

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Enerji Sektörüne Bakış

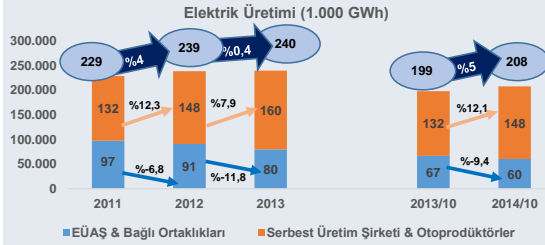
Bilgilendirme Dökümanı

Aralık 2014

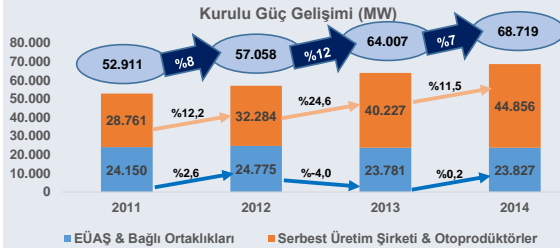
2014 yılında toplam üretimin 2013 yılına göre %5 büyüyeceği ve ekonomik büyümenin oldukça üzerinde olacağı tahmin edilmektedir.

Büyüme & Kurulu Güç

Sektör Büyümesi



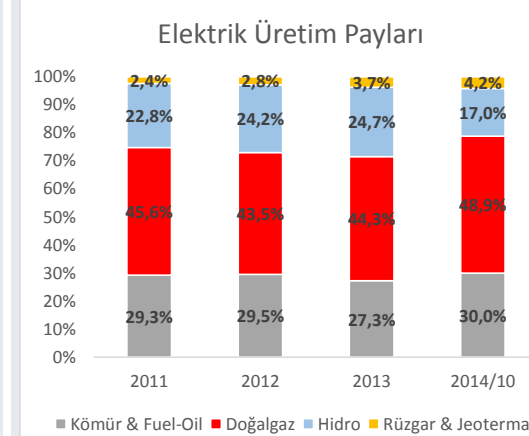
Kurulu Güç



Kaynak: TEİAŞ

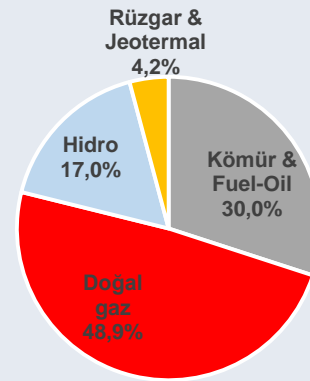
Üretim

Üretim Payları



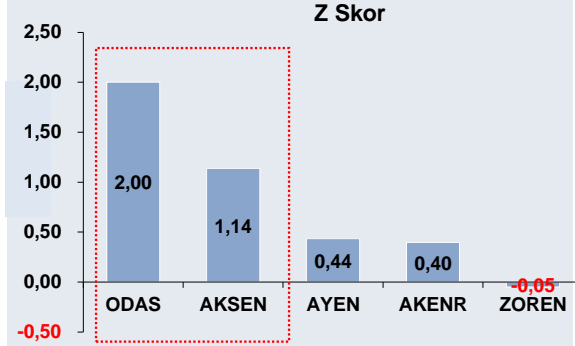
Üretim

Üretim Dağılımı-2014



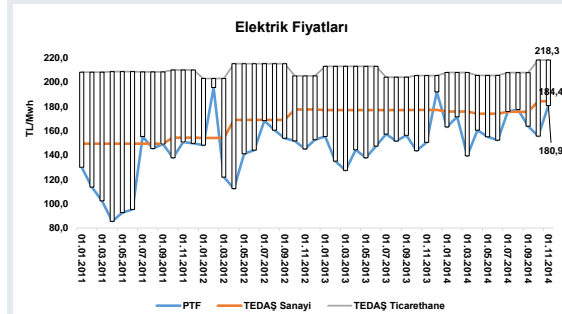
Rasyo Analizi

Z Skor



Elektrik Fiyatları

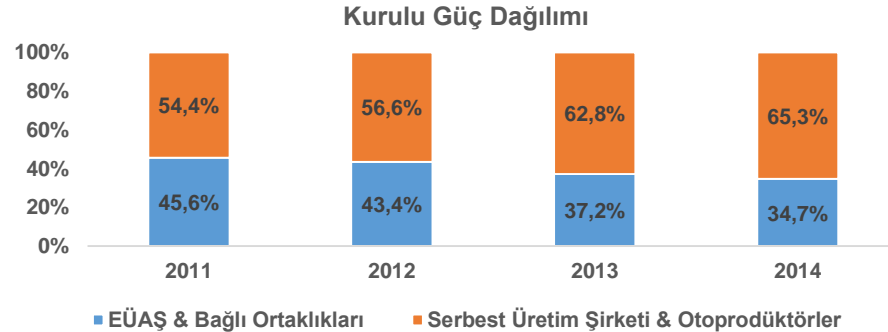
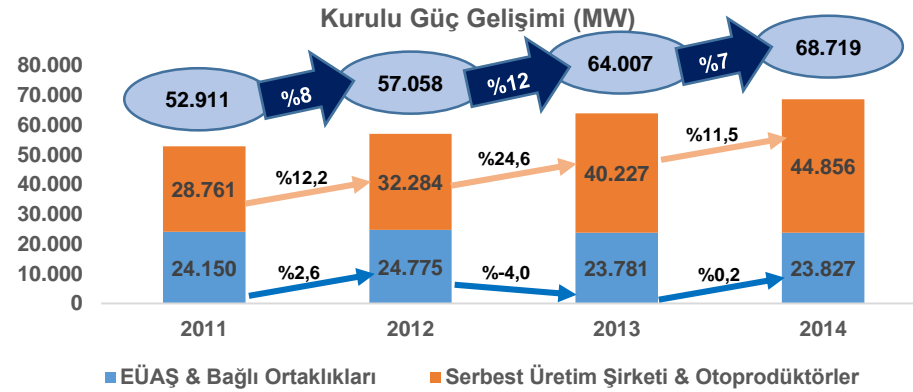
Elektrik Fiyatları



Türkiye elektrik sektöründe devletin üretimdeki rolünü yıllar itibarıyla özel sektöre devrettiği son 4 yıllık trendden anlaşılmaktadır. Önümüzdeki dönemde EÜAŞ'ın portföyünün de özelleştirilecek olması devletin sektörde düzenleyici ve denetleyici olarak kalma niyetini göstermektedir.

2011 yılında 53 bin MW'lık Türkiye kurulu gücünün %46'sına karşılık gelen 24,2 bin MW'ı EÜAŞ'a aitken 2014 yılındaki 69 bin MW'lık kurulu gücün %34,7'sine karşılık gelen 23,8 bin MW'ı EÜAŞ'a aittir.

Kurulu Gücün Kurumlara Göre Dağılımı (MW)	2011	2012	2013	2014
EÜAŞ & Bağlı Ortaklıkları	24.150	24.775	23.781	23.827
Yıllık Değişim		2,6%	-4,0%	0,2%
Serbest Üretim Şirketi & Otoprodüktörler	28.761	32.284	40.227	44.856
Yıllık Değişim		12,2%	24,6%	11,5%
Toplam	52.911	57.058	64.007	68.683
Yıllık Değişim		7,8%	12,2%	7,3%

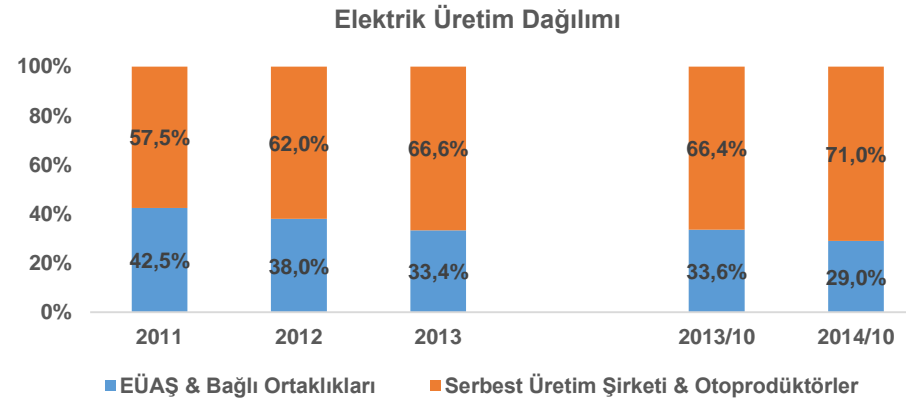
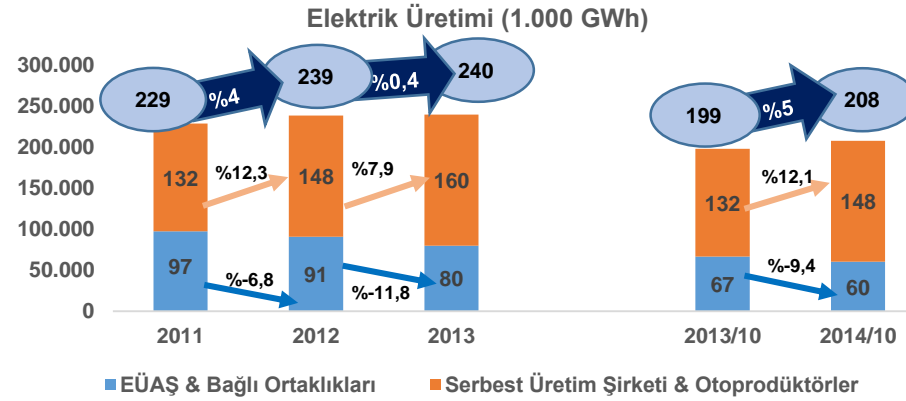


Kaynak: TEİAŞ

Elektrik Üretimi-Kurumlara Göre

Kurulu güçte gözlenen devletin rolünün azalması elektrik üretiminde de kendini göstermiştir. 2011 yılında EÜAŞ'ın üretimdeki payı %42,5 iken 2013 yılında %33,4'e gerilemiş 2014'ün 10 aylık döneminde ise %29 olmuştur. 2014 yılındaki düşüşte azalan yağışların HES'lerdeki üretimi olumsuz etkilemesinin de etkisi bulunmaktadır.

Elektrik Üretimi (GWh)	2011	2012	2013	2013/10	2014/10
EÜAŞ & Bağlı Ortaklıkları	97.403	90.822	80.118	66.664	60.391
<i>Yıllık Değişim</i>		-6,8%	-11,8%		-9,4%
Serbest Üretim Şirketi & Otoprodüktörler	131.992	148.258	160.036	131.837	147.786
<i>Yıllık Değişim</i>		12,3%	7,9%		12,1%
Toplam	229.395	239.080	240.154	198.500	208.178
<i>Yıllık Değişim</i>		4,2%	0,4%		4,9%



Kaynak: TEİAŞ

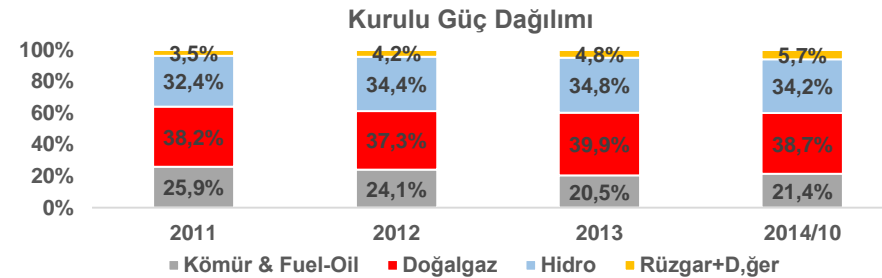
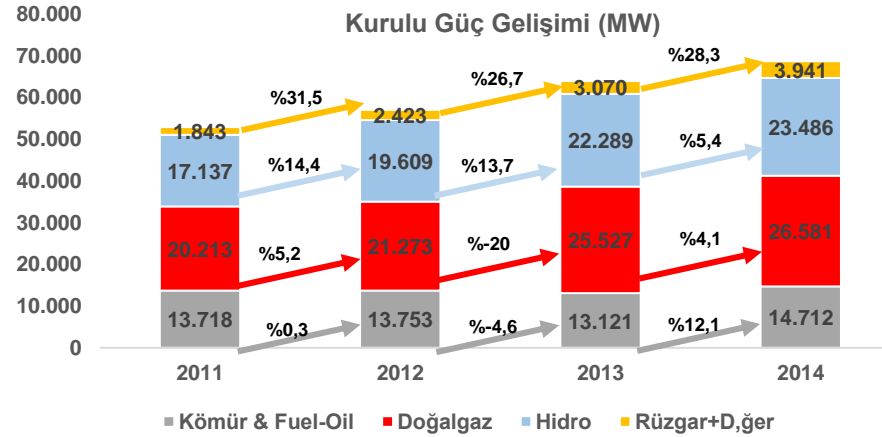
Enerji Sektörüne Bakış

Kurulu Güç-Kaynaklara Göre

Toplam kurulu güç 2011 yılında 52,9 bin MW iken 2014 yılında 68,7 bin MW'a yükselmiştir. Kömür ve fuel oille çalışan santrallerin kurulu gücü 2013 yılında hemen hemen değişmemiş olmasına rağmen aldığı pay azalmıştır. 2014 yılında ise termik santraller inşaatlarıyla kömür santrallerinin kurulu güçte %12 artış yaşanmıştır.

Doğalgaz santrallerinin kurulu gücü 2013 yılında %20 artış göstermiştir. Hidroelektrik santrallerinin kurulu gücü 2012 yılında %14,4, 2013'te %13,7 ve 2014 yılında %5,4 artmıştır. Rüzgar, jeotermal ve güneş enerjisi santrallerinin kurulu güçteki payı her geçen yıl artmaya başlamıştır.

Kaynaklara Göre Kapasite (MW)	2011	2012	2013	2014/10
Kömür & Fuel-Oil	13.718	13.753	13.121	14.712
Yıllık Değişim		0,3%	-4,6%	12,1%
Doğalgaz	20.213	21.273	25.527	26.581
Yıllık Değişim		5,2%	20,0%	4,1%
Hidro	17.137	19.609	22.289	23.486
Yıllık Değişim		14,4%	13,7%	5,4%
Rüzgar+D,ğer	1.843	2.423	3.070	3.941
Yıllık Değişim		31,5%	26,7%	28,3%
Toplam	52.911	57.058	64.007	68.719
Yıllık Değişim		7,8%	12,2%	7,4%

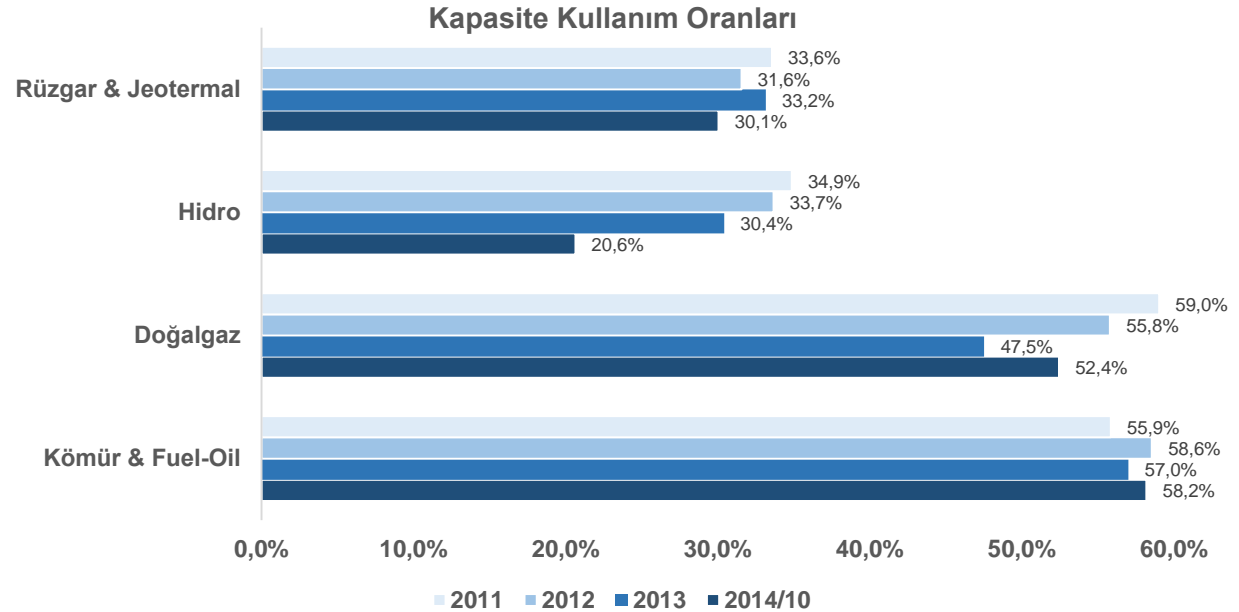


Kaynak: TEİAŞ

2014 yılında HES'lerin Kapasite Kullanım Oranları (KKO)'ndaki düşüş göze çarpmaktadır. 2011, 2012 ve 2013'te sırasıyla %35, %34 ve %30 olan HES'lerin KKO'su 2014 yılının ilk 10 ayında %21'e gerilemiştir. HES'lerin elektrik üretimi de 2014 10 aylık verilerin yıllıklandırılmasına göre 2013 yılına göre %29 gerilemiştir. HES'lerden kaynaklanan elektrik üretim kaybı daha çok doğalgazdan kömür santrallerinden karşılanmıştır.

Kaynaklara Göre Elektrik Üretimi	2011	2012	2013	2014/10
Kömür & Fuel-Oil	67.122	70.551	65.525	62.463
<i>Yıllık Değişim</i>		5,1%	-7,1%	14,5%
Doğalgaz	104.517	103.991	106.288	101.711
<i>Yıllık Değişim</i>		-0,5%	2,2%	14,9%
Hidro	52.339	57.837	59.420	35.361
<i>Yıllık Değişim</i>		10,5%	2,7%	-28,5%
Rüzgar & Jeotermal	5.418	6.701	8.921	8.643
<i>Yıllık Değişim</i>		23,7%	33,1%	16,3%
Toplam	229.395	239.080	240.154	208.178
<i>Yıllık Değişim</i>		4,2%	0,4%	4,1%

KKO	2011	2012	2013	2014/10
Kömür & Fuel-Oil	55,9%	58,6%	57,0%	58,2%
Doğalgaz	59,0%	55,8%	47,5%	52,4%
Hidro	34,9%	33,7%	30,4%	20,6%
Rüzgar & Jeotermal	33,6%	31,6%	33,2%	30,1%



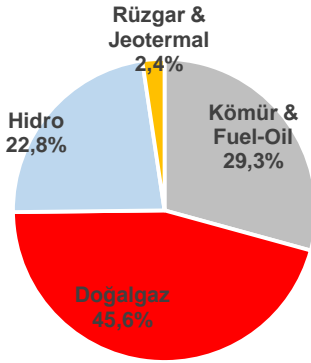
Kaynak: TEİAŞ

Elektrik Üretimi-Kaynaklara Göre

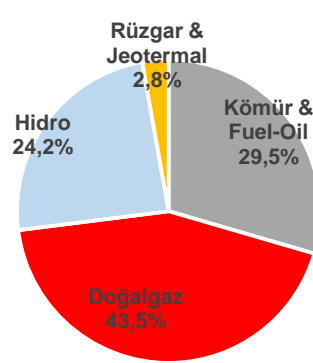
Elektrik üretiminde en çok kullanılan kaynağın son 4 yılda doğalgaz olduğu görülürken 2014 yılının ilk 10 ayında azalan yağışların HES'lerin elektrik üretimini olumsuz etkilemesi nedeniyle doğalgazın elektrik üretimindeki payı %49'a yükselmiştir. (2013 %44)

HES'lerin elektrik üretiminin dramatik olarak düşmesi kömür ve doğalgaz santrallerinin üretimindeki payının artmasının temel sebebidir. Devletin amaçladığı duruma zıt görülmektedir. Rüzgar, jeotermal ve güneş enerjisinden üretilen elektriğin payı istikrarlı artış kaydetmektedir.

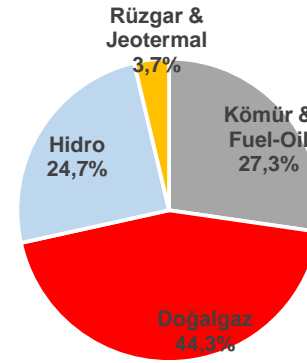
Üretim Dağılımı-2011



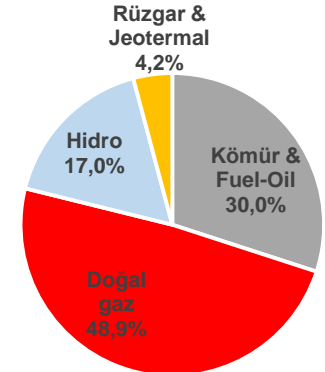
Üretim Dağılımı-2012



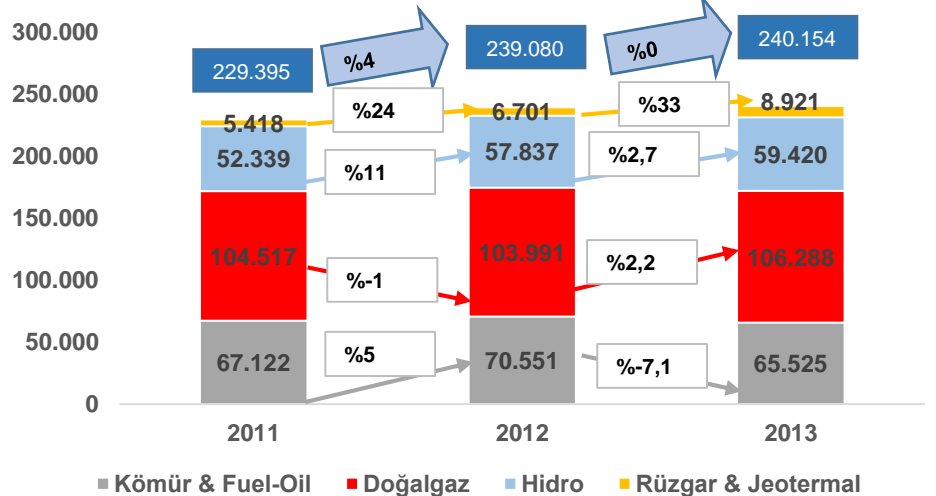
Üretim Dağılımı-2013



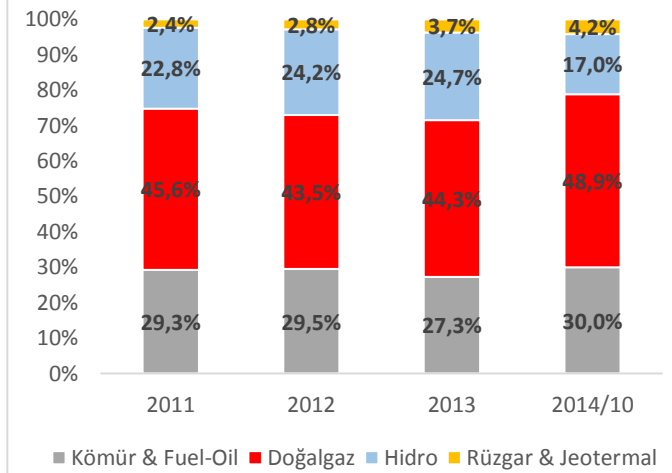
Üretim Dağılımı-2014



Kaynaklara Göre Elektrik Üretimi (GWh)

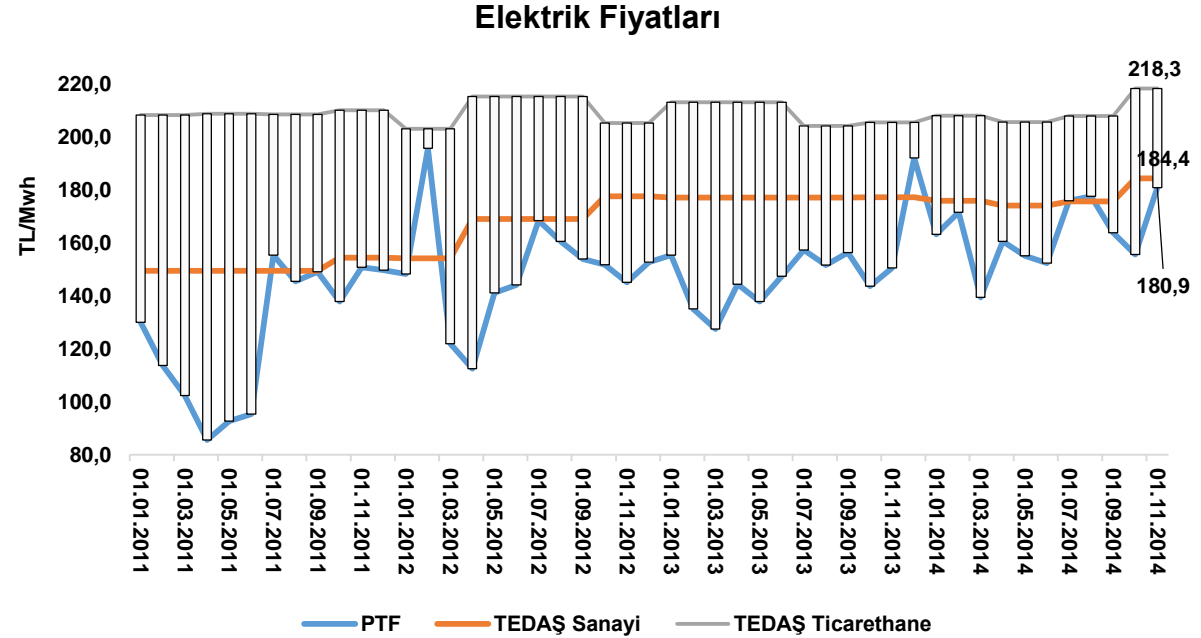


Elektrik Üretim Payları



Kaynak: TEİAŞ

Son dönemde TEDAŞ Sanayi tarifesi ve PTF fiyatları arasındaki makas önemli oranda azalmasına karşın tüm yıllar için TEDAŞ tarifesinin spot piyasanın üzerinde olması nedeniyle bir çok üretici DUY piyasasında elektrik satışı yerine ikili anlaşmalarla elektrik satışı kanalına yönelmiştir.

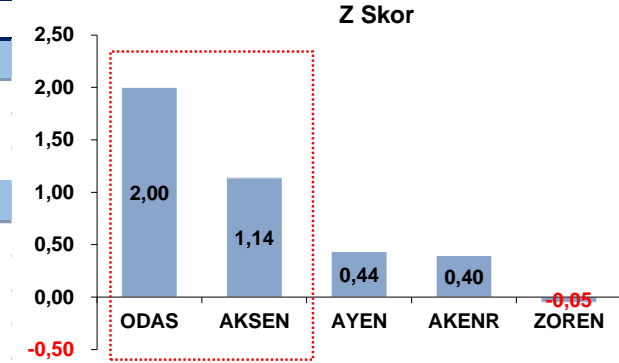


- 2011 Ocak ayında **130 TL/Mwh** olan PTF fiyatı 2014 Kasım itibariyle **180,9 TL/Mwh** olarak gerçekleşmiştir. Açılış ve kapanış fiyatları dikkate alındığında yıllık bileşik büyümenin **%8,6** olduğu görülmektedir. Bu durum **PTF fiyatlarının söz konusu dönemde gerçekleşen enflasyon oranlarına oldukça yakın seyrettiği anlamına gelmektedir**. Ortalama fiyatlar dikkate alındığında ise 2011 yılında **125,7 TL/Mwh** olan ortalama PTF fiyatı 2014 yılında ortalamada **163,3 TL/Mwh** olarak gerçekleşmiş ve yıllık bileşik büyüme **%6,7** olarak kaydedilmiştir.
- 2011 başında **149,4 TL/Mwh** olan TEDAŞ Sanayi tarifesi 2014 Kasım ayında **184,4 TL/Mwh'a** yükselerek yıllık bileşik büyümesi **%5,4** olarak gerçekleşmiştir. TEDAŞ tarifelerinin populist uygulamalar neticesinde spot fiyatlara göre daha az arttığı gözlemlenirken **geçmişte daha yüksek olan PTF-TEDAŞ Sanayi tarifesi arasındaki makasın 2014 yılında önemli oranda kapandığı görülmektedir**. TEDAŞ Ticarethane tarifesi ise mesken tarifesine benzer şekilde tüm diğer tarifelerin üzerinde yer almaktadır. 2014 Ekim ayında yapılan elektrik zammı ile birlikte TEDAŞ Sanayi ve Ticarethane tarifelerindeki artış dikkat çekerken elektrik satışının Ticarethane ya da Meskenlere yapılması durumunda sanayi tarifesine göre daha yüksek kar elde edildiği açık bir şekilde görülmektedir.

Kaynak: TEDAŞ, PMUM

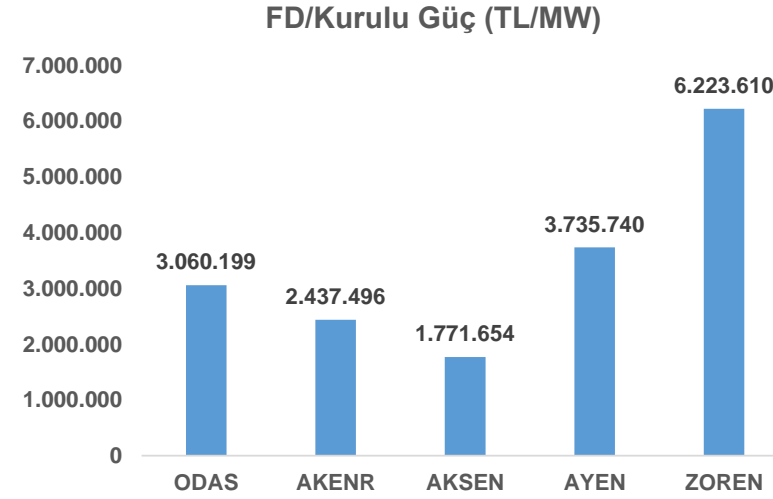
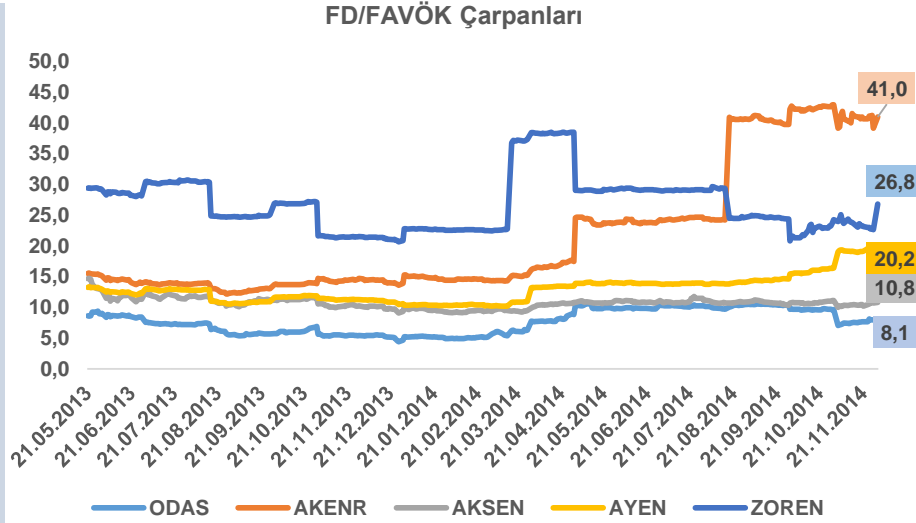
Finansal rasyoların bir özeti şeklinde yorumlanacak Z skor açısından bakıldığında Odaş Enerji ve Aksa Enerji sektörün en iyi şirketleri olarak görülmektedir.

30.09.2014		FİNANSAL RASYOLAR				
Likidite Rasyoları	ODAS	AKSEN	AKENR	ZOREN	AYEN	
Cari Oran	0,92	0,60	0,88	0,21	0,36	
Likidite Oranı	0,92	0,22	0,82	0,21	0,36	
Borçluluk Oranları	ODAS	AKSEN	AKENR	ZOREN	AYEN	
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	82,6%	68,7%	81,5%	87,1%	78,5%	
FAVÖK/Finansal Giderler	3,06	2,04	0,26	0,60	2,03	
Net Borç/FAVÖK	3,4	5,3	28,2	16,3	13,3	
Kısa Vadeli Banka Borcu/Özkaynak	59,6%	16,3%	4,9%	72,6%	26,2%	
Karlılık Oranları	ODAS	AKSEN	AKENR	ZOREN	AYEN	
Brüt Marj	8,9%	12,7%	4,6%	8,2%	17,9%	
Esas Faliyet Marjı	7,6%	11,6%	0,5%	5,1%	14,2%	
FAVÖK Marjı	8,4%	17,7%	7,4%	21,4%	25,7%	
Faaliyet Verileri	ODAS	AKSEN	AKENR	ZOREN	AYEN	
Kurulu Güç	140	2.127	1.292	801	346	
Devam Eden Yatırım Tutarları	75.300.000	891.000.000	76.997.000	M.D	216.700.000	



- Cari oran ve likidite oranları için piyasada referans olarak kabul edilen değerler sırasıyla **1,5x** ve **1x'dir**. Borsa'da işlem gören enerji sektörü şirketlerinin genel itibarıyla bu rasyoların altında olduğu, beklenen değerlere en yakın rasyonun **Odaş Enerji** bilançosunda gerçekleştiği görülmektedir. **Zorlu Enerji** ise **kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ölçen** söz konusu rasyoda en kritik seviyede yer almaktadır.
- Borsada işlem gören tüm enerji şirketlerinin **yoğun yatırım süreçlerinde olması sebebiyle yüksek net borç seviyelerine** sahip oldukları ve henüz söz konusu yatırımların FAVÖK üretmediği için Borsa Şirketleri ortalamasına göre yüksek sayılabilecek Net Borç/FAVÖK rasyolarında seyrettikleri görülmektedir. Sektör içerisinde **Odaş Enerji 3,4x Net Borç/FAVÖK rasyosu ile sektöre göre en iyi durumda** olduğu gözlemlenirken **Akenerji** ve **Zorlu Enerji** için söz konusu oran sırasıyla **28,2x** ve **16,3x** seviyelerinde gerçekleşmiştir. Aynı şekilde **FAVÖK/Finansman Gid.** rasyosuna bakıldığında yine en iyi durumda **3,06x ile Odaş Enerji'nin** olduğu görülürken Akenerji yıllık ödeyeceği finansman giderlerinin (kambiyo zararları dahil) altında FAVÖK üretmektedir. **Söz konusu borçların anapara taksitleri de düşündüğünde Akenerji mevcut FAVÖK ile borçlarını ödeyebilecek durumda görülmemektedir. Zorlu Enerji için de aynı durum ifade edilebilir.**
- FAVÖK marjı açısından bakıldığında **Ayen Enerji** ve **Zorlu Enerji'nin portföyünde yüksek miktarda yenilenebilir enerjinin bulunması** sebebiyle FAVÖK marjları sektörün oldukça üzerindedir. Odaş Enerji'nin elektrik satış fiyatının sektörü ortalamasının oldukça üzerinde olmasına karşın FAVÖK marjının sektöre göre düşük olması portföyün tamamının doğalgaz olması ve net satışların önemli bir kısmının toptan elektrik satışından kaynaklanıyor olması olarak gösterilebilir. **Finansal rasyoların bir karnesi şeklinde yorumlanacak Z skor verilerine bakıldığında ise sektörde en iyi şirketlerin Odaş Enerji ve Aksa Enerji olduğu gözlemlenmektedir. Zorlu Enerji için ise bu rasyo alarm vermektedir.**

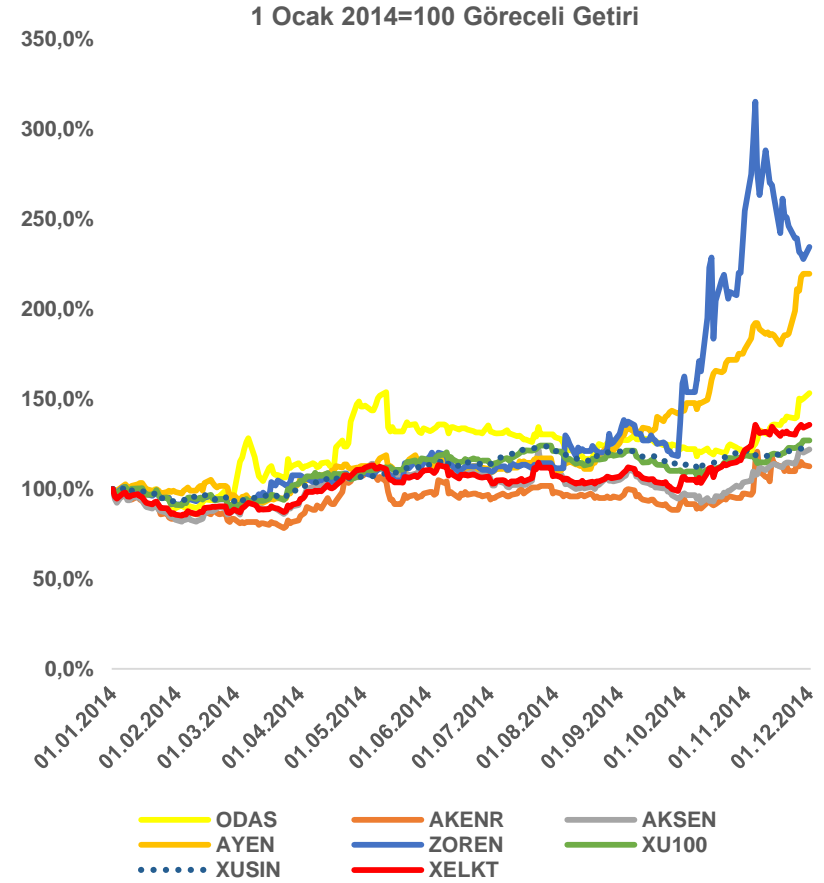
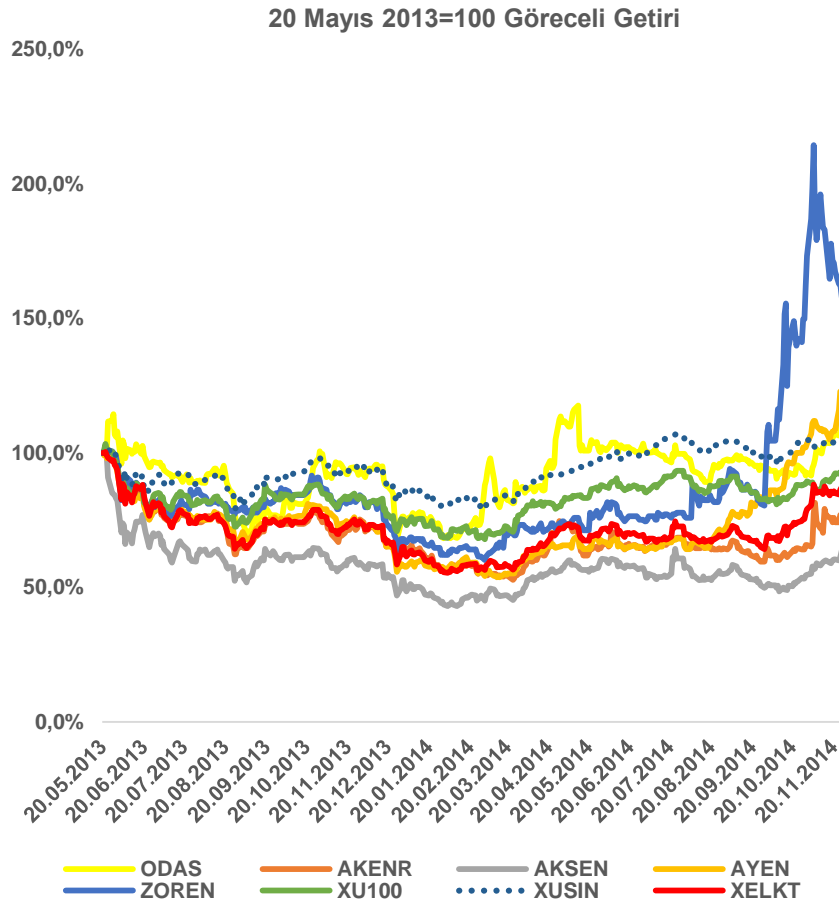
Odaş Enerji 8,1x FD/FAVÖK çarpanı ile sektörde en düşük çarpana sahip şirket olarak görülmektedir.



- Sektör şirketlerinin FD/FAVÖK çarpan gelişimleri 21.05.2013 tarihinden itibaren yukarıda gösterilmiştir. Sektör şirketlerinin her birinin kendisine has karakteristik bir çarpanla işlem gördüğü dikkat çekmektedir. ZOREN, AKENR ve AYEN'in çarpanlarının ODAS ve AKSEN'in çarpanlarından yukarı yönde ayrıştığı görülmektedir. **AKSEN'in 10x düzeyinde, ODAS'ın 8x düzeyinde olan FD/FAVÖK çarpanları bu hisselerin fiyatlamalarının daha rasyonel olduğu izlenimini vermektedir.** Ayrıca bu rasyolar ODAS'ın ciddi anlamda getiri potansiyeli bulunan Çan Kömür Rezervi ve Termik Santralinin henüz piyasa tarafından fiyatlanmadığına da işaret etmektedir.
- MW başı firma değerine baktığımızda ise ZOREN hissesi en pahalı hisse olarak görülürken AKSEN hissesi en ucuz hisse olarak değerlendirilebilir. **Ancak tüm MW'ların kompozisyonunun, kapasite kullanım oranlarının ve ürettiği elektriğin değerinin aynı olmaması bu çarpanı FD/FAVÖK kadar değerli kılmamaktadır.**

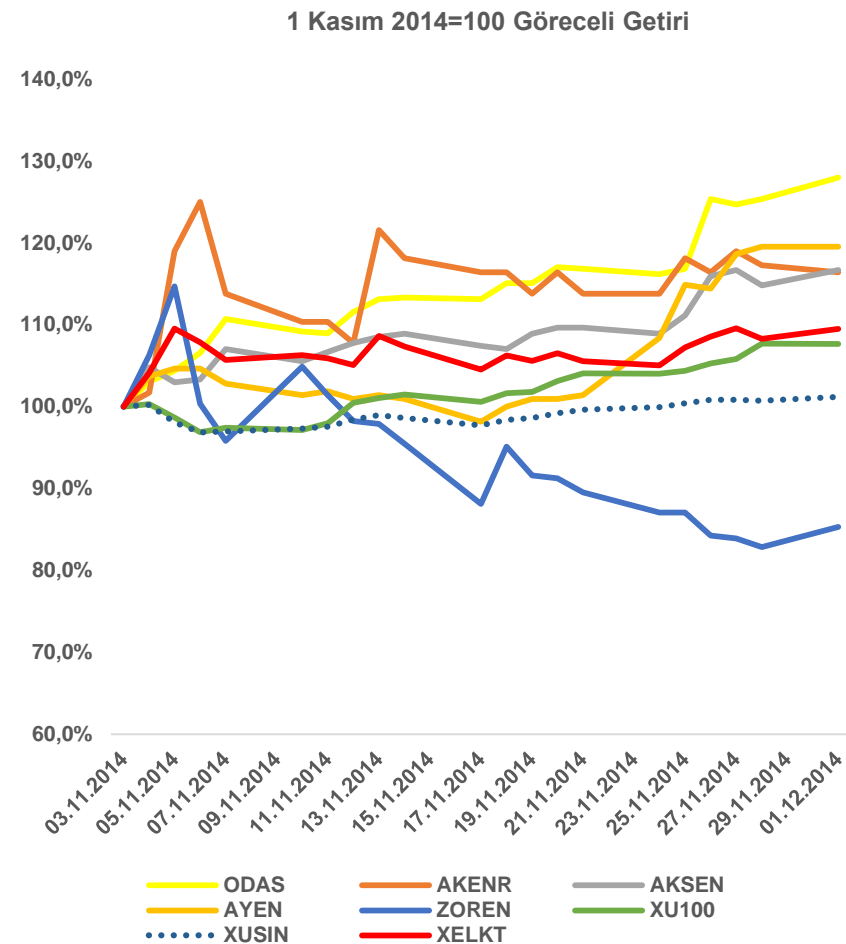
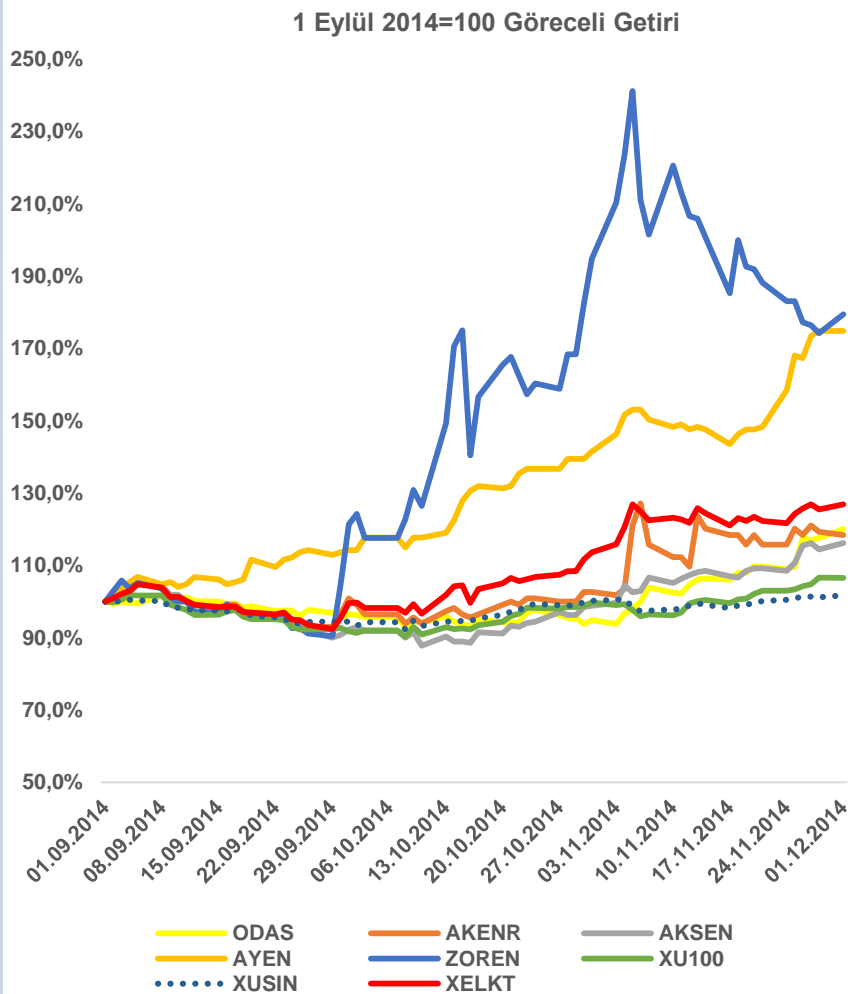
20 Mayıs 2013 tarihinden itibaren önemli bir kısmı son 2 ay olmak üzere en iyi performansı Zoren hissesi gösterirken en kötü performans Aksen hissesinde görülmüştür.

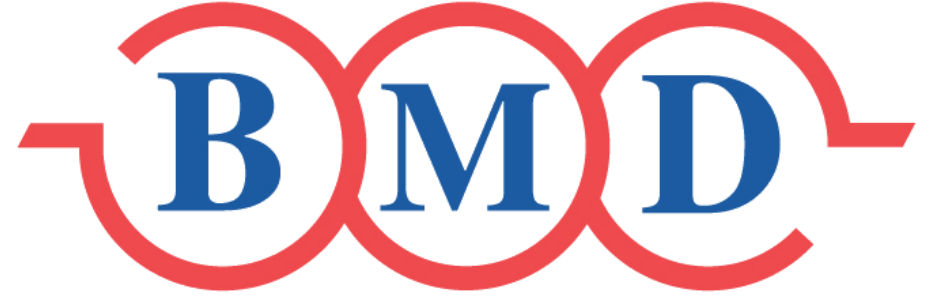
Referans tarihini 2014 başı olarak düşündüğümüzde ise en iyi performans Zoren hissesinde görülürken en kötü performans Akenr hissesinde yaşanmıştır.



1 Eylül 2014 tarihinden itibaren önemli bir kısmı son 2 ay olmak üzere en iyi performansı Zoren hissesi gösterirken en kötü performans Aksen hissesinde görülmüştür.

Referans tarihini 1 Kasım 2014 başı olarak düşündüğümüzde ise en iyi performans Odas hissesinde görülürken en kötü performans Zoren hissesinde yaşanmıştır.





Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Kurumsal Finansman

Halil Arslan

Halil.Arslan@bmd.com.tr

0 216 547 1352

İlker Şahin

Ilker.Sahin@bmd.com.tr

0 216 547 1349

Temur Kayhan

Temur.Kayhan@bmd.com.tr

0 216 547 1355

Bizim Menkul Değerler (“ BMD”), Şirket tarafından tek satıcı taraf finansal danışmanı olarak yetkilendirilmiştir. Bu ön bilgi dokümanı, BMD tarafından seçilmiş yatırımcılara ve belirli sayıda alıcıya ve onların danışmanlarına sunulmak üzere, bu kişilerin şirket ile ilgili daha fazla bilgi almak isteyip istemediklerine karar vermelerine yardımcı olmak amacıyla hazırlanmıştır. Bu ön bilgi dokümanı, hangi amaçla olursa olsun, bir satış teklifi, bir teklif çağrısı veya bir tanıtım broşürü olarak kullanılamaz; herhangi bir üçüncü şahsa verilemez ve BMD'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz.