



# Aksa Akrilik

Dolar bazlı gelir yapısı değerlemeyi destekliyor

2 Temmuz 2018

**Aksa Akrilik için hedef fiyatımızı kurlarda yaşanan yükselişin faaliyetlere olan olumlu etkisi nedeniyle 15.10 TL seviyesine çekiyoruz.** Şirket geçtiğimiz 5 yıl içerisinde FAVÖK'ünü 130 milyon dolar seviyesinde tutmayı başarmıştır (2017 yılında olumlu piyasa şartları neticesinde 141 milyon dolara çıkarmıştır). Özellikle ACN fiyatları ile akrilik fiyatları arasındaki fiyat makasının görece sabit seviyelerde seyretmesi bu karlılığı desteklerken bunun önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklentimizi korumaktayız. Bunun yanında şirketin karbon fiber iştiraki Dowaksa ise artan kapasite kullanımı ve talep neticesinde yeni yatırımlar ile büyüme imkanı yaratmaktadır.

**İlk çeyrekteki gerileme ardından finansallarda görece iyileşme bekliyoruz.** İlk çeyrekte finansalların petrol fiyatlarında yaşanan volatilité ve elektrik santralının bir ünitesinde devreye alma çalışmalarının sürmesinden olumsuz etkilendiği görülüyor. Ancak maliyetlerde yaşanan artışların fiyatlara yansıtılabilmesinin ardından ikinci çeyrekte ve santralin tam olarak devreye girmesi ile birlikte üçüncü çeyrekte karlılıkta görece bir iyileşme yaşanacağını öngörüyoruz. Bunun paralelinde şirketin FAVÖK rakamının yıl sonunda 129 milyon dolar seviyesine ulaşarak şirketin 2018 yılı tahmini olan 123-148 bandı içerisinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Ancak net kar tarafında ise kurlarda yaşanan dalgalanma nedeniyle olumsuz bir etki olabilmektedir. Özellikle ikinci çeyrekte kurlarda yaşanan yükselişin faaliyet karlılığındaki iyileşmeye rağmen net kara olumsuz bir etkisi olması beklenebilir.

**Vestas ile yapılan anlaşmanın Dowaksa'nın finansallarına olumlu yansımaları bekliyoruz.** Şirket 2017 yılı içerisinde rüzgar türbini üreticisi olan Vestas ile 4 yıl içerisinde toplamda 300 milyon dolarlık karbon fiber tedariki için anlaşma imzaladı. Bu anlaşmanın Dowaksa'nın kapasite kullanımını %50-60'lardan tam kapasiteye taşımaları ve karlılığını desteklemesini bekliyoruz. Dowaksa geçtiğimiz günlerde 545 milyon dolar tutarında yatırım teşviki alırken talepteki gelişmelere göre bu yatırımın gerçekleşmesi Aksa için büyüme getirecek bir alan olacaktır.

**%32 getiri potansiyeli ile Al tavsiyemizi sürdürüyoruz.** Aksa mevcutta 5.3x FD/FAVÖK çarpanından işlem görürken benzer şirketler ortalaması 8.9x seviyelerinde bulunmaktadır.

| milyon TL           | 2015  | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net Satışlar        | 2,030 | 1,954 | 2,767 | 3,691 | 4,327 | 4,797 |
| FAVÖK               | 350   | 390   | 515   | 546   | 591   | 618   |
| Net Kar             | 199   | 126   | 295   | 245   | 372   | 409   |
| Brüt Kar Marjı      | 19.5% | 22.4% | 20.4% | 15.9% | 14.6% | 13.8% |
| FAVÖK Marjı         | 17.2% | 19.9% | 18.6% | 14.8% | 13.7% | 12.9% |
| Net Kar Marjı       | 9.8%  | 6.4%  | 10.7% | 6.6%  | 8.6%  | 8.5%  |
| F/K (x)             | 9.5   | 13.2  | 7.2   | 8.7   | 5.7   | 5.2   |
| PD/DD (x)           | 1.5   | 1.3   | 1.5   | 1.5   | 1.3   | 1.1   |
| FD/FAVÖK (x)        | 6.0   | 5.0   | 5.1   | 5.3   | 5.6   | 6.0   |
| FD/Satışlar (x)     | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| Özsermaye Karlılığı | 16.0% | 10.1% | 21.4% | 17.0% | 22.2% | 21.6% |
| Nakit Akış Verimi   | 1.5%  | 18.4% | 3.3%  | 3.6%  | -6.1% | -3.5% |
| Temettü Verimi      | 34.1% | 8.7%  | 9.8%  | 8.1%  | 10.5% | 11.6% |

AL

## Şirket Raporu

### Hisse Bilgileri

| Sektör                            | Kimyasallar       |
|-----------------------------------|-------------------|
| Bloomberg / Reuters Kodu          | AKSA.TI / AKSA.IS |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 11.48             |
| Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)       | 15.10             |
| Potansiyel Getiri                 | 32%               |
| 52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)    | 10.13-17.07       |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 2,124             |
| Firma Değeri (milyon TL)          | 2,802             |
| Fili Dolaşım PD (milyon TL)       | 786               |
| Ödenmiş Sermaye (milyon TL)       | 185               |
| Dolaşımdaki Paylar                | 37%               |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                   |
| En Son                            | 53.0%             |
| 3 Ay Önce                         | 57.7%             |

| İşlem Hacmi                  | 1H         | 1A          | 3A         | 1Y          |
|------------------------------|------------|-------------|------------|-------------|
| Ortalama İşlem Miktarı (000) | 612.2      | 465.1       | 810.6      | 590.4       |
| Ortalama İşlem Hacmi (000TL) | 6,967.5    | 5,254.2     | 10,295.8   | 8,002.0     |
| Fiyat Aralığı (TL/hisse)     | 10.8-11.85 | 10.67-11.89 | 10.5-17.07 | 10.13-17.07 |

| Hisse Performansı              | 1A  | 3A   | 6A  | 12A |
|--------------------------------|-----|------|-----|-----|
| Nominal Getiri                 | -1% | -26% | -8% | -8% |
| BİST-100'e Göre Rölatif Getiri | 1%  | -12% | 12% | -4% |

### Ortaklık Yapısı

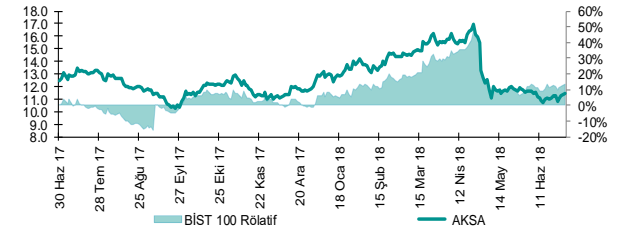
|                 |     |
|-----------------|-----|
| Akkök Holding   | 40% |
| Emniyet Ticaret | 19% |
| Diğer           | 5%  |
| Halka Açık      | 37% |

### Şirket Özeti

Aksa Akrilik 1968 yılında Türkiye'nin akrilik elyaf ihtiyacını karşılamak üzere Yalova'da kurulmuştur. Dünyanın en büyük akrilik elyaf üreticisi olan Aksa, 502 bin metrekarelik alanı ve 315.000 ton/yıl kapasitesi ile de dünyadaki en büyük, Türkiye'deki tek akrilik elyaf üreticisidir. Aksa, geniş ürün gamı sayesinde, halıdan döşemelige, süveterden çoraba, iplikten el örgüsüne, kadifeden kilim, battaniye, tente ve endüstriyel filtreler kadar çok çeşitli alanlara tekstil ve teknik tekstil hammaddesi tedarik etmektedir. Şirketin ayrıca %50'sine sahip olduğu Dowaksa ile Karbon Fiber yatırımları da bulunmaktadır.

### Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Hasan Şener

hasan.sener@gedik.com

+90 (212) 385 42 00



**Temettü veriminin %8'ler seviyesinde olmasını bekliyoruz.** Geçtiğimiz dönemde karının %70'leri seviyesinde temettü dağıtan şirketin önümüzdeki yıllarda da %60-70 seviyelerinde temettü dağıtımını yapmasını bekliyoruz.

**Riskler:** Şirketin ihracat yaptığı en büyük pazarlardan İran'a yönelik olarak gelebilecek olası yaptırımlar şirketin satışları ve marjları üzerinde baskı yaratabilir. Şirketin toplam ihracatı %40'lar seviyesinde bulunurken İran'ın bu ihracat içerisinde önemli bir payı olduğu görülmektedir.

Şirketin ürün fiyatları ve gelirleri dolar bazlı olsa da taşıdığı krediler nedeniyle net karı kurlarda yaşanan dalgalanmalardan etkilenmektedir.

Şirketin büyük müşterilerinin satışlar içerisindeki payının yüksek sayılabilecek seviyelerde olması müşterilerin sıkıntıya düşmesi durumunda alacaklar anlamında sorun yaşayabilmesi riskini doğurmaktadır.

Şirket her ne kadar maliyetlerde yaşanan artışları ürün fiyatlarına yansıtırsa da hızlı fiyat artış ve düşüşleri kısa vadede olumlu/olumsuz etki oluşturabilmektedir.



| Gelir Tablosu (milyon TL)         | 2015   | 2016   | 2017   | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net Satışlar                      | 2,030  | 1,954  | 2,767  | 3,691  | 4,327  | 4,797  |
| Satışların Maliyeti               | -1,634 | -1,517 | -2,203 | -3,104 | -3,694 | -4,137 |
| Brüt Kar                          | 396    | 437    | 564    | 587    | 633    | 660    |
| Faaliyet Giderleri                | -110   | -119   | -132   | -130   | -138   | -146   |
| Faaliyet Gelirleri                | 286    | 318    | 432    | 457    | 494    | 514    |
| FAVÖK                             | 350    | 390    | 515    | 546    | 591    | 618    |
| Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net | 67     | 57     | 45     | 18     | 87     | 94     |
| İştiraklerin Karlarındaki Paylar  | -59    | -79    | -48    | -49    | -43    | -22    |
| Finansal Gelir, net               | -36    | -113   | -64    | -109   | -63    | -68    |
| Vergi Öncesi Kar                  | 257    | 183    | 365    | 317    | 475    | 517    |
| Vergi Gideri                      | 199    | 126    | 295    | 245    | 372    | 409    |
| Azınlık Payları                   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Net Kar                           | 199    | 126    | 295    | 245    | 372    | 409    |
| Pay Başına Kazanç                 | 1.08   | 0.68   | 1.59   | 1.33   | 2.01   | 2.21   |

| Büyüme Oranları | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Satış           | -4%  | -4%  | 42%  | 33%   | 17%   | 11%   |
| FAVÖK           | 22%  | 11%  | 32%  | 6%    | 8%    | 5%    |
| Net Kar         | 22%  | -37% | 134% | -17%  | 51%   | 10%   |

| Bilanço (milyon TL)       | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 343   | 458   | 560   | 560   | 522   | 529   |
| Ticari Alacaklar          | 468   | 618   | 730   | 902   | 1,022 | 1,133 |
| Stoklar                   | 185   | 218   | 419   | 388   | 451   | 506   |
| Maddi Duran Varlıklar     | 719   | 757   | 1,032 | 1,254 | 1,842 | 2,413 |
| Diğer Varlıklar           | 540   | 582   | 614   | 634   | 658   | 690   |
| Toplam Varlıklar          | 2,254 | 2,633 | 3,354 | 3,738 | 4,495 | 5,270 |
| Finansal Borçlar          | 621   | 834   | 1,151 | 1,405 | 1,777 | 2,207 |
| Ticari Borçlar            | 319   | 488   | 748   | 802   | 944   | 1,057 |
| Diğer Yükümlülükler       | 1,313 | 1,311 | 1,455 | 1,531 | 1,774 | 2,006 |
| Azınlık Payları           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Özkaynaklar               | 1,249 | 1,250 | 1,376 | 1,444 | 1,675 | 1,896 |
| Net Borç / (Nakit)        | 278   | 376   | 591   | 846   | 1,255 | 1,678 |

| Finansal Göstergeler        | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı         | 16%  | 10%  | 21%  | 17%   | 22%   | 22%   |
| FAVÖK Marjı                 | 17%  | 20%  | 19%  | 15%   | 14%   | 13%   |
| Net Kar Marjı               | 10%  | 6%   | 11%  | 7%    | 9%    | 9%    |
| Net Borç / Özsermaye (x)    | 0.22 | 0.30 | 0.43 | 0.59  | 0.75  | 0.88  |
| Net Borç / FAVÖK (x)        | 0.80 | 0.97 | 1.15 | 1.55  | 2.12  | 2.71  |
| KV Borçlar / Toplam Borçlar | 66%  | 70%  | 64%  | 61%   | 49%   | 42%   |
| Sermaye / Toplam Varlıklar  | 55%  | 47%  | 41%  | 39%   | 37%   | 36%   |
| Cari Oran (x)               | 1.43 | 1.26 | 1.23 | 1.18  | 1.16  | 1.16  |
| Nakit Kar Payı Ödemesi      | 79%  | 147% | 70%  | 70%   | 60%   | 60%   |

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.