

# STRATEJİ

**AKSA**

**05 Kasım 2002**

**Aksa'nın karı neden geriledi...** 2002 yılının ilk dokuz ayı sonunda Aksa'nın karı dolar bazında %20.6 geriledi. Bu gerilemede etkili faktörlerin başında net satış gelirlerindeki gerilemeye karşın artan üretim maliyetleri oldu. Brüt karı etkileyen bu iki faktörün dışında faaliyet dışı gelirlerin azalması da net kar üzerinde negatif etki yaparken, azalan finansal giderler ancak kısmen etkili olabildi.

**Aksa'nın satış cirosu neden azaldı...**

**Ton bazında satışlar daha çok iç pazar sayesinde artıyor...** Aksa Akrilik 2002 yılının ilk dokuz ayında Tow, Elyaf ve Tops satışlarını sırasıyla %9.7, %7.9 ve %27.8 oranında arttırarak 77,737 ton tow, 54,622 ton elyaf ve kar marjı daha yüksek olan 34,149 ton tops satışı gerçekleştirdi. Toplamda ise satışlar 166,508 ton'a ulaşarak bir önceki yıla göre %12.4 artış kaydetti.

i) Hazır giyim ve konfeksiyon ihracatının yılın genelinde artış kaydetmesi ve iç talepte yaşanan canlanma Aksa'nın bu sektörlerin tedarikçisi konumunda olması nedeniyle satışlarına olumlu yansıdı. Aksa, 2002 Mayıs ayından itibaren tam kapasiteyle çalıştığı halde yurt içi talebi bütünüyle karşılayamamaktadır.

ii) Şirket'in en büyük rakibi İtalyan Montefibre'nin 2002 Temmuz ayından bu yana üretim kapasitesinin üçte birini durdurmuş olması Şirket'in yurt dışı satış fiyatlarında daha esnek davranmasına neden oldu. Bu da ihracatın miktar bazında önemli bir artış kaydetmemesine rağmen brüt kar marjını pozitif yönde etkileyen bir faktör olmuştur.

**Fiyatların son çeyrekte artmasına rağmen diğer satış gelirlerindeki azalma ciroyu etkiledi...** Şirket, geçmiş dönemlerde de olduğu gibi yabancı para ticari alacaklardan kaynaklanan kur farkı gelirlerini satış kalemi içerisinde diğer satışlar olarak kaydetmektedir. Bu nedenle, 2001 yılında devalüasyonun etkisi ile bu kalem USD47.2 milyon'u bulurken, 2002/09'da ilk çeyrekte TL'nin değerlendirilmesi ile USD8.7 milyon ile sınırlı kalmıştır.

<b>Aksa (US\$ milyon)</b>	<b>2002/09</b>	<b>2001/09</b>
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>243.5</b>	<b>246.7</b>
Yurtiçi Satışlar	159.7	120.6
Yurtdışı Satışlar	75.1	78.9
Diğer Satışlar	8.7	47.2
-İndirimler	-4.94	-9.59
<b>Düzeltilmiş Net Satışlar</b>	<b>229.8</b>	<b>189.9</b>
-Net Satılan Malın Maliyeti	-168.7	-143.7
<b>Düzeltilmiş Brüt Kar</b>	<b>61.2</b>	<b>46.3</b>
<b>Düzeltilmiş Brüt Kar Marjı</b>	<b>26.6%</b>	<b>24.4%</b>

Yurt içi pazarın iyi olması ile yılın üçüncü çeyreğinde Aksa satış fiyatlarını maliyetler içinde %50'den fazla yer tutan ACN fiyatlarındaki artışın da üzerinde arttırabilmiştir. Öyleki son çeyrekte Irak tedirginliğinin etkisiyle ACN fiyatları ortalama %16 artarken, Şirket ürün fiyatlarını yaklaşık %28 arttırarak ortalama USD1,749'a çıkarmıştır. 2002 yılının ilk dokuz ayında ise ortalama fiyatlar geçtiğimiz yıla göre %8 artış göstererek USD1,380 olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak kur farkı gelirleri ayıklandığında Aksa'nın net satış cirosu %21'e yakın artış kaydetmiştir. Bu dönemde amortismandan ayıklanmış üretim maliyetlerinin düzeltilmiş net satışlar içerisindeki payı da 2.24 puan gerilemiştir. Böylece, Aksa'nın düzeltilmiş brüt kar marjı 2.2 puana

yakın bir artış kaydetmiştir. Bu dönemde Aksa'nın satış fiyatlarını maliyetlerinin üzerinde arttırması brüt kar marjını olumlu etkilemiştir. Satış fiyatlarındaki hızlı artışta ise yurtiçi piyasadaki hareketlilik en önemli rolü oynamıştır. Detaylı olarak baktığımızda;

i) İhracatın kar marjı iç satışlara göre yaklaşık 10 puan daha düşüktür. Dışarıya satış yapan yerli üreticilerin satışlarını arttırması ve Aksa'nın bu sektörlerin tedarikçisi olmasından dolayı iç satışları artmıştır. Toplam satış gelirleri içerisindeki payı daha az olmasına rağmen, kar marjı diğer ürünlere göre daha yüksek olan Tops satışlarının artmış olması karlılığı olumlu yönde etkileyebilir.

ii) İç piyasada tekel konumunda olan Aksa'nın talebin canlandığı bu dönemde fiyatlarının yukarı çekmesi yine kar marjı üzerinde olumlu bir etki yaratmış olabilir.

iii) Aksa'nın en büyük rakibi Montefibre'nin üretimini bir süre için kısması Şirket'in yurt dışında daha yüksek bir fiyattan mal satması bu da %10'luk farkın kapanmasına sebep olabilir.

**Operasyonel karlılık...** Artan satış hacmine bağlı olarak Aksa'nın pazarlama-satış ve dağıtım giderleri %23 artış kaydederek USD2.4 milyona çıktı. Aynı dönemde genel yönetim giderleri de %15 artarak USD9 milyon'a ulaştı. Sonuç olarak kıdem tazminatından arındırılmış net genel giderler geçtiğimiz yıla göre %24 artarak USD11.1 milyon'a çıkmıştır.

Aksa (US\$ milyon)	2002/09	2001/09
<b>Düzeltilmiş E. Faaliyet Kar</b>	<b>44.2</b>	<b>28.6</b>
+amortisman	5.0	7.4
+kıdem tazminatı	0.77	1.30
<b>Düzeltilmiş FVAÖK</b>	<b>50.0</b>	<b>37.3</b>
<b>Düzeltilmiş FVAÖK Marjı</b>	<b>21.8%</b>	<b>19.6%</b>

Diğer satış gelirlerinden arındırdığımız FVAÖK 2002 yılının ilk dokuz ayında %34 artarak USD49.9 milyon olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjındaki iyileşmeye paralel olarak FVAÖK marjı'da yaklaşık 2 puan artarak %22'ye çıkmıştır.

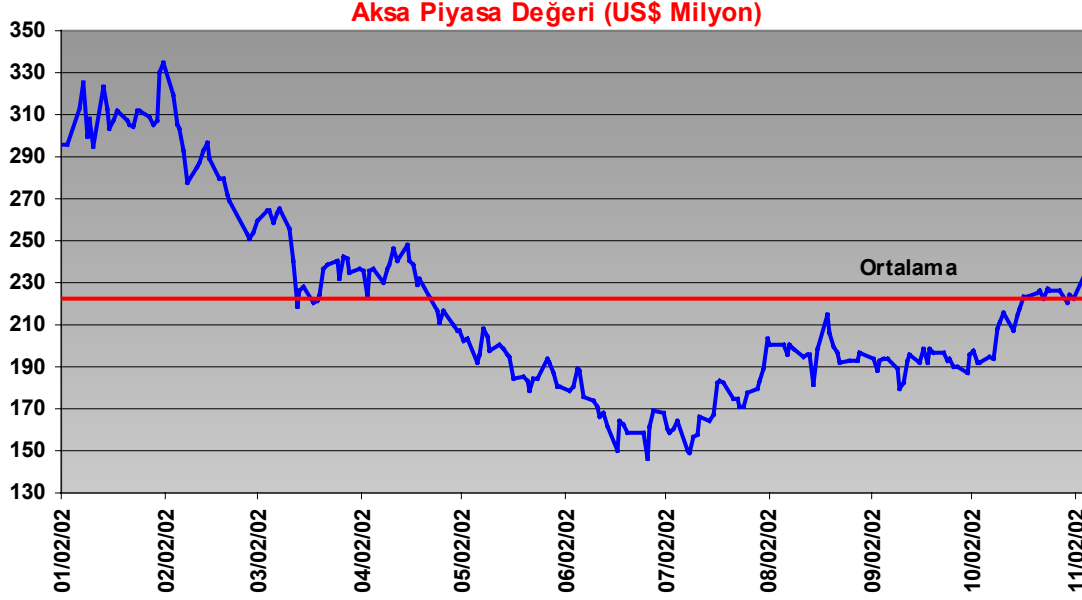
**Diğer faaliyet gelirlerinde düşüş...** Şirket'in kasa banka hesabı beklentiler doğrultusunda Şirket'in döviz pozisyonu lehine artması şeklinde sonuçlanmıştır. Aksa'nın kasa banka hesabındaki döviz pozisyonu USD17.5 milyon'dan USD46.2 milyon'a çıkmıştır. Şirket'in toplam kasa banka hesabı ise yaklaşık 105 trilyon TL'dir. Şirket mevcut nakit pozisyonu ve yabancı para varlıklarından ilk dokuz ayda 21.7 trilyon faaliyet dışı gelir elde etmiştir.

**Finansman giderlerinde düşüş...** Uzun vadeli borcu bulunmayan Aksa, hammadde tedarikinde kullanmak üzere 80-90 gün vadeli banka kredisi kullanmaktadır. Şirket'in ilk dokuz ay sonunda kullanmış olduğu banka kredilerinden 21.9 trilyon kur farkı zararı ve faiz gideri kaydetmiştir. 2001'de devalüasyon nedeni ile kur farkı gideri ile finansman giderleri artan Aksa, 2002'de kurun daha yavaş gitmesi ve kısa vadeli kredilerdeki bir miktar azalma ile giderlerini azaltmıştır. Alacak tahsil süresinin azalması bu dönemde kısa vadeli kredilerdeki azalmada etkili olduğu düşünülebilir.

**Net karda %20.6 azalma...** Sonuç olarak Şirket'in operasyonel karlılığı artmasına rağmen, 2001'e göre kur farkı gelirlerinin azalması Şirket'in bu başarısını net kara yansıtamamasını neden olmuştur. Bu doğrultuda %33 civarında gerçekleşen efektif vergi oranı sonrasında Aksa'nın net karı %20.2 azalarak USD40.2 milyon olarak gerçekleşmiştir.

**Beklentiler..** Yılın son çeyreğinde Şirket'in 64,176 ton daha satış gerçekleştirerek toplam satışlarının 2002 yılında 230,684 tona çıkaracağını tahmin ediyoruz. Ayrıca yıl sonuna kadar ürün fiyatlarında daha fazla artışın olmayacağını düşünüyoruz. Aksa için USD320 milyon olan yıl sonu

net satış geliri hedefimizi USD318 milyon ve USD81.9 milyon olan FVAÖK tahminimizi de USD80.3 milyon olarak revize ediyoruz. Yıl sonu net kar tahminimiz ise USD47 milyon'dur.



**IMKB performansı ve tavsiye...** Aksa 2002 yılı başından bu yana ortalama 220 milyon dolar piyasa değeri ile işlem görmektedir. Aksa 1998'den bugüne ortalama Düzeltilmiş Firma Değeri/FVAÖK çarpanına göre %36 iskontolu işlem görürken, 2001 yılından bugüne bir iskonto taşımamaktadır. Sonuç olarak başarılı bir yıl geçiren Aksa için kısa vadede yükselme olanağı sınırlı olmakla beraber, orta ve uzun vade için olumlu finansal yapısı ve satışlarına da dayanarak tavsiyemiz **Uzun Vadeli Al**'dir.

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.S. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.S. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılar. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.S.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2002 Strateji Menkul Değerler A.S.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle yayınlardan bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.