

AKSA AKRİLİK

Teknik elyaf ta toparlanma ikinci yarıda bekleniyor...

Aksa Akrilik'i hisse başına 167,1 TL olan 12 aylık hedef fiyatımız ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizin nedenlerini şu şekilde özetleyebiliriz: 1) cazip değerlendirilmesi, 2) 2024'te karlılıkta beklediğimiz iyileşme, 3) 2025'ten itibaren tam etkisini göreceğimiz yüksek marjlı yeni teknik elyaf iplik kapasitesi, 4) Aksa'nın 20 milyon USD yatırımla kuracağı bir ileri teknoloji tekstil ürünü olan "Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf" – Mithra üretim tesisinin gelecekte şirkete yeni gelir kaynakları yaratma potansiyeli. Bu faktörlerin dışında her ne kadar değerlendirme üzerinde bir etkisi olmasa da Aksa'nın %1100 bedelsiz sermaye artırımının hisse performansına olumlu yansımaları bekliyoruz.

Aksa Akrilik, (USD bazlı) 15,8X 2024T F/K çarpanıyla uluslararası benzerlerine göre %21 primli işlem görürken 6,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %13 iskonto ile işlem görmektedir.

1968 yılında kurulan Aksa Akrilik, %25 pazar payıyla dünyanın en büyük akrilik elyaf üreticilerinden biridir. Şirket, yıllık 355bin ton kurulu kapasitesiyle tekstil elyafı ve teknik elyaflar üretmektedir. Aksa'nın teknik elyaflarda (dış mekan akrilik elyaflar) dünyada %50 pazar payına sahiptir. Bunların yanı sıra, Aksa Akrilik, Dow ile %50 ortaklığı olan DowAksa üzerinden karbon elyaf üretim alanında da faaliyet göstermektedir. DowAksa'nın karbon elyaf kapasitesi yıllık 9bin tondur. Aksa Akrilik ayrıca kendi ürettiği elektriğin fazlasını sisteme satarak elektrik gelir elde etmektedir.

Talepte toparlanma beklentisi... Teknik elyaflarda yılın ikinci yarısında bir toparlanma bekliyoruz. Yüksek faiz ve kısıtlı finansman imkanlarına rağmen fiyat-performans yapısı nedeniyle akrilik elyaf talebinin dayanıklı kalmaya devam edeceğini varsayıyoruz.

Uzun vadede FAVÖK'ün 190 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz... 2017-2021 döneminde Aksa'nın FAVÖK'ü 135milyon USD civarında seyrederken 2022'de tek seferlik piyasa koşullarından dolayı FAVÖK 238 milyon USD'ye yükselmişti. Orta/uzun vadede i) 2023'teki kapasite artışı, ii) küreselde yeni kapasitelerin gelmemesine bağlı olarak fiyatlama gücünün iyileşmesi, iii) iplik yatırımının olumlu etkisi ve iv) Mithra yatırımının yıllık yaklaşık 4 milyon USD'lik katkısı sebebiyle Aksa'nın FAVÖK'ünün tarihi ortalamalarının üzerinde 190 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Endeksin Üzerinde Getiri
(Takip Listesine Ekleme)

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	AKSA TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	167.10
Güncel Fiyat, TL	118.70
Getiri Potansiyeli	41%
Halka Açıklık Oranı	37%
Piyasa Değeri, mn TL	38,429
Firma Değeri, mn TL	37,888

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar - UMS29

	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	23,933	34,213	39,801	44,289
FAVÖK, mn TL	4,048	6,679	8,310	9,680
Net Kâr, mn TL	1,652	2,962	3,861	5,565

Borçluluk

Net Borç, mn TL	154	1,351	-100	-2,866
Net Borç/FAVÖK	0.0	0.2	-0.0	-0.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı	16.9%	19.5%	20.9%	21.9%
Net Marj	6.9%	8.7%	9.7%	12.6%
Temettü Verimi	3.0%	4.2%	5.1%	7.2%

Büyüme, Reel

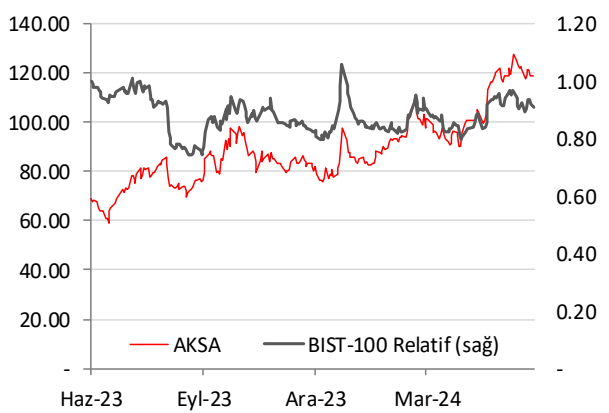
Ciro, y/y	-30.6%	-0.4%	-6.9%	-2.4%
FAVÖK, y/y	-26.9%	15.0%	-0.4%	2.2%
Net Kâr, y/y	-63.8%	25.0%	4.3%	26.5%

Değerleme Verisi

	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	15.7	13.0	10.0	6.9
FD/FAVÖK	6.0	5.6	4.2	3.3
FD/Ciro	1.0	1.1	0.9	0.7

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-1.1%	16.8%	86.6%	21.4%
BIST-100 Relatif	-3.7%	0.7%	-9.6%	-14.1%
AOİH, mn TL	279	278	247	240



Piyasa verileri 3 Haziran 2024 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon USD)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	1,052	813	905	934	941
Brüt Kar	259	134	171	186	193
Operasyonel Giderler	-34	-36	-36	-35	-36
Faaliyet Karı	224	99	135	150	158
FAVÖK	238	138	180	199	206
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-10	-10	-17	-9	-9
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-4	4	2	3	3
Yatırım Faaliliyetlerinden Gelir / (Gider)	4	4	4	5	5
Finansal Gelir / (Gider)	-44	-18	-10	-9	1
Vergi Öncesi Kar	170	79	114	140	158
Vergi Geliri / (Gideri)	36	-23	-38	-37	-41
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	206	56	75	103	116
Hisse Başı Net Kar	11.92	5.10	8.49	13.41	17.48
Hisse Başı Temettü	2.09	3.45	5.53	6.53	9.18

Nakit Akım Tablosu (milyon USD)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Faaliyet Karı	224	99	135	150	158
Amortisman ve İtfâ Payları	13	39	45	49	48
İşletme Sermayesindeki Değişim	-126	17	-15	-4	-2
Ödenen Vergi	15	6	-34	-38	-39
Sabit Sermaye Yatırımları	-58	-62	-90	-60	-50
Serbest Nakit Akımı	69	98	42	98	115
<i>Serbest Nakit Akımı/Gelirler</i>	<i>6.6%</i>	<i>12.1%</i>	<i>4.6%</i>	<i>10.4%</i>	<i>12.2%</i>
Ödenen Temettü	-36	-38	-49	-50	-61
Diğer Nakit Akışı	-60	-28	-24	-8	3
Net Nakitteki Artış (Azalış)	-27	32	-32	39	56

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	12.3%	-22.8%	11.3%	3.2%	0.7%
Brüt Kar	28.0%	-56.0%	37.0%	11.1%	4.9%
FAVÖK	24.4%	-42.1%	31.1%	10.3%	3.5%
Net Kar	57.5%	-72.8%	34.4%	36.3%	13.1%

Karlılık	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	24.6%	16.5%	19.0%	19.9%	20.6%
Operasyonel Gider Marjı	-3.3%	-4.4%	-4.0%	-3.8%	-3.8%
Faaliyet Kar Marjı	21.3%	12.1%	15.0%	16.1%	16.8%
FAVÖK Marjı	22.6%	16.9%	19.9%	21.3%	21.9%
Net Kar Marjı	19.6%	6.9%	8.3%	11.0%	12.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	67.2%	9.9%	12.6%	15.6%	16.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	41.1%	10.7%	13.8%	14.2%	14.0%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon USD)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	330	332	338	384	434
Nakit ve Nakit Benzerleri	92	117	97	137	185
Ticari Alacaklar	91	80	95	99	99
Stoklar	118	117	126	129	129
Diğer Dönen Varlıklar	29	18	19	20	21
Duran Varlıklar	281	517	566	582	589
Maddi Duran Varlıklar	151	421	466	478	480
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8	22	23	24	25
Kullanım Hakkı Varlıkları	2	4	4	5	5
Diğer Duran Varlıklar	120	70	72	76	79
Toplam Varlıklar	611	849	904	966	1,023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	232	234	254	263	259
Finansal Borçlar	73	81	90	94	89
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	142	132	143	146	145
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17	21	22	23	24
Uzun Vadeli Yükümlülükler	71	47	51	47	43
Finansal Borçlar	56	41	45	40	36
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	6	6	7	7
Özkaynaklar	307	568	599	657	721
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	307	568	599	657	721
Ödenmiş Sermaye	17	11	9	8	7
Rezerv ve Diğer Kalemler	24	247	253	259	269
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	60	241	262	287	329
Dönem Net Karı / (Zararı)	206	69	75	103	116
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	611	849	904	966	1,023

Borçluluk	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç (Nakit)	38	5	37	-2	-59
Net Borç / FAVÖK	0.2	0.0	0.2	0.0	-0.3

Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T	2026T
F / K	5.2	19.7	15.8	11.6	10.3
FD / FAVÖK	4.4	7.7	6.5	5.7	5.2
FD / Net Satışlar	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
Temettü Verimi	3.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

Makro Tahminler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
USD/TL Ortalama	16.59	23.79	32.94	39.38	45.40
USD/TL Yıl sonu	18.70	29.44	36.43	42.23	48.70
EUR/TL Ortalama	17.40	25.72	35.43	43.53	51.08
EUR/TL Yıl sonu	19.93	32.57	39.35	47.30	55.03
TÜFE Ortalama	72.0%	53.9%	57.8%	31.2%	18.4%

Gelir Tablosu (milyon TL) - UMS29	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	34,465	23,933	34,213	39,801	44,289
Brüt Kar	5,634	3,953	6,346	7,755	9,106
Operasyonel Giderler	-1,133	-1,047	-1,369	-1,512	-1,683
Faaliyet Karı	4,501	2,906	4,977	6,243	7,423
FAVÖK	5,535	4,048	6,679	8,310	9,680
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-371	-286	-629	-367	-430
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-119	104	76	129	145
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	99	117	141	177	215
Finansal Gelir / (Gider)	-1,661	-1,039	-379	-396	48
Parasal Kazanç/ (Kayıp)	1,701	514	187	-393	114
Vergi Öncesi Kar	4,152	2,315	4,373	5,392	7,515
Vergi Geliri / (Gideri)	412	-663	-1,411	-1,531	-1,950
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	4,564	1,652	2,962	3,861	5,565
Hisse Başı Net Kar	14.1	5.1	9.1	11.9	17.2
Hisse Başı Temettü	3.8	3.4	5.0	6.1	8.6

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - UMS29	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Faaliyet Karı	4,501	2,906	4,977	6,243	7,423
Amortisman ve İlfâ Payları	218	1,143	47	49	46
İşletme Sermayesindeki Değişim	-3,828	493	-1,826	-588	-523
Ödenen Vergi	466	168	-1,244	-1,561	-1,856
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,798	-1,817	-3,279	-2,534	-2,435
Serbest Nakit Akımı	-442	2,892	-1,326	1,609	2,655
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	-1.3%	12.1%	-3.9%	4.0%	6.0%
Ödenen Temettü	-1,231	-1,116	-1,619	-1,971	-2,772
Diğer Nakit Akışı	650	-768	1,747	1,813	2,882
Net Nakitteki Artış (Azalış)	-1,023	1,008	-1,198	1,451	2,766

Büyüme, Reel	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	-30.6%	-0.4%	-6.9%	-2.4%	
Brüt Kar	-35.4%	19.4%	0.4%	4.3%	
FAVÖK	-26.9%	15.0%	-0.4%	2.2%	
Net Kar	-63.8%	25.0%	4.3%	26.5%	

Karlılık	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	16.3%	16.5%	18.5%	19.5%	20.6%
Operasyonel Gider Marjı	-3.3%	-4.4%	-4.0%	-3.8%	-3.8%
Faaliyet Kar Marjı	13.1%	12.1%	14.5%	15.7%	16.8%
FAVÖK Marjı	16.1%	16.9%	19.5%	20.9%	21.9%
Net Kar Marjı	13.2%	6.9%	8.7%	9.7%	12.6%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	28.5%	9.9%	11.7%	11.5%	13.6%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	18.0%	11.4%	13.2%	12.7%	12.6%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL) - UMS29	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	10,614	9,773	13,014	16,776	21,437
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,837	3,445	3,548	5,778	8,989
Ticari Alacaklar	2,798	2,345	3,479	4,164	4,837
Stoklar	4,063	3,448	5,291	5,987	6,582
Diğer Dönen Varlıklar	917	535	696	848	1,029
Duran Varlıklar	14,759	15,228	23,445	29,834	34,274
Maddi Duran Varlıklar	11,702	12,400	19,369	24,671	28,295
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	655	649	891	1,065	1,161
Kullanım Hakkı Varlıkları	132	121	174	217	247
Diğer Duran Varlıklar	2,271	2,058	3,011	3,882	4,571
Toplam Varlıklar	25,373	25,002	36,459	46,610	55,711
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,159	6,890	9,241	11,052	12,545
Finansal Borçlar	2,260	2,399	3,266	3,975	4,355
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	4,384	3,873	5,195	6,145	7,077
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	515	618	780	932	1,112
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,195	1,377	1,864	1,985	2,109
Finansal Borçlar	1,739	1,200	1,633	1,704	1,768
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	456	177	231	281	341
Özkaynaklar	16,019	16,735	25,355	33,574	41,057
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	16,019	16,735	25,355	33,574	41,057
Ödenmiş Sermaye	324	324	324	324	324
Rezerv ve Diğer Kalemler	7,367	7,656	11,126	13,984	15,983
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	3,764	7,103	10,943	15,405	19,185
Dönem Net Karı / (Zararı)	4,564	1,652	2,962	3,861	5,565
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	25,373	25,002	36,459	46,610	55,711

Borçluluk	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç (Nakit)	1,162	154	1,351	-100	-2,866
Net Borç / FAVÖK	0.2	0.0	0.2	0.0	-0.3

Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T	2026T
F / K	4.0	15.7	13.0	10.0	6.9
FD / FAVÖK	3.2	6.0	5.6	4.2	3.3
FD / Net Satışlar	0.5	1.5	1.1	0.9	0.7
Temettü Verimi	6.8%	2.9%	4.2%	5.1%	7.2%

Makro Tahminler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
USD/TL Ortalama	16.59	23.79	32.94	39.38	45.40
USD/TL Yıl sonu	18.70	29.44	36.43	42.23	48.70
EUR/TL Ortalama	17.40	25.72	35.43	43.53	51.08
EUR/TL Yıl sonu	19.93	32.57	39.35	47.30	55.03
TÜFE Ortalama	72.0%	53.9%	57.8%	31.2%	18.4%

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Aksa Akrilik'i hisse başına 167,1 TL olan 12 aylık hedef fiyatımız ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Aksa Akrilik için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizin nedenlerini şu şekilde özetleyebiliriz: 1) cazip değerlendirilmesi, 2) 2024'te karlılıkta beklediğimiz iyileşme, 3) 2025'ten itibaren tam etkisini göreceğimiz yüksek marjlı yeni teknik elyaf iplik kapasitesi, 4) Aksa'nın 20 milyon USD yatırımla kuracağı bir ileri teknoloji tekstil ürünü olan "Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf" – Mithra üretim tesisinin gelecekte şirkete yeni gelir kaynakları yaratma potansiyeli. Bu faktörlerin dışında her ne kadar değerlendirme üzerinde bir etkisi olmasa da Aksa'nın %1100 bedelsiz sermaye artırımının hisse performansına olumlu yansımaları bekliyoruz.

Aksa için hem İNA'da hem de çarpan analizinde USD bazlı bir değerlendirme uyguluyoruz. İNA için USD bazlı risksiz getiri oranını %8,0 alırken, sonsuz dönemde risksiz getiri oranı varsayımımızı %6,0'a düşürüyoruz. Piyasa çarpanları yönteminde benzer şirketler için bulduğumuz medyan çarpana %5 iskonto uyguladık.

Aksa Akrilik, 15,8X 2024T F/K çarpanıyla uluslararası benzerlerine göre %21 primli işlem görürken 6,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %13 iskonto ile işlem görmektedir.

Aksa Akrilik Değerleme Özeti (milyon USD)			
Özkaynak Değeri	Hedef Çarpan*	Ağırlık	Hedef Değer
İNA		50%	1,400
Çarpan Analizi - 2024T FD/FAVÖK	7.1	25%	1,304
Çarpan Analizi - 2024T F/K	12.5	25%	940
Makul Değer			1,261
1Ç25 sonu USD/TL Tahmini			38.04
Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)			54,110
12A Hedef Fiyat, TL			167.1
Cari Hisse Fiyatı, TL			118.7
12A Getiri Potansiyeli			41%

* Benzer şirketlerin medyan çarpanlarına %5 iskonto uygulanmıştır.

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Uluslararası Benzer Şirketler

Şirket	Piyasa Değeri USDmn	FD/FAVÖK				F/K			
		2023	2024T	2025T	2026T	2023	2024T	2025T	2026T
Celanese Corp	16,606	11.4	10.1	9.2	9.3	8.5	13.2	11.0	9.8
Coats Group	1,752	8.8	7.1	6.6	6.4	-	13.1	11.6	10.4
Aquafil Spa	175	10.2	5.6	4.8	4.7	-6.3	-	16.9	8.9
Arkema	7,627	6.8	-	-	5.1	16.9	10.9	9.3	8.5
Lenzing Ag	1,446	10.0	7.9	6.4	5.7	-2.1	-	18.1	12.0
Vardhman Textiles	1,590	11.3	10.4	8.4	8.5	20.8	13.3	10.9	11.7
Billion Industrial Holdings	1,186	7.8	-	-	-	23.8	-	-	-
Tainan Spinning	941	-167.8	-	-	-	13.9	-	-	-
Taekwang Industry Co, Ltd.	528	17.1	-	-	-	-37.3	-	-	-
Kenake Corporation	1,771	5.5	5.1	4.7	-	11.0	11.3	9.8	-
Medyan Çarpan		9.4	7.5	6.5	6.1	11.0	13.1	11.0	10.1
Aksa Akrilik	1,189	7.7	6.5	5.7	5.2	19.7	15.8	11.6	10.3
Prim/iskonto (-)		-19%	-13%	-12%	-14%	79%	21%	6%	1%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Aksa Akrilik İNA Analizi

milyon USD	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Akrilik Elyaf Satış Hacmi, ton	350,400	350,400	350,400	346,750	346,750	346,750	346,750	346,750	346,750	346,750
% değişim	10.2%	0.0%	0.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Birim Fiyat, USD/ton	2,358	2,438	2,449	2,462	2,424	2,364	2,388	2,388	2,382	2,394
% değişim	2.8%	3.4%	0.5%	0.5%	-1.5%	-2.5%	1.0%	0.0%	-0.2%	0.5%
Elyaf-ACN Makası, USD/ton	1,000	1,080	1,100	1,100	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
Elyaf Gelirleri	826	854	858	854	841	820	828	828	826	830
Elektrik Satış Gelirleri	64	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Diğer Gelirler	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Net Satışlar	905	930	934	929	916	895	903	903	901	905
% değişim	11%	3%	0%	0%	-1%	-2%	1%	0%	0%	0%
FVÖK	135	150	158	156	139	145	140	138	136	132
Amortisman	45	49	48	47	47	48	49	50	51	52
FAVÖK	180	199	206	203	185	192	188	187	187	184
FAVÖK/ton	514	567	587	585	534	554	543	540	538	530
FAVÖK Marjı	19.9%	21.4%	22.0%	21.8%	20.2%	21.5%	20.9%	20.7%	20.7%	20.3%
Ödenen Vergiler	-34	-38	-39	-39	-35	-36	-35	-34	-34	-33
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-15	-4	-2	-1	0	0	-2	-2	-3	-5
Yatırım Harcamaları	-90	-60	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Serbest Nakit Akışı	42	98	115	113	101	106	101	101	100	96
İndirgeme Oranı	0.93	0.85	0.78	0.71	0.65	0.59	0.54	0.50	0.45	0.42
SNA Bugünkü Değer	39	83	89	81	66	63	55	50	45	41
SNA Toplamı Bugünkü Değer (2024-2033)	611									
Sonsuz Değer (@ %1.0)	613									
Net Nakit (1Ç24 Sonu Düzeltilmiş)	42									
İştirak ve Azınlık Düzeltmeleri	58									
12- Aylık Hedef Piyasa Değeri @ (1+özkaynak)	1,400									

AOSM Hesabı

Beta	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Risksiz Getiri Oranı	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	6.0%
Hisse Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Kurumsal Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
% Borç	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
% Özkaynak	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Borçlanma Maliyeti	10.0%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	7.5%
Özkaynak Maliyeti	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	10.8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	9.6%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	7.7%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

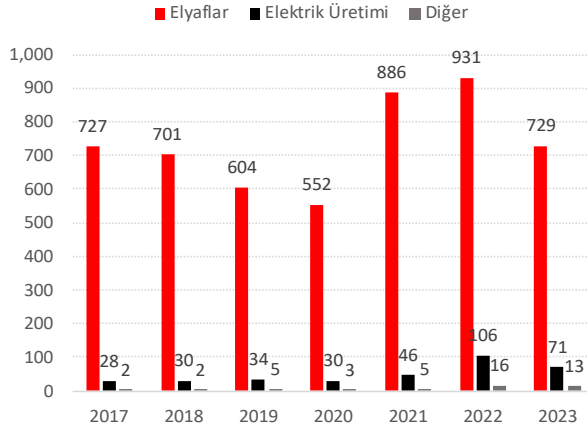
Değerleme ve tahminlerimize riskler... Hammadde maliyetleri ve akrilik talebini etkileyeceği için petrol fiyatlarında sert yükseliş değerlememiz için aşağı yönlü risk unsurudur. Teknik elyaflardaki zayıf talebin beklediğimizden uzun süre devam etmesi ve tekstil sektöründe talebi baskılayacak şekilde finansman koşullarında uzun süre devam edecek bir sıkılık diğer aşağı yönlü risk faktörleri arasında sayılabilir. Öte yandan, TL'nin değer kaybetmesi sektörde ihracatçıları destekleyeceği için değerlemeye yukarı yönlü bir risk oluşturabilir.

ŞİRKET VE SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

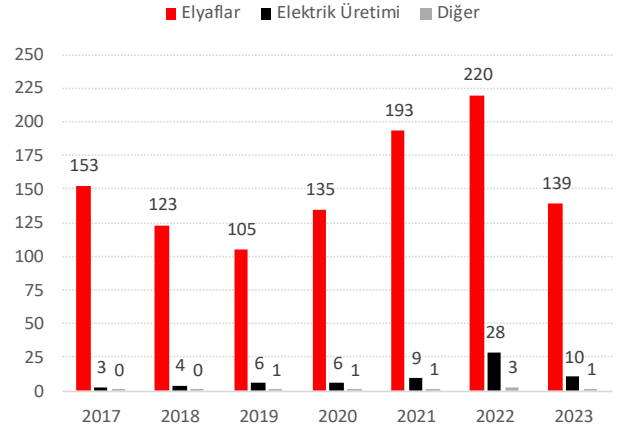
1968 yılında kurulan Aksa Akrilik, %25 pazar payıyla dünyanın en büyük akrilik elyaf üreticilerinden biridir. Şirket, yıllık 355bin ton kurulu kapasitesiyle tekstil elyafı ve teknik elyaflar üretmektedir. Aksa'nın teknik elyaflarda (dış mekan akrilik elyaflar) dünyada %50 pazar payına sahiptir. Bunların yanı sıra, Aksa Akrilik, Dow ile %50 ortaklığı olan DowAksa üzerinden karbon elyaf üretim alanında da faaliyet göstermektedir. DowAksa'nın karbon elyaf kapasitesi yıllık 9bin tondur. Aksa, %50 iştiraki olan DowAksa'yı özkaynak yöntemine göre muhasebeleştirilmektedir. Aksa Akrilik ayrıca kendi ürettiği elektriğin fazlasını sisteme satarak elektrik üretim faaliyetlerinden de gelir elde etmektedir.

Akkök Holding ve Emniyet Ticaret A.Ş. sırasıyla %39,59 ve %23,75 pay ile Aksa'nın en büyük hissedarlarıdır. Türkiye'nin büyük holdinglerinden biri olan Akkök Holding, kimya, enerji ve gayrimenkul alanında faaliyet göstermektedir.

Satışların Dağılımı (milyon USD)



FAVÖK Dağılımı (milyon USD)



* 2023 finansalları enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiştir, sadece 2023 finansallarını çevrim için yılsonu USD/TL kuru kullanılmıştır.

Kaynak: Aksa Akrilik

2022 yılında Aksa'nın elyaflar, elektrik üretimi ve diğer faaliyet alanlarından elde ettiği gelir sırasıyla 931 milyon USD, 106 milyon USD ve 15,7 milyon USD seviyesindedir. 2023'te, şirket akrilik elyaf faaliyetlerinden 729 milyon USD, elektrik üretiminden 71 milyon USD ve diğer faaliyetlerden 13 milyon USD gelir elde etmiştir.

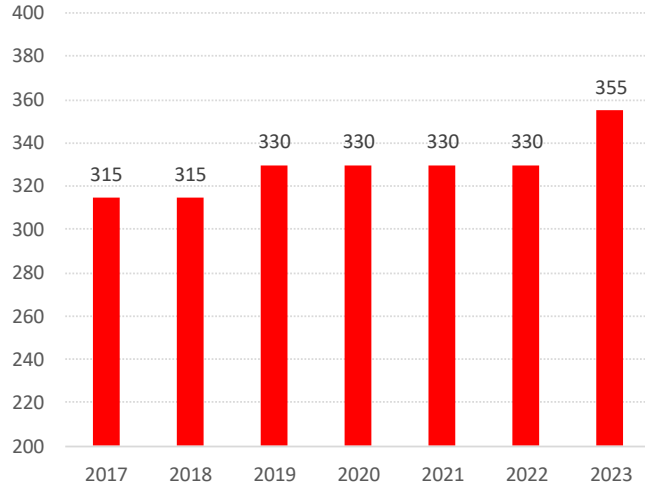
Akrilik Elyaf Operasyonları:

Akrilik elyaf yüne en çok benzeyen sentetik elyaftır. Akrilik elyaf üretimindeki temel girdiler ACN (akrilonitril) ve ko-monomerdir. Aksa'da tov, tops ve kesik elyaf ekrü ve geniş renk yelpazesıyla üretilmektedir.

Akrilik elyaf giyim sanayiinde; halı, battaniye, kilim ve döşemelik kumaş gibi ev tekstili ürünlerinde; araba tavanları, tekne örtüleri, branda ve dış mekan mobilyaları gibi dış mekan kullanım alanlarında; toz filtresi, inşaat yapımında güçlendirici dolgu malzemesi ve araba aküleri gibi endüstriyel alanlarda kullanılır.

Akrilik elyafa yeni kullanım alanları yaratmak amacıyla, Aksa Akrilik 2021'de bir iplik üretim tesisi kurmuştur. Tesisin kapasitesi zamanla artırılarak 2Ç23'e kadar yıllık 6.600tona yükseltilmiştir. "Aksafil" şirketin bu alandaki markasıdır.

Aksa Akrilik Elyaf Üretim Kapasitesi (1000 ton)



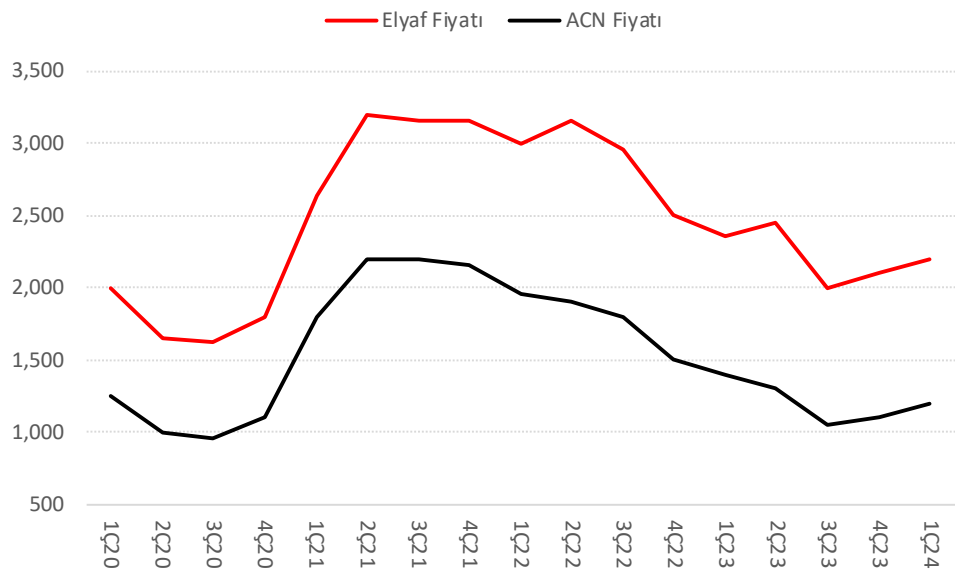
Kaynak: Aksa Akrilik

Aksa Akrilik Kapasite Artış Planları

Ürün Grubu	Önceki Kapasite	Son Kapasite (ton)	Devreye Alınma	Notlar
Akrilik Elyaf	330,000	355,000	2Ç23'te tamamlandı	Akrilik elyaf üretim kapasitesinde yıllık 310bin tondan 355bin tona artış.
Aksafil	-	6,600	2Ç23'te tamamlandı	Kısa elyaftan iplik üretim tesisi
Karbon Elyaf	6,000	9,000	2Ç23'te tamamlandı	Aksa'nın %50 iştiraki olan DowAksa'da karbon elyaf kapasitesinin yıllık 6bin tondan 9bin artırılması
Teknik Elyaf İpliği	-	7,000	4Ç24T	Toplam yatırım tutarı 45milyon USD.
UHMWPE (Mithra)	-	500	2025T	Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf üretimi. Toplam yatırım tutarı 20 milyon USD.

Kaynak: Aksa Akrilik

Elyaf Ürün ve ACN Fiyatları (USD/ton)



Kaynak: Aksa Akrilik

Karbon Elyaf Faaliyetleri:

Aksa Akrilik yıllık 1.500 ton başlangıç kapasitesiyle karbon elyaf sektörüne 2009 yılında giriş yaptı. 2012’de Aksa Akrilik ve Dow Chemicals karbon elyaf işinde faaliyet göstermek için DowAksa adıyla %50-50 ortaklık kurdu. Fonksiyonel para birimi USD olan DowAksa’yı Aksa Akrilik özkaynak yöntemi ile muhasebeleştirilmektedir. DowAksa’nın kapasitesi 2Ç23’te yıllık 6.000 tondan 9.000 tona çıkarıldı. Karbon elyaf sektöründe özellikle rüzgar türbini üreticilerinden gelen yoğun talep sebebiyle DowAksa genellikle %100 kapasite kullanım oranıyla çalışmaktadır.

Karbon elyaf yüksek katma değerli bir üründür. Akrilik elyafın birim fiyatı 2-2.5 USD/kg iken karbon elyafın birim fiyatı yaklaşık 25 USD/kg seviyesindedir. 2023’te DowAksa’nın gelirleri yıllık %4 düşüşle 1153 milyon USD olurken aynı dönemde şirketin net karı 7,1 milyon USD seviyesindedir (2022 UMS29 öncesi: -8,7 milyon USD). 1Ç24’te DowAksa 40 milyon TL zarar yazarken, Aksa Akrilik’e etkisi de 20 milyon TL olmuştur.

DowAksa paylarını %50’si için defter değeri olan 1.882 milyon TL üzerinden Aksa Akrilik değerlememize dahil etmekteyiz.

DowAksa Finansal Bilgiler*

milyon USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Satışlar	70.0	65.2	83.5	110.2	158.4	152.6
% değişim	109%	-7%	28%	32%	44%	-4%
Net Kar	-4.8	-6.7	2.1	10.1	-8.7	7.1
% değişim	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>	370%	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>
<i>Net Marj</i>	-6.8%	-10.3%	2.6%	9.1%	-5.5%	4.6%

* Veriler DowAksa'nın %100'ü içindir.

Kaynak: Aksa Akrilik

Yeni Ürün: “Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf” – Mithra

Yeni ürün geliştirme planları çerçevesinde, Aksa Akrilik, 20 milyon USD’lik bir yatırımla “Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf” (UHMWPE) üretim tesisi kurma kararı aldı. Söz konusu ürün “Mithra” markasıyla piyasaya sürülecek. İlk etapta tesisin üretim kapasitesi yıllık 350 ton, tamamlanma aşamasında yıllık 500 ton olarak planlanmakla birlikte ilerleyen dönemde bu projeye ilgili kapasite artışları da gündeme gelebilir. Tesiste üretimin 2025’te başlaması hedefleniyor.

UHMWPE, savunma sanayi, askeri alanlar, balıkçılık endüstrisi, denizcilik ve biyomedikal uygulamalar gibi birçok farklı faaliyet alanlarında kullanılabilen ekstra güçlü bir plastik üründür. 2025’te tam kapasite kullanımına erişildiğinde Mithra faaliyetlerinden yıllık 4,0 milyon USD, 2030’a kadar kademeli artışlarla yıllık 13 milyon USD ciroya ulaşacağını tahmin ediyoruz. Buna göre Mithra faaliyetlerinin Aksa’nın yıllık FAVÖK’üne katkısını 4-5 milyon USD olarak öngörüyoruz. Bu projeden alınacak sonuçlara göre gelecekte Mithra işinin önemli bir faaliyet kolu olma ihtimalini de belirtmekte fayda görüyoruz.

1Ç24 Finansal Sonuçları:

Dönem Özeti	Özet Finansallar				
	TMS29 Sonrası			TMS29 Öncesi	
	3A24	3A23	y/y	3A23	y/y
(milyon TL)					
Net Satışlar	6,642	7,515	(12%)	4,263	56%
FAVÖK	1,263	1,002	26%	778	62%
FAVÖK Marjı	19.0%	13.3%	567bps	18.2%	77bps
Parasal Kazanç / (Kayıp)	90	238	(62%)	-	n.m.
Net Kar	675	335	102%	570	19%
Operasyonel Nakit Akışı	26	171	(85%)	697	(96%)
Serbest Nakit Akışı	(593)	(571)	4%	335	n.m.
Net Borç / (Nakit)	(276)	350	n.m.	350	n.m.

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Aksa Akrilik 2023 yılsonu finansallarıyla beraber UMS29 düzenlemesiyle uyumlu şekilde enflasyon muhasebesine geçti. Aksa'nın 1Ç24'te enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş net karı 675milyon TL olurken, geçen seneye göre %102'lik bir reel büyümeye işaret etti. Net kardaki artış faaliyet karında büyüme ve vergi giderlerindeki azalıştan kaynaklandı. Şirketin FAVÖK'ü bu dönemde yıllık %26 artarak 1.263 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Küresel ekonomik aktivitede yavaşlama, artan finansman maliyetleri ve azalan ihracat imkanları sebebiyle tekstil sektörünün ürün talebindeki baskı devam ediyor. Öte yandan, akrilik elyaf talebi nispeten dayanıklı kaldı. Daha çok Avrupa ve ABD'ye ihracat odağı olan teknik elyaflar tarafında, yüksek faiz ortamı inşaat ve konut yenileme faaliyetlerini olumsuz etkilediğinden teknik elyaf talebinin de zayıf olmasına sebep oldu. 1Ç24'te teknik elyaflar tarafında bir iyileşme olmakla birlikte esas toparlanmanın yılın ikinci yarısında olması bekleniyor. Düşen ACN fiyatları ve elyaf-ACN makasındaki iyileşme, daha yüksek marjlı teknik elyaf ağırlığının artması gibi sebeplerle FAVÖK marjı 1Ç23'teki %13,3 seviyesinden 1Ç24'te %19,0 seviyesine yükseldi.

Aksa, Nisan-23'te akrilik elyaf kapasitesini 330bin tondan 355bin tona çıkardığını, %50 iştiraki olan DowAksa'nın da karbon elyaf kapasitesini yıllık 6bin tondan 9bin tona çıkardığını duyurmuştu. DowAksa'nın 1Ç24'te Aksa Akrilik'e etkisi 20 milyon TL zarar yönündeydi.

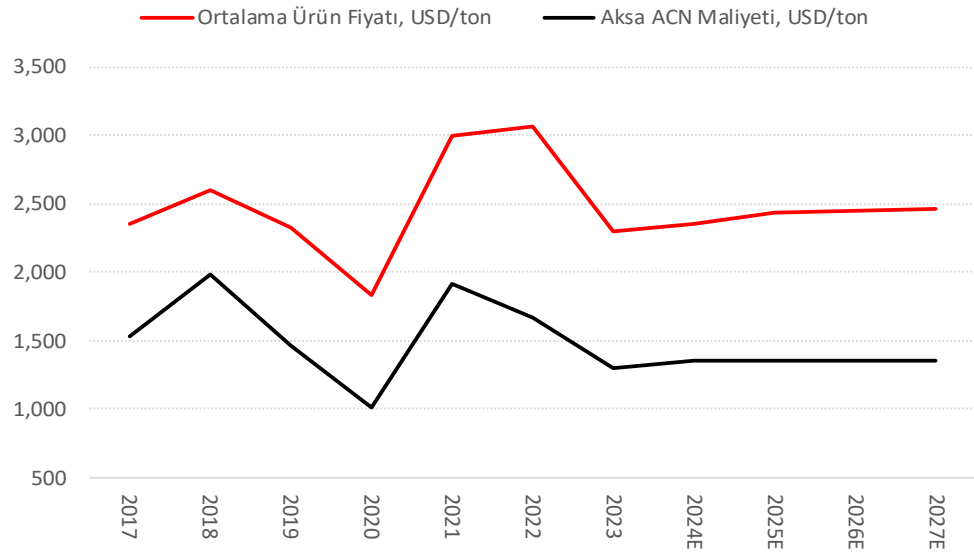
Şirket yönetiminin 2024 beklentileri... Şirket yönetimi 2024'te UMS29 sonrası satış gelirlerinin 1 milyar USD civarında, FAVÖK marjının %18-23 bandında olmasını bekliyor. UMS29 sonrası TL finansal tabloları ortalama USD/TL kurundan çevirdiğimizde 2023 net satış geliri 1 milyar USD, yılsonu USD/TL kurundan çevirdiğimizde ise 2023 satış gelirini 813 milyon USD olarak hesaplıyoruz. Enflasyon muhasebesi sebebiyle yılsonu endeksleme etkisi olduğundan, analizimizde yılsonu kurunu baz almayı tercih ediyoruz. Buna göre 2023 FAVÖK seviyesini de 138 milyon USD olarak hesaplıyoruz (ortalama kurdan çevirirsek 170 milyon USD). Şirket yönetimi, toplam yatırım harcamalarının 2024'te 90 milyon USD olacağını tahmin ediyor. Bizim tahminlerimiz şirket yönetiminin beklentileriyle büyük ölçüde uyuyor.

Aksa'nın net borç pozisyonu 4Ç23 sonunda 154 milyon TL iken, 1Ç24 sonunda 276 milyon TL'lik net nakde dönmüştür. Hatırlanacağı gibi, şirket Nisan-24'te 1,6 milyar TL'lik nakit temettü dağıtmıştır. Değerlememizde son net borç pozisyonunu temettü dağıtımına göre düzeltilmiş şekilde kullanıyoruz.

FİNANSALLARA İLİŞKİN BEKLENTİLER

Akrilik elyaf işinde karlılık ölçütleri... ACN fiyatlarındaki değişimler genel olarak ürün fiyatlarına yansıtıldığından, FAVÖK marjı yerine elyaf-ACN makası gelişmelerini takip etmek daha doğru bir yöntemdir. Aksa'nın elyaf-ACN makasının 2017-2021 döneminde ortalama 840 USD/ton seviyesinde gerçekleştiğini tahmin ediyoruz. Öte yandan, güçlü talep ve sektördeki önemli bir rakibin fabrika kapanışı sebebiyle 2022'de elyaf-ACN makası 1.386 USD/ton seviyesine yükseldi. 2023'te ise elyaf-ACN makasını 994 USD/ton olarak hesaplıyoruz. Elyaf-ACN makasının 2024'te 1.000 USD/ton civarında olmasını, 2025 ve 2026'da artan teknik elyaf satışlarının olumlu katkısını sebebiyle makasın sırasıyla 1.080 USD/ton ve 1.100 USD/ton seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Uzun vadede, akrilik elyaf talebindeki doygunluk varsayımı sebebiyle makasın 1.050 USD/ton seviyelerine tekrar gerileyeceğini düşünüyoruz.

Ürün Fiyatı - ACN Makası Tahmin ve Projeksiyonlar



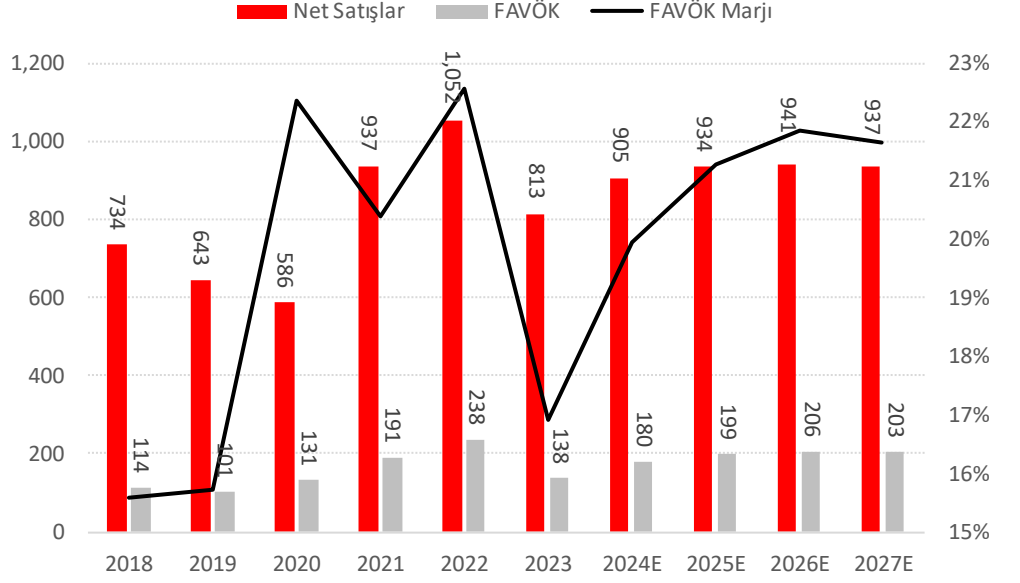
Kaynak: Petkim, Aksa Akrilik, AK Yatırım Araştırma

Yılın ikinci yarısında talepte toparlanma beklentisi... Fed'in faiz artışlarının sonuna gelmesi ve faiz indirimi beklentileri sebebiyle teknik elyaflarda yılın ikinci yarısında bir toparlanma bekliyoruz. Yüksek faiz ve kısıtlı finansman imkanlarına rağmen fiyat-performans yapısı nedeniyle akrilik elyaf talebinin dayanıklı kalmaya devam edeceğini varsayıyoruz.

2024 tahminlerimiz şirket yönetiminin beklentileriyle uyumlu... 2024'te kapasite kullanımını %96, satış hacmini yıllık %10'luk büyümeye denk gelecek şekilde 350bin ton olarak bekliyoruz. UMS29 öncesi satış ve FAVÖK beklentimiz sırasıyla 905 milyon USD ve 180 milyon USD seviyelerinde bulunurken %19,9'luk bir FAVÖK marjına işaret ediyor.

Uzun vadede FAVÖK'ün 190 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz... 2017-2021 döneminde Aksa'nın FAVÖK'ü 135milyon USD civarında seyrederken 2022'de tek seferlik piyasa koşullarından dolayı FAVÖK 238 milyon USD'ye yükselmişti. Orta/uzun vadede i) 2023'teki kapasite artışı, ii) küreselde yeni kapasitelerin gelmemesine bağlı olarak fiyatlama gücünün iyileşmesi, iii) iplik yatırımının olumlu etkisi ve iv) Mithra yatırımının yıllık yaklaşık 4 milyon USD'lik katkısı sebebiyle Aksa'nın FAVÖK'ünün tarihi ortalamalarının üzerinde 190 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz.

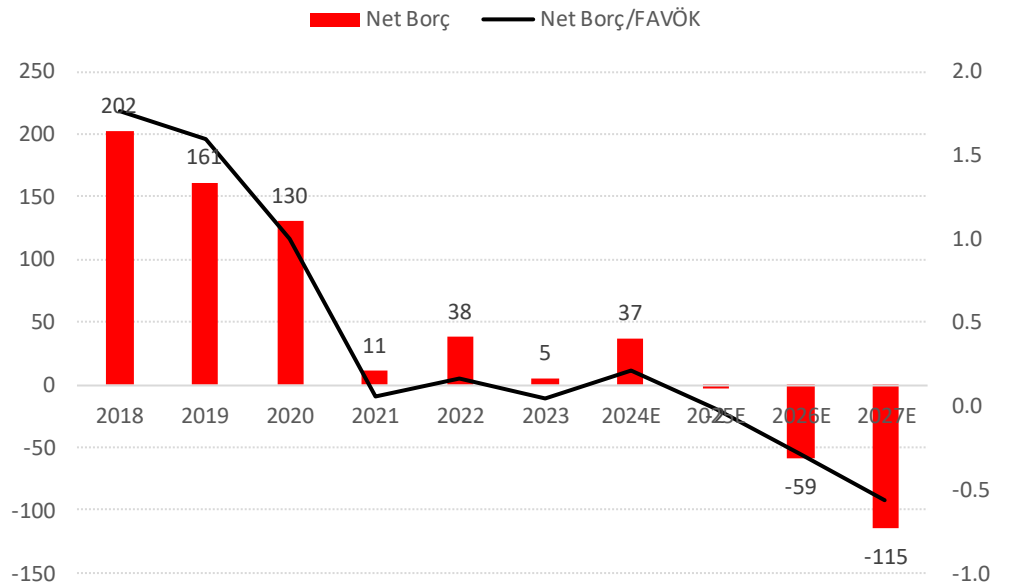
Aksa Akrilik Satışlar ve FAVÖK Tahminleri (milyon USD)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Büyük bir yatırım planı olmamasına bağlı olarak borçlulukta azalma... Orta/uzun vadede, Aksa'nın bakım onarım için yapacağı yatırım miktarının 50 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz. Aksa'nın 1Ç24 sonunda net nakdi 9 milyon USD olarak gerçekleşmişti, ancak şirket Nisan-24'te 50 milyon USD'lik temettü dağıttığından şirketin 2024'ü 37 milyon USD'lik net borç pozisyonuyla kapatmasını bekliyoruz. Projeksiyonlarımıza göre, Aksa 2025 sonunda net nakit pozisyonuna dönerken, uzun vadede %60'lık temettü dağıtımını da varsayarak net nakit pozisyonunun büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

Net Borç ve Net/Borç/FAVÖK Tahminleri (milyon USD)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.