

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

Ak Enerji

İZLE

AKENR 1.71TL
İMKB 82,161

Hisse bilgileri

| | | |
|---|---|-------------|
| Hisse kodu | : | AKENR |
| Son Fiyat | : | 1.71TL |
| Hedef fiyat | : | 1.88TL |
| Getiri potansiyeli | : | 9.9% |
| Hisse sayısı (adet) | : | 729,164,000 |
| Piyasa değeri (mn \$) | : | 686 |
| Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay) | : | 12.09 |

| 52-Hafta Fiyat aralığı | Yüksek | Düşük |
|------------------------|--------|-------|
| TL | 1.94 | 1.34 |
| \$ | 1.10 | 0.73 |

| Performans (%) | 1 ay | 3 ay | YBB |
|-----------------|------|------|------|
| TL | 1.2 | 6.9 | 4.3 |
| İMKB-100'e göre | -2.8 | -0.1 | -0.7 |

*Yılbaşından Beri

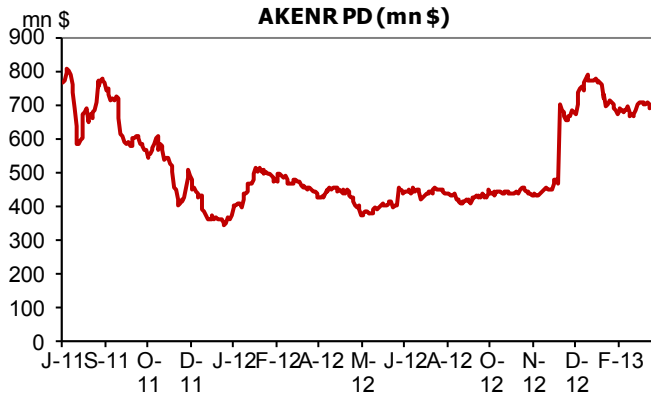
Finansal Performans

| milyon TL | 2011 | 2012 | 2013T |
|-----------|------|------|-------|
| Net Satış | 560 | 802 | 798 |
| FVAÖK | 106 | 144 | 127 |
| Net Kar | -211 | 79 | 70 |

| Değerleme | Cari PD ile | | |
|-----------------|-------------|------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013T |
| F/K (x) | (5.9) | 15.8 | 17.8 |
| PD/DD (x) | 2.4 | 1.3 | 1.0 |
| FD/Satışlar (x) | 4.5 | 3.2 | 3.2 |
| FD/FVAÖK (x) | 23.9 | 17.6 | 19.9 |

Ortaklık Yapısı

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



2012'nin büyüğü 4. çeyrekte bozuldu...

Ak Enerji 2012'de %24 artışla 4,9 milyar kWh elektrik satışı gerçekleştirdi. Kendi üretiminin %91 üzerinde olan bu satış miktarı dışarıdan alımlarla gerçekleşti. Şirketin cirosu %43 artışla 802mn liraya ulaşırken, hidroelektrik santrallerinin ve Akçez'in pozitif katkısı ve kur farkı geliri oluşmasıyla yılı 81mn lira net karla kapattı. Geçen yılın aynı döneminde 213mn lira zarar etmişti.

Ak Enerji 2012'nin yılın son çeyreğinde 21,4mn lira zarar etti. Zararın nedeni kar marjlarındaki gerileme, ve özkaynak yöntemiyle gelir tablosuna yansıttığı Akçez'in 9 aylıkta 44mn lira görünen karının 31mn liraya gerilemesi oldu. Son çeyrekte FVAÖK geçen yılın aynı dönemine göre %210 artışla 27mn liraya yükselmiş olsa da önceki çeyreğe göre %22 düşüş gösterdi. Geçen yılın son çeyreğinde yapılan doğalgaz zammı nedeniyle karlılığı beklenmedik şekilde bozulmuştu.

Ak Enerji 2012'de 30MW kapasiteli Feke I, 27MW kapasiteli Himmetli, 30 MW kapasiteli Gökkaya hidroelektrik santrallerini devreye alarak kurulu gücünü 658MW'tan 745MW'a yükseltti. 2013'te 98MW kapasiteli Çerkezköy santralında üretimin durmasıyla kapasitesi 647MW olarak gerçekleşecek. Yatırımı devam eden Egemer doğalgaz çevrim santralının 2014 başında üretime başlamasıyla kapasitesi 1547MW'a yükselecek.

Çerkezköy santralında üretim 2012 sonu itibarıyla sona erdi. Avans alınan santralin varlıkların satışı 2013 içinde gerçekleşebilir. Net karında önemli bir pozitif katkı görebiliriz.

Eylül 2012 itibarıyla net borcu 1,3 milyar lira (723mn dolar seviyesinde bulunuyor. Bu rakam önceki dönemlere göre önemli bir değişim ifade etmiyor.

Egemer Yatırımı

Şirketin üretimine yılda 6,7 milyar kWh katkıda bulunması beklenen Egemer santralının 1 milyar dolarlık maliyetinin %30 özsermaye, %70 dış kaynakla karşılanması bekleniyor. Yatırım maliyetinin 651mn dolarlık kısmı proje finansmanı yöntemiyle sağlanmış durumda ve kalan 279mn dolar özkaynaklardan karşılanacak. Yatırımın 2014'te tamamlanması bekleniyor. Egemer yatırımının finansmana yönelik olarak Ak Enerji ödenmiş sermayesini 353mn lira (%92) bedelli artışla 729mn liraya yükseltti.

Akçez satışı

Ak Enerji Sakarya Elektrik Dağıtımına sahip olan Akçez'deki %45 hissesini 140mn dolara Akkök ve Çez'e sattı. Özsermaye yöntemiyle tablolarına yansıttığı Akçez yüksek borcundan dolayı kur oynamalarına göre yüksek zarar ya da kar getirebiliyordu. 2011'de 41mn lira zarar oluşurken, bu yıl 31mn lira kar oluşmuştu. Bu durum Ak Enerji'de beklentilere yönelik belirsizlik yaratıyordu. Devir işlemi 30 Nisan 2013'te tamamlanmış olacak ve Ak Enerji karında oynaklık yaratan bir kalemden ortadan kalkacak.

Ak Enerji 2012/12 Özeti

| 000 TL | 2011/12 | 2012/12 | Değişim | 4Ç11 | 4Ç12 | Değişim | 2013T | Değişim |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|-------|---------|
| Net Satış | 560.0 | 802.0 | 43.2% | 135 | 177 | 30.7% | 797.7 | -0.5% |
| Satış (mlr kWh) | 4.0 | 4.9 | 23.7% | 0.9 | 1.0 | 8.2% | 4.6 | -6.1% |
| Brüt Kar | 109.5 | 138.6 | 26.6% | 12 | 28 | 138.8% | 143.2 | 3.3% |
| Esas F. Karı | 59.0 | 89.6 | 51.9% | -3 | 12 | z.k. | 95.2 | 6.2% |
| FVAÖK | 106.1 | 143.8 | 35.5% | 9 | 27 | 210.3% | 127.2 | -11.5% |
| Net Kar | -211.0 | 79.0 | z.k. | -40 | -22 | z.z. | 70.2 | -11.1% |
| BKM (%) | 19.6% | 17.3% | | 8.6% | 15.8% | | 18.0% | |
| FKM (%) | 10.5% | 11.2% | | -2.0% | 6.9% | | 11.9% | |
| FVAÖK Marjı | 19.0% | 17.9% | | 6.4% | 15.3% | | 15.9% | |
| NKM (%) | -37.7% | 9.9% | | -29.5% | -12.6% | | 8.8% | |

Beklentiler

2013 satış performansı açısından iyi başlamadı. İlk iki aylık dönemde elektrik sektörünün toplam üretimi %5,8 düşüşle 38,9 milyar kWh, elektrik tüketimi %3 düşüşle 40,1 milyar kWh oldu.

Akenerji'nin Çerkezköy santralının devre dışı kalmasıyla, kapasitesi 745MW'tan 647MW'a gerileyecek. Eksik üretimin dışardan satın almalarla tamamlanabildiği düşünüldüğünde satışlarında olumsuz etki beklemiyoruz. Ancak sektördeki zayıf talep ve düşük fiyatların şirketin satışlarına olumsuz yansıtacağını tahmin ediyoruz.

2013'te satış miktarının %6 düşüşle 4,6 milyar kWh olacağını, net satışlarının yaz aylarında serbest piyasada beklediğimiz fiyat artışıyla daha sınırlı %0,5 düşüşle 798mn lira olacağını hesaplıyoruz. 2013'ün ikinci yarısında TL'nin değer kaybı yaşayabileceği varsayımıyla, kur farkı giderlerinde artışa karşılık Çerkezköy santrali varlıklarının satışından faaliyet dışı gelir elde edebileceğini tahmin ediyoruz. Sonuçta 2013'te net karında düşüş olabileceğini hesaplıyoruz.

Öneri

Ak Enerji için 21 Kasım'da 1,53 lira fiyattan alım önerisi vermiştik. Hisse o tarihten beri %11,4 prim yaptı ve 1,71 liraya ulaştı. Sermaye artışıyla ayarlanmış hedef fiyatımız olan 1,67 liranın üzerine çıkmış durumda.

2013'ün ilk çeyreğini olumsuz olarak görürken, yılın tamamının elektrik sektörü için oldukça belirsiz olduğunu düşünüyoruz. Üreticilerin umudu, yaz aylarında havaların ısınmasıyla klima kullanımının artması ve serbest piyasada fiyatları yukarı çekmesi. TL'nin değer kaybetmesi olasılığı, açık pozisyonundan dolayı Ak Enerji için risk oluşturuyor.

Hisse için 2013 tahminlerimize göre önümüzdeki 12 aylık hedef fiyatımızı 1,88 TL olarak belirliyoruz. Bu hedef mevcut fiyat seviyesine göre sadece %10 potansiyel içeriyor görünüyor. Hissede alım için daha olumsuz sonuçlar olabileceğini düşündüğümüz ilk çeyrek sonuçlarının görülmesini düşündüğümüz için önerimizi İZLE olarak değiştiriyoruz.

