



### Aksa - 1Ç 2006 Sonuçları

### AL

#### Ciroda 1Ç 2005'e Göre %19 Artış

Aksa Akrylic Kimya Sanayi A.Ş.'nin 1Ç 2006 net satışlarına baktığımızda geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %19 oranında arttığını görüyoruz. Şirketin SMM'deki artış ise aynı dönemde dolar bazında %18 olarak gerçekleşmiş ve şirketin brüt kar marjı bir önceki döneme göre bir miktar artarak %4.3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirketin 1Ç 2006'da faaliyet giderlerinin 1Ç 2005'e göre %141 oranında arttığı görülmektedir. Bu artışın en önemli nedeninin şirketin amortisman giderlerindeki artış olduğu gözlenmektedir.

Faaliyet giderlerindeki yüksek artışın sonucunda şirketin faaliyet zararı geçen senenin aynı dönemine göre %213 oranında artarak 1Ç 2006 döneminde 24 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aksa'nın 1Ç 2006 dönemindeki finansman giderleri bir önceki dönemle kıyaslandığında yüksek bir hacim artışı olmadığı görülmektedir. Şirketin finansal varlıklarının yüksek seviyesini koruması, kısa vadeli borçlardaki artışa rağmen finansman giderlerinin kısıtlı kalmasını sağlamaktadır. Şirketin 1Ç 2006 itibarı ile 172 milyon US\$ seviyesinde olan kısa vadeli borçları bir önceki yılın aynı dönemine göre %104 oranında artmış, ancak şirketin hazır değerler/toplam aktifler oranının %11.2 gibi yüksek bir seviyede olması nedeniyle şirketin finansman giderleri 3 milyon US\$ gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir.

Şirketin diğer gelirlerinde 1Ç 2005'e göre %265 oranında gerçekleşen artışın kaynağı ise 16 milyon US\$'lık konusu kalmayan karşılıkların gelir olarak yazılmasından ileri gelmektedir. Bu da şirketin net karı üzerinde dengeleyici bir etki yapmış ve şirketin net karı sonuçta, bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 3 milyon US\$ azalarak 258 bin US\$ zarara dönmüştür. Şirketin 1Ç 2005 döneminde 21 milyon US\$ olan VAFÖK rakamı bu dönem 35 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum şirketin operasyonel karlılığının güçlü olduğunu göstermektedir.

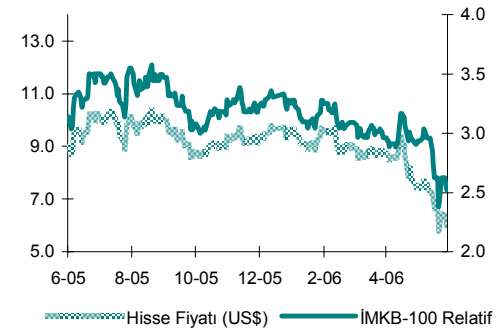
DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
F/K	16.07	10.97	-	7.77	-
PD/DD	0.72	0.62	0.56	0.58	0.52
FD/VAFÖK	1.23	1.14	3.03	1.77	1.63
FD/Satışlar	0.18	0.16	0.27	0.18	0.23
Hisse Başına Kar (US\$)	0.65	1.03	(0.02)	0.42	(0.04)
Firma Değeri (US\$ Mn)	133	138	230	148	225
VAFÖK (US\$ Mn)	108	121	76	21	35

	YTL	US\$
Fiyat	9.80	6.09
İMKB-100	33,762	20,986
US\$ (MB Alış):	1.641	
52 Hafta Yüksek:	13.80	10.41
52 Hafta Düşük:	9.25	5.90
İMKB Kodu:	AKSA	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	27.2
Piyasa Değeri (YTL Mn):	266.1
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	162.1
Halka Açıklık Oranı (%):	33
Halka Açık PD (YTL Mn):	87.8
Halka Açık PD (US\$ Mn):	53.5

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-14.8	-22.8	-18.3
US\$ Getiri (%):	-24.9	-35.6	-31.3
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	1.0	1.5	-0.7
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	2.74		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	2.03		

Beta	0.53
Yıllık Volatilité (Hisse)	0.34
Yıllık Volatilité (İMKB-100)	0.35



## Aksa

### Beklentiler

Dünyanın en büyük akrilik elyaf üreticisi Aksa 2005 yılında 853 milyon US\$ ciro, 400 milyon US\$ ihracat yapmıştır. Bu yılın ilk üç ayında ise 243 milyon US\$ ciro, 120 milyon US\$ da ihracat rakamlarına ulaşan şirket, son 5 yılda toplam 148 milyon US\$ kâr elde etmiştir. Şirketin 1Ç 2006 bilançosunda net döviz pozisyonunun artıda olduğu görülüyor. Aksa'nın üretiminin %50'ye yakın kısmını ihraç etmesi nedeniyle döviz kurunda son dönemde gerçekleşen artışların şirketin 1Y 2006 karlılığı üzerine olumlu etki yaratmasını bekliyoruz. Bunun yanısıra üretim hammaddesinin ağırlıklı olarak petrole dayalı olması nedeniyle petrol fiyatlarındaki iniş ve çıkışlar da şirketin karlılığı üzerinde etkili olacaktır.

Aksa, akrilik elyaf konusunda tek bir çatı altındaki üretimiyle dünyada %10, Türkiye'de ise %60 pazar payına sahiptir. 2010 yılında pazar payını %12'ye çıkarmak için şirket yeni yatırımlara yöneliyor. Büyük pazar potansiyeli olan Çin'de yatırımın şimdilik mümkün olmaması nedeniyle özellikle enerji maliyetleri açısından uygun olan Mısır'ı yeni yatırım bölgesi olarak gören Aksa, ilk etapta Ortadoğu'da 12 milyon US\$ yatırım planlıyor. Bu yatırımın daha sonraki aşamalarda 100 milyon US\$'a kadar çıkması beklenmektedir.

### Değerleme

İMKB'de işlem gören diğer tekstil şirketlerinden daha farklı yapıda olan Aksa Akrilik'i piyasa çarpanları açısından değerlemenin anlamlı olmayacağını düşünüyoruz. Bu nedenle Aksa için hedef piyasa değerimizi tümüyle İNA modelimize dayanarak belirledik. Şirket bazındaki olumlu beklentilerimiz ışığında Aksa için oluşturduğumuz İNA modelinde önümüzdeki dönemde dolar bazında yıllık %5 satış artışı varsayımında bulduk.

Aksa'nın geçmiş büyüme datalarını gözönüne alırsak muhafazakar olduğunu düşündüğümüz bu varsayım altında modelin bize verdiği 208 milyon US\$'lık hedef piyasa değeri Aksa'nın 21 Haziran 2006 kapanış piyasa değeri olan 162 milyon US\$'a göre %28 oranında prim yapma potansiyeli bulunduğuna işaret etmektedir.

INA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	90	94	98	102	106	111	115	121	126	132	
Vergi	15	17	18	19	21	22	24	25	27	28	
Sabit Sermaye Yatırımları	43	45	47	49	52	54	56	59	61	64	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	19	20	21	22	23	25	26	27	28	30	
Serbest Nakit Akımları	12	12	11	11	10	10	10	10	10	10	10
İskonto Faktörü	1.12	1.26	1.41	1.58	1.77	1.99	2.23	2.50	2.81	3.15	0.07
İNA	11	9	8	7	6	5	4	4	3	3	147
Net Finansal Borçlar	(27)										
Özsermaye	811										
Borç %	(0.03)										
Özsermaye %	1.03										
Rf	0.10										
Beta	0.53										
Hisse Senedi Risk Primi	0.05										
Ke	0.12										
Vergi Oranı	0.20										
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12										
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.12										
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05										
INA (2006-2015)	61										
Terminal INA değeri	147										
<b>Toplam</b>	<b>208</b>										

<b>BİLANÇO (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>	<b>%Değ</b>
Maddi Duran Varlıklar	512	600	542	583	527	(10)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	4	29	4	29	597
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	17	20	31	19	35	81
Ticari Alacaklar	179	211	198	168	220	31
Hazır Değerler	223	248	116	196	123	(37)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	72	151	168	186	194	4
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>1,006</b>	<b>1,234</b>	<b>1,083</b>	<b>1,156</b>	<b>1,127</b>	<b>(3)</b>
Uzun Vadeli Borçlar	19	35	27	35	29	(18)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	19	21	66	74	73	(1)
Kısa Vadeli Borçlar	82	84	125	84	172	104
Ticari Yükümlülükler	93	141	54	86	72	(16)
Toplam Yükümlülükler	212	281	272	280	347	24
Toplam Özsermaye	794	953	811	877	781	(11)
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>1,006</b>	<b>1,234</b>	<b>1,083</b>	<b>1,156</b>	<b>1,127</b>	<b>(3)</b>

<b>GELİR TABLOSU (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	737	880	853	205	244	19
SMM	649	756	840	198	234	18
Faaliyet Giderleri	46	54	85	14	34	141
Faaliyet Karı (Zararı)	42	70	(72)	(8)	(24)	213
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(9)	(11)	(7)	(2)	(3)	55
Diğer Gelirler (Giderler)	(2)	(26)	70	10	38	265
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>(9)</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>1,454</b>
Vergi Giderleri	12	16	(8)	(2)	11	620
Azınlık Payı	2	(12)	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>(1)</b>	<b>3</b>	<b>(0.26)</b>	<b>(109)</b>

<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>
Özsermaye Karlılığı	3.8%	3.2%	-0.1%	1.4%	-0.1%
Aktif Karlılığı	2.8%	2.5%	-0.1%	1.0%	-0.1%
Brüt Kar Marjı	11.9%	14.1%	1.5%	3.3%	4.3%
Net Kar Marjı	2.4%	3.2%	-0.1%	1.4%	-0.1%
VAFÖK Marjı	14.7%	13.7%	8.9%	10.2%	14.1%
U.V. Borçlar/Özsermaye	2.4%	3.7%	3.3%	4.0%	3.7%
Satışlar/Toplam Aktifler	73.3%	71.3%	78.7%	70.8%	86.7%

Analist: Soner Akın

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0212 350 08 00

E-mail: [arqe@alanyatirim.com.tr](mailto:arqe@alanyatirim.com.tr)

---

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:52 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel bağlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.