enerji arzını arttırmak ve kullanıcılara ucuz elektrik sağlamak amacıyla yasal düzenlemeler yaptı. Son halini alan yasa 1 Nisan 1998'de yürürlüğe girdi.

Dağıtım şirketleri liberalleştirmeye kadar işletmekte oldukları üretim tesislerini üretici şirketlere sattılar. Elektriğin toptan alış-satışının gerçekleştirilmesi amacıyla bir elektrik borsası oluşturuldu. Dağıtım şirketleri bu piyasada ihtiyaçları olan elektriği bir gün öncesinden sağlayabiliyorlardı. Herhangi bir nedenden ötürü bu piyasada elektrik satın alamamış ya da satamamış firmalar içinde ikincil bir spot piyasa kuruldu.

Tüketiciler ve sanayi kuruluşlarını elektrik fiyatlarında oluşabilecek dalgalanmalardan korumak için perakende elektrik fiyatlarına bir üst sınır getirildi.

Piyasanın işleyişinin bozulması ise bu düzenlemelerden sonra başladı. Çevreci baskılar yüzünden elektrik üretim kapasitesi artmazken, Silikon Vadisi'nin de büyük katkısıyla eyalet elektrik tüketimi hızla yükseldi. Perakende satış fiyatlara getirilen üst sınırla korunan tüketiciler herhangi bir tasarruf tedbiri almayı düşünmezken, ikili anlaşmalar yoluyla kendilerini korumalarına izin verilmeyen dağıtım şirketleri elektrik arzındaki yetersizliğinde artmasıyla elektriğe her geçen gün daha fazla ödemeye başladılar. Bu arada

ikincil piyasa hızla dağıtım şirketlerinin aleyhine işlemeye başladı çünkü üreticiler birincil piyasa yerine kar marjının doğal olarak daha yüksek olduğu spot piyasaya satışı tercih ediyorlardı.

Liberalleşme öncesinde kWh başına 3 cent olan elektrik fiyatları 2000 yılı Aralık ayında ortalama 37 cente ulaştı. Birara dağıtım şirketleri bir kWh için yaklaşık \$1,4 ödemek zorunda kaldılar. Üreticiler fiyatları sürekli arttırırken, dağıtım şirketleri geçiş süresi boyunca elektrik fiyatlarını yükseltmediklerinden bu maliyet artışını müşterilerine yansıtamadılar.

Piyasanın liberalleşmesini amaçlayan düzenleme, son kullanıcıyı korumayı da ihmal etmediği için dağıtım şirketlerinin finansman açıkları hızla arttı ve sonunda iflasın eşiğine geldiler. Yükümlülüklerini yerine getirmeye çalışan dağıtım şirketleri üstlendikleri inanılmaz finansman yüküne karşın zaman zaman elektrik kesintilerine engel olamadılar. Çünkü elde ettikleri büyük kara rağmen üretici şirketler yeni yatırım yapmaktan kaçınıyorlardı.

Sonunda eyalet yönetimini müdahale etmek zorunda kaldığı kriz halen çözülebilmemiş değil, üstüne üstlük elektrik fiyatları liberalleştirme öncesinin yukarısında seyrediyor. Son kullanıcılar liberalleştirmenin başından itibaren elektriğe \$30 milyar fazla ödediler. Dağıtıcı şirketlerse 12 milyar'a ulaşan zararlarıyla batmanın eşiğinde elektrik piyasasının yeniden tam düzenlemeye geçmesini bekliyor.

Yukarıdaki örnekte gördüğümüz üzere yoğun sermaye yatırımları gerektiren elektrik piyasası, arz-talep dengesinin sağlanamadığı durumlarda elektrik fiyatlarının artmasına neden oluyor. Aslında arzın yetersiz olduğu piyasada fiyatların yükselmesi kaçınılmaz.

2001 Mart'ında yürürlüğe giren Elektrik Piyasası Kanunu serbest tüketicilerin ikili anlaşmalar yoluyla elektrik ihtiyaçlarını karşılamalarına olanak veriyor. Bunun tüketiciler için fiyat riskini düşüreceği söylenebilir. Ancak serbest tüketici sınırının 9 milyon kWh olarak belirlenmesi yani yıllık tüketimi söz konusu rakamı geçen tüketicilerin ikili anlaşmalar yapmasına izin verilmesi, bu olumlu düzenlemenin etkisini sınırlıyor. Serbest tüketici olmayan sanayiciler ve bireysel tüketicilere yapılacak satışın tarifelerinin ise Elektrik Piyasası Üst Kurulu tarafından onaylanacak olması Kaliforniya'daki üst sınır uygulamasını hatırlatıyor.

Öte yandan üretimin büyük ölçüde devlet elinde olması üreticilerden kaynaklanacak bir fiyat istikrarsızlığının kısa vadede önüne geçecek gibi gözüküyor.

B. 1. Şirket: Ak Enerji

Ak Enerji Türkiye'nin en büyük otoprodüktörü olmasının yanısıra sektördeki en tecrübeli kuruluşlardan biridir.

Yalova, Alaplı, Bozüyük ve Çerkezköy'de kurulu, 296 MW kurulu güce sahip 4 santralla faaliyet gösteren Ak Enerji 2001 yılının ilk çeyreğinde 558,671,769 kWh elektrik, 1,055,945 ton buhar üretimi gerçekleştirmiş, 545,370,362 kWh elektrik ve 427,933 ton buhar satmıştır.

Şirket'in 2001 birinci çeyrek satışları büyük ölçüde buhar satışlarındaki gerilemeye bağlı olarak %6 oranında azalmış ve USD33.6 milyon olarak gerçekleşmiştir. En büyük buhar müşterisi olan Aksa'nın Nisan ayı ortasından itibaren kapasitesinin %75'i oranında üretim yapmaya başlamasıyla buhar satışlarının yeniden eski seviyelerine çıkacağını öngörüyoruz.

Dalgali kur sistemine geçilmesiyle BOTAS, doğalgaz satış fiyatlarını TEDAS'ın elektrik satış fiyatlarındaki ayarlamalarına göre yenilemeye başladı. Bu uygulama Şirket'in operasyonel karlılığı üzerindeki maliyet artışı riskini geçtiğimiz yıla oranla azaltmıştır. 2000 yılında doğalgaz ve nafta fiyatlarındaki dalgalanma sonucunda operasyonel karlılıkta meydana gelen daralmanın bu sene yukarıda bahsettiğimiz nedenden ötürü tekrarlanmasını beklemiyoruz.

Ancak 2001 yılı ikinci çeyreği için TEDAS elektrik satış fiyatının USD bazında ortalama 6.6 cent civarında olacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda buhar satışlarındaki düzelmeye karşın, Şirket'in 2001 ikinci çeyrek USD bazında cirosunda %1-1,5 oranında bir gerileme öngörüyoruz.

2000 yılının üçüncü çeyreğinde gerçekleştirdiği halka arzdan elde ettiği \$120 milyon tutarındaki nakiti 2001 yılının ilk çeyreğinde USD'ye çeviren Şirket, bu yolla yaklaşık \$60 milyon kur farkı geliri elde etmiştir. Öte yandan dalgali kur sistemine geçilmeden önceki günlerde yükselen faiz oranlarından da faydalanan Ak Enerji'nin faiz gelirleri \$16 milyon'a ulaşmıştır. Faaliyet dışı gelirlerdeki bu yükselişe bağlı olarak Şirket'in 2001 yılı ilk çeyrek net karı %908 artarak, USD59.4 milyon olarak gerçekleşmiştir.

Faaliyete geçirilmesi geciken 20*5 projesine ait birimlerin yol açtığı USD3 milyon tutarındaki çalışmayan kısım gider ve zararları, 2. ve 3. çeyrekte santralların büyük oranda (Batıçim dışındaki birimlerin) üretime geçmesiyle azalacaktır.

Devam etmekte olan yatırımlar ve yeni projeler için alınan yatırım teşvikleri sayesinde Ak Enerji'nin efektif vergi oranının 2001 yılı için %24-25 aralığında gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

20*5 projesi yıl içinde tamamen faaliyete geçirilemeyecek olsa da, 2. ve 3. çeyrekte üretime başlaması planlanan tesislerin elektrik ve buhar satışlarını sırasıyla %13 ve %18 arttıracığını, ciroyu ise USD bazında %16.5 oranında yükselteceğini tahmin ediyoruz. Ak Enerji için 2001 yılı net satış hedefimiz USD159.2 milyon, net kar hedefimiz ise USD110 milyon'dur.

B. 2. Yatırımlar

20*5 Projesi

Ak Enerji 2000 yılında başladığı 20*5 projesini 2001 yılı ilk çeyreğinde faaliyete geçirmeyi planlamasına rağmen 1999 depremi sonrasında yapı ruhsatlarına getirilen kısıtlamanın uzaması ve gereken izinlerin Enerji Bakanlığı'ndan gecikerek çıkması nedeniyle tamamlayamadı.

Projenin büyük ölçüde Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında faaliyete geçirilmesi hedefleniyor. Batıçim'e elektrik enerjisi satışı için gerçekleştirecek 6*5 MW gücündeki santralın Kasım 2001'de işletmeye alınması planlanıyor. Halihazırda bu projeye dahil sadece 10 MW kurulu güce sahip bir santral işletmeye alındı.

Söz konusu gecikmeler dolayısıyla kesin olmamakla birlikte 20*5 projesinin 50 MW'ının 2001 yılının altı, diğer yarısının ise sadece 2 ayı boyunca üretim yapması planlanıyor.

20*5 projesi ortakların buhar ve elektrik ihtiyaçlarını birlikte karşılamayı amaçlıyor. Nitekim Batıçim'e elektrik sağlayacak 6 ünite dışındaki tüm birimlerden buhar satışı gerçekleştirilecek.

Batıçim'e elektrik sağlayacak olan tesislerde üretilecek olan buharın satılmayacak olmasından dolayı söz konusu buharın elektrik enerjisine dönüştürülmesine olanak sağlayacak bir düzenlemeyle bu tesisin elektrik üretiminin artırılması olanak ve ihtimal dahilinde.

Bu projenin 2001 yılında elektrik satışlarını %13, buhar satışlarını da %18 arttıracığını tahmin ediyoruz. 2002 yılı için elektrik ve buhar satış projeksiyonlarımız ise sırasıyla 790 milyon kWh ve 1.1 milyon ton. 20*5 projesinin 2002 cirosunu USD68.5 milyon arttıracığını öngörüyoruz.

20*5 Projesi

Lokasyon	Kurulu Güç (MW)
Çorlu Mebal	10
Bursa Orhangazi	5
Yalova Akal	10
Denizli	15
Uşak OSB	15
İzmir Batıçim	30
Bursa Demirtaş/Gürsu	15
Toplam	100

Akel Projesi

Ak Enerji'nin %89.95 oranındaki iştiraki Akel vasıtasıyla üstlendiği Hazine garantisi kapsamındaki 29 Yap-İşlet-Devret projesinden biri olan Yalova Doğalgaz Santrali (306 MW) ise Enerji Bakanlığı ve TEAŞ ile yapılması gereken anlaşmaların halen sonuçlandırılmaması nedeniyle bekliyor. İlk ünitesinin 2002 sonunda faaliyete geçeceği taahhütle Hazine Garantisi alan projenin inşasına Mayıs ayında başlanması planlanıyordu. Toplam yatırım bedeli USD242 milyon olarak açıklanan projenin finansmanının %30'unun özkaynaklardan sağlanması planlanıyor. Dış finansman görüşmeleri devam ise ediyor.

İnşaat faaliyetlerine henüz başlanmayan projenin ilk ünitesinin 2002 yılı sonunda, ikinci ünitesinin ise 2003 yılının 3. çeyreğinden itibaren üretime başlaması öngörülmüyor. Ak Enerji'nin en büyük buhar müşterisi olan Aksa, buhar ihtiyacını faaliyete geçmesinden sonra Akel'den karşılayacak.

Hazine 9 Mayıs 2001 tarihinde Enerji Bakanlığı'na Hazine Garantisi kapsamına alınan 29 Yap-İşlet-Devret projesiyle ilgili görüşlerini ilettili ve bu projelere verilen Hazine Garantisi'nin sadece TEAŞ alımlarıyla sınırlandırıldığını açıkladı. Açıklama uyarınca elektrik piyasasını liberalleştirerek özel sektöre ve rekabete açmayı amaçlayan Elektrik Piyasası Kanunu'nun kabul edilerek yürürlüğe girmesiyle elektrik piyasasında faaliyet gösterecek şirketlerin ürettikleri elektriği piyasa koşulları çerçevesinde satması gerektiği belirtildi. Hatırlanacağı üzere bahsi geçen 29 projeye TEAŞ'ın satın almadığı elektrik için de alım garantisi verilmişti.

Öte yandan IMF'ye sunulan Niyet Mektubu'nun 32. maddesinin 6. paragrafında "TEAŞ tarafından satılan elektriğin ortalama fiyatının kilovat başına 4.5 centte tutulması ve satın alınan elektriğin maliyetinin karşılanması için TEDAŞ'ın ücret ve tarifelerinin buna uygun olarak artırılması"nın hedeflendiği belirtilmişti.

Biz, Hazine'nin alım garantilerine getirdiği sınırlamalarla TEAŞ'ın elektrik alış maliyetlerini düşürmeye çalışacağını, TEAŞ ve Enerji Bakanlığı'nın Hazine'nin uyarılarıyla bu 29 proje içinde elektrik satış fiyatı 4,5 cent'in üzerinde olanlarla yeniden masaya oturarak yeni koşullar belirlemeye yöneleceğini öngörüyoruz. Söz konusu projelerin birçoğunun Elektrik Satış ve Doğalgaz Alış Anlaşmaları'nın da imzalanmamış olması da tahminlerimizin gerçekleşme olasılığını yükseltiyor.

Ak Enerji'nin Akel vasıtasıyla üstlendiği Yalova Doğalgaz Çevirim Santrali'nin yukarıda bahsettiğimiz uygulamadan olumsuz etkileneceğini düşünmüyoruz.

Yeni Projeler

Ak Enerji büyüme hedefleri doğrultusunda 2000 yılı içinde Enerji Bakanlığı'na 880 MW kurulu gücünde 5 adet otoprodüktör santral projesi için başvuruda bulunmuştu. Bu başvurulardan İzmir Kemalpaşa ve Bilecik Bozüyük'te kurulmak üzere her biri 127 MW kurulu gücüne sahip iki santral Enerji Bakanlığı tarafından onaylandı. Ak Enerji sözkonusu santraller için teşvik belgelerini de tamamladı.

Bu santrallerin yapım henüz takvimi kesinleşmiş olmamakla birlikte, inşaat faaliyetlerinin mümkün olan en kısa sürede başlayacağını ve santrallerin 2004 yılından itibaren faaliyete geçeceğini tahmin ediyoruz.

Yeni Projeler	
Lokasyon	Kurulu Güç (MW)
Bilecik Bozüyük	127
İzmir Kemalpaşa	127
Toplam	254

Bu projelerin yanısıra Ak Enerji Balıkesir Bandırma'da inşa edilmek üzere 25 MW kurulu güce sahip bir rüzgar santrali için başvuruda bulunmuştur. Sözkonusu santral Enerji Bakanlığı'nda değerlendirilme aşamasındadır.

Ak Enerji otoprodüktör yatırımlarından başka, elektrik dağıtım alanında faaliyet göstermek amacıyla 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 üstlenmişti.

B. 3. Satışlar

Ak Enerji'nin elektrik satışları yeni projelerin faaliyete geçirilmesiyle hızla artarak 2002 yılında 2.8 milyar kWh'e, 2005 yılında 4.9 milyar kWh'e yükselecektir.

Buhar satışları ise Aksa'nın buhar ihtiyacını Akel'den karşılayacak olması nedeniyle 2003 yılından itibaren azalacak. Biz Akel projesindeki gecikmeleri göz önünde bulundurarak, Yalova Santrali'nin buhar satışlarının 2003 yerine 2004 yılında tamamen sona ereceğini öngörüyoruz.

Ancak Yalova Santrali'nin buhar satışı durdurulduktan sonra bu santralde üretilen buharın elektrik enerjisine döndürülmesi sağlayacak bir buhar tribünü faaliyete geçirilecektir. Böylece buhar satışından elde edilen gelirin azalmasına karşın, Yalova Santrali'nin elektrik üretim verimliliği ve operasyonel karlılığı artmış olacaktır.

		2000A	2001F	2002F	2003F	2005F	2010F
Elektrik Satış	kWh	2,012,594,792	2,279,244,690	2,794,444,380	3,740,524,380	7,383,129,480	9,768,000,060
Buhar Satış	ton	1,976,061	2,147,564	2,165,221	1,415,221	1,415,221	1,617,200

Elektrik piyasasının liberalleştirilmesiyle elektrik üretici ve dağıtıcıları arasında oluşacak rekabete karşın, elektrik arzının talebin gerisinde kalması dolayısıyla, biz elektrik fiyatlarının 2003 yılında 7.5 cent'e, geçiş sürecinin sona ereceğini öngördüğümüz 2004 yılında ise 8 cent'e yükseleceğini düşünüyoruz. Devam eden yıllarda ise arz-talep dengesinin kurulmasıyla elektrik fiyatlarının yeniden 7 cent seviyelerine gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Buhar satış fiyatının ise geçtiğimiz yıllar içinde 20 \$/ton'dan 12 \$/ton'a düştüğünü gözönünde bulundurarak, 12 \$/ton ortalamasını koruyacağını öngörüyoruz.

	2000A	2001F	2002F	2003F	2005F	2010F
Satışlar (USD Milyon)	136.6	159.3	196.3	255.0	497.7	626.1
FVAÖK (USD Milyon)	12.3	28.7	41.2	56.1	109.5	131.5

B. 4. Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Yukarıdaki ayrıntılı üretim ve satış projeksiyonlarını kullanarak elde ettiğimiz Faiz, Vergi ve Amortisman Önceki Karı, yatırım harcamaları, işletme sermayesindeki değişim ve vergi yükümlülüklerinden arındırarak serbest nakit akımına ulaştık. Planlı yatırımlar haricinde Ak Enerji için büyüme projeksiyonumuzu %2 ile sınırladık.

İçinde bulunduğumuz ekonomik krizin borçlanma maliyetleri üzerinde oluşturduğu baskıya yatırım risklerini arttırmasına karşın elektrik enerjisi sektörünün büyüme potansiyeli ve Ak Enerji'nin sektördeki konumunu değerlendirerek, nakit akımı analizimizde indirgeme oranını %14 olarak belirledik. Bu verileri kullanarak yapmış olduğumuz indirgenmiş nakit akımı analizi Ak Enerji için USD433.4 milyon piyasa değerine işaret etmektedir. Bu değere Ak Enerji'nin net nakit pozisyonunu eklediğimizde Şirket'in hedef değeri USD563.5 milyon'a ulaşmaktadır.

Ak Enerji'nin %90 oranındaki Akel Projesi için ise USD65 milyon değer öngördük. Bu projenin Ak Enerji'ye katma değeri USD58.5 milyon olacaktır. Böylece Şirket'in hedef piyasa değeri Akel Projesi'yle birlikte USD622 milyon'a ulaşmaktadır.

Ak Enerji 12 Haziran 2001 tarihindeki USD398.7 milyon piyasa değeriyle hedef piyasa değerine göre %64 iskontolu işlem görmektedir ve %56 yükselme potansiyeli taşımaktadır.

Piyasa Çarpanları Analizi

İMKB'de enerji sektöründe toplam 7 şirket işlem görmesine karşın, otoprodüktör olarak sadece 2 şirket (Ak Enerji ve Zorlu Enerji) faaliyet göstermektedir. Enerji sektörü içindeki diğer şirketlerin üretici ve imtiyazlı konumunda olmasından dolayı Ak Enerji ile birebir karşılaştırmak mümkün değildir. Zorlu Enerji ise daha küçük kurulu güce sahip olması ve satışlarının satışlarının %35'ini TEAŞ'a (%29 iskonto ile) yapmasından dolayı Ak Enerji için kısıtlı bir karşılaştırma imkanı sunmaktadır.

Yurtdışında ise karşılaştırılabilir şirketlerin daha çok üretici ve üretici-dağıtıcı konumunda olması, karşılaştırmalı bir analizi sınırlandırmaktadır. Buna karşın, incelenen şirketlerin Fiyat/Kazanç çarpanlarının ortalaması son verilere göre 12 civarında seyretmektedir. Bu şirketlerin Fiyat/Satış çarpanlarının ortalaması ise 1,1 civarındadır. Sektörde bu çarpanlar dışında Firma değeri/FVAÖK çarpanı da 1'e yakın bir ortalama ortaya koymaktadır.

Bu doğrultuda, Ak Enerji, uluslararası Fiyat/Satış çarpanı ortalamalarına göre iskontolu olmasına rağmen Fiyat/Satış çarpanı ortalamasına göre oldukça primlidir. Ancak Türkiye elektrik enerjisi sektörünün büyüme potansiyeli ve Ak Enerji'nin sektördeki pozisyonu itibarıyla bu primin haklı görülebileceğini düşünüyoruz.

Piyasa Çarpanları Tablosu

Sirket	F/K	F/S
Bangor Hydro-Electric Company	19.2	0.9
C.A. La Electricidad de Caracas S.A.C.A	27.9	2.2
Centrais Eletricas de Santa Catarina S.A	10.8	0.3
Chilectra S.A.	9.9	2.4
Chubu Electric Power Company	13.4	0.8
Electricite de Strasbourg (ES) SA	12.0	0.6
Electricidade de Portugal, S.A.	0.3	2.3
Endesa SA	12.1	1.3
Hokkaido Electric Power Company	14.2	0.7
Korea Electric Power Corporation	10.3	1.0
Manila Electric Company (Meralco)	16.0	0.5
Northeast Utilities Incorporated	12.7	0.5
Okinawa Electric Power Company	4.0	0.2
PowerGen PLC	11.1	1.1
Tokyo Electric Power Company	14.0	0.7
Union Electrica Fenosa S.A.	22.5	1.5
Ortalama	12.0	1.1
Ak Enerji	8.8	2.9

B. 5. Sonuç ve Tavsiye

Ak Enerji yukarıda bahsettiğimiz üretim ve satış projeksiyonları ile indirgenmiş nakit akımı analizinin işaret ettiği hedef piyasa değerinin yanısıra bizce, taşıdığı büyüme potansiyeli ve büyümeyi yönlendirecek vizyon ve tecrübesi ile değerlendirilmelidir.

Elektrik piyasasının liberalleştirilmesiyle değişecek koşullar içinde faaliyetlerini ve karlılığını arttırarak devam ettirecek tecrübeye ve vizyona sahip olan Ak Enerji, özelleştirmenin ve rekabetin dayatacağı şartlara kolayca uyum sağlayacak esnekliği de taşımaktadır.

*Ak Enerji, 20*5 santrallerinde olduğu gibi iletim ve dağıtım maliyetlerini minimize eden projeler geliştirmesinin yanında, elektrik üretiminde birim maliyetleri düşük olan büyük santraller da (Bozüyük ve Kemalpaşa) kurarak faaliyet sahasını genişletmektedir. Söz konusu santraller önümüzdeki dönemlerde Ak Enerji'nin üretici şirket olarak faaliyet göstermesi durumunda gereken üretim kapasitesini ve düşük maliyetleri sağlamasında yardımcı olacaktır.*

Ak Enerji için AI olan yatırım tavsiyemizi, indirgenmiş nakit analizimizin gösterdiği hedef değer ve Şirket'in büyüme stratejisi ışığında yineliyoruz.

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.