

AKSA AKRİLİK

Nötr

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Karbon elyaf operasyonlarını değerlemeye ekliyoruz...

Aksa Akrilik 3Ç25'te 2,35 milyar TL (%517 y/y) net kar açıklarken, piyasa beklentisi 380 milyon TL zarar, bizim beklentimiz 758 milyon TL zarar yönünde idi. Net kardaki majör sapma, karbon elyaf faaliyetindeki iştirakin diğer ortaktan %50'sinin alınması sonrasında kaydedilen 3,5 milyar TL'lik tek seferlik gelirden kaynaklandı. Aksa'nın 3Ç25'te FAVÖK'ü 976 milyon TL (-16% y/y) seviyesinde, piyasa beklentisi (1.660 milyon TL) ve Ak Yatırım tahmininin (1.686 milyon TL) altında gerçekleşti. Karbon elyaf faaliyetleri 8 Ağustos'a kadar öz sermaye yöntemiyle (%50) kayıt altına alınırken, 8 Ağustos'tan itibaren tam konsolidasyona tabi tutuldu (%100). Aksa; i) Kalan %50 hissenin satın alınması sonrasında mevcut karbon elyaf faaliyetlerindeki %50'lik payın yeniden değerlemesi sonucu 1.766 milyon TL yatırım geliri, ii) Mevcut karbon elyaf faaliyetlerine ilişkin kur farkı kazançlarının öz sermayeden gelir tablosuna aktarılması sonucu 1.778 milyon TL tek seferlik kar elde etti.

Konsolide FAVÖK, hacim daralması, zayıf fiyatlandırma ortamı ve maliyet baskıları ve TL'nin reel değerlenmesi nedeniyle dolar cinsinden yıllık %7 düşüş gösterdi. Karbon elyaf operasyonları, 3Ç25'te FAVÖK'e yalnızca 70 milyon TL katkıda bulunurken bizim tahminimiz 417 milyon TL'lik bir katkı yönündeydi. Net borç pozisyonu, 3Ç25 sonunda 20,9 milyar TL (503 milyon ABD doları) olarak gerçekleşti. Bu artış, karbon elyaf operasyonlarının kalan %50 hissesinin 125 milyon dolar (5.238 milyon TL) karşılığında satın alınması, karbon elyaf faaliyetlerinin tam konsolidasyonu ile beraber buradaki borcu Aksa finansallarına tamamen yansımaları, 729 milyon TL'lik yatırım harcaması ve daha yüksek işletme sermayesi ihtiyacına paralel olarak yükseldi. 2Ç25 sonunda net borç 5,9 milyar TL (149 milyon dolar) seviyesindeydi. Şirket Yönetimi, kapasite kullanım oranı beklentisini %80'den %75'e düşürürken 2025 ile ilgili diğer tahminlerini korudu.

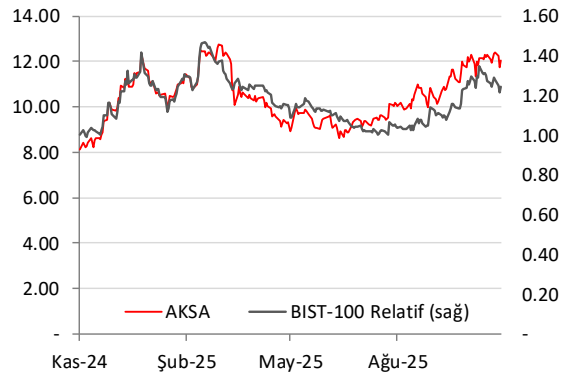
"Nötr" tavsiyemizi koruyoruz... Aksa için 12 aylık hedef fiyatımızı 11,06 TL'den 13,3 TL'ye yükselttik. Karbon elyaf operasyonlarını İNA modelimize dahil ettik (daha önce defter değeri üzerinden değerliyorduk), yüksek borç ve uzun vadeli görünümü yansıtmaması nedeniyle değerlemede piyasa çarpanları modelini dışarıda tuttuk, uzun vadeli FAVÖK beklentilerimizi yukarıya çektik. 2026 ve 2027'de, artan kaldıraç nedeniyle daha yüksek finansal giderler ve artan amortisman giderleri nedeniyle net karın negatif bölgede olmasını bekliyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK
Net Satışlar	8,104	8,101	0%	7,486	8%	8,790	8,773
FAVÖK	976	1,155	-16%	1,186	-18%	1,660	1,686
FAVÖK Marjı	12.0%	14.3%	-222 bps	15.8%	-381 bps	18.9%	19.2%
Net Kar	2,353	381	517%	-24	-9781%	-380	-758
							-720%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	AKSA T1			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	13.30			
Güncel Fiyat, TL	12.06			
Getiri Potansiyeli	10%			
Halka Açıklık Oranı	32%			
Piyasa Değeri, mn TL	46,853			
Firma Değeri, mn TL	68,619			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	28,361	37,844	52,663	69,246
FAVÖK, mn TL	4,484	4,822	7,814	10,675
Net Kâr, mn TL	1,137	3,175	-2,530	-1,029
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,276	20,915	26,567	30,252
Net Borç/FAVÖK	0.7	4.3	3.4	2.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.8%	12.7%	14.8%	15.4%
Net Marj	4.0%	8.4%	n.m.	n.m.
Temettü Verimi	4.5%	4.0%	1.2%	-
Büyüme				
Ciro, y/y	18.5%	33.4%	39.2%	31.5%
FAVÖK, y/y	10.7%	7.5%	62.1%	36.6%
Net Kâr, y/y	-31.2%	179.4%	n.m.	-59.3%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	31.9	14.8	n.m.	n.m.
FD/FAVÖK	8.2	14.2	9.5	7.3
FD/Ciro	1.3	1.8	1.4	1.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.7%	20.0%	54.1%	-2.2%
BİST-100 Relatif	0.6%	18.7%	21.1%	-12.4%
AOİH, mn TL	217	220	200	201



Tahminlerde Revizyonlar

	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	37,844	52,663	69,246	35,058	42,224	52,828
% büyüme	33%	39%	31%	24%	20%	25%
FAVÖK	4,822	7,814	10,675	5,607	7,468	9,525
FAVÖK Marjı	12.7%	14.8%	15.4%	16.0%	17.7%	18.0%
Net Kar	3,175	-2,530	-1,029	1,144	2,056	4,260
% büyüme	179.4%	-179.7%	-59.3%	0.6%	79.8%	107.2%

Önceki Tahminlere Göre Değişim

Net Satışlar	8%	25%	31%			
FAVÖK	-14%	5%	12%			
Net Kar	178%	n.m.	n.m.			
Hedef Fiyat		13.3			11.06	
Hedef Fiyat Değişimi		20%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Satış Gelirleri	10,453	9,259	8,101	7,760	7,846	7,486	8,104	27,813	23,436
Satışların Maliyeti	8,485	7,950	7,042	6,758	6,799	6,349	7,339	23,477	20,487
Brüt Kar	1,969	1,309	1,059	1,002	1,047	1,137	766	4,336	2,950
Operasyonel Giderler	515	448	450	491	617	608	774	1,413	1,999
Faaliyet Karı	1,454	861	608	511	430	529	-9	2,923	951
Amortisman ve İtfa Payları	533	533	547	576	654	657	985	1,613	2,296
FAVÖK	1,987	1,393	1,155	1,088	1,085	1,186	976	4,536	3,247
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	145	-664	51	-532	43	-846	2,103	-469	1,300
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-233	32	110	104	113	149	1,829	-90	2,091
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-31	-45	35	89	-19	-9	-12	-42	-41
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	16	5	14	14	14	16	1,784	36	1,814
Finansal Gelir / (Gider)	251	-808	-259	-898	-360	-1,097	-1,839	-816	-3,295
Parasal Kazanç / (Kayıp)	142	151	150	158	295	95	341	443	731
Vergi Öncesi Kar	1,599	196	659	-21	473	-317	2,094	2,454	2,251
Vergi Geliri / (Gideri)	-536	-175	-278	-19	-174	275	195	-989	296
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-360	-190	-23	141	-39	-28	-40	-573	-106
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-176	14	-255	-160	-135	303	235	-417	403
Vergi Sonrası Net Kar	1,063	21	381	-39	299	-42	2,289	1,465	2,547
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	46	-17	-64	0	-35
Net Kar	1,063	21	381	-39	253	-24	2,353	1,465	2,582

Büyüme (Yıllık)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Satış Gelirleri	-11.6%	-10.5%	-21.1%	-28.8%	-24.9%	-19.1%	0.0%	-14.3%	-15.7%
Operasyonel Giderler	5.3%	-2.0%	6.6%	-7.1%	19.8%	35.7%	72.0%	3.2%	41.5%
Faaliyet Karı	37.4%	-34.2%	-45.2%	-71.4%	-70.4%	-38.5%	-101.4%	-15.9%	-67.5%
FAVÖK	26.0%	-22.7%	-28.7%	-53.3%	-45.4%	-14.9%	-15.6%	-9.3%	-28.4%
Net Kar	101.7%	-105.8%	-290.1%	-101.3%	-76.2%	-216.2%	516.8%	-4328.4%	76.2%

Karlılık / Rasyo Analizi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Brüt Kar Marjı	18.8%	14.1%	13.1%	12.9%	13.3%	15.2%	9.4%	15.6%	12.6%
Operasyonel Gider Marjı	4.9%	4.8%	5.6%	6.3%	7.9%	8.1%	9.6%	5.1%	8.5%
Faaliyet Kar Marjı	13.9%	9.3%	7.5%	6.6%	5.5%	7.1%	-0.1%	10.5%	4.1%
FAVÖK Marjı	19.0%	15.0%	14.3%	14.0%	13.8%	15.8%	12.0%	16.31%	13.85%
Efektif Vergi Oranı	33.5%	89.3%	42.1%	-89.6%	36.8%	86.8%	-9.3%	40.3%	-13.2%
Net Kar Marjı	10.2%	0.2%	4.7%	-0.5%	3.2%	-0.3%	29.0%	5.3%	11.0%
Parasal Kazanç (Kayıp)	1.4%	1.6%	1.9%	2.0%	3.8%	1.3%	4.2%	1.6%	3.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	0.4%	20.0%	-16.5%	26.0%	22.0%	17.1%	-0.9%	2.0%	12.5%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-8.9%	11.3%	-37.4%	15.7%	-3.5%	7.0%	-75.7%	-10.5%	-25.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	2%	133%	-116%	185%	159%	108%	-7%	12%	90%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.6%	11.3%	20.9%	13.2%	11.3%	11.6%	9.0%	11.6%	10.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-4.0%	-12.2%	-30.0%	5.9%	12.6%	-5.0%	-23.5%	-14.3%	-5.5%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	41	1,854	-1,340	2,017	1,724	1,281	-71	555	2,934
Düzeltilme Öncesi Kar	1,063	21	381	-39	299	-42	2,289	1,465	2,547
Amortisman ve İtfa Payları	533	533	547	576	654	657	985	1,613	2,296
İşletme Sermayesindeki Değişim	-421	-1,128	-2,434	461	992	-373	-1,901	-3,983	-1,282
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,134	2,428	166	1,020	-221	1,038	-1,445	1,460	-627
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-974	-807	-1,689	-802	-1,998	-758	-6,066	-3,470	-8,822
Sabit Sermaye Yatırımları	-477	-1,047	-1,694	-1,021	-887	-867	-729	-3,217	-2,483
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-497	240	5	218	-1,110	109	-5,337	-253	-6,338
Serbest Nakit Akımı	-933	1,047	-3,029	1,215	-273	523	-6,137	-2,915	-5,888
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-34	-2,072	2,558	351	341	2,140	4,390	452	6,872
Finansal Borçlardaki Değişim	-112	569	3,113	306	-8	4,386	4,325	3,570	8,702
Temettü	0	-2,548	0	0	0	-2,032	0	-2,548	-2,032
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	78	-93	-556	45	350	-213	66	-571	202
Çevrim Farkları	951	-1,937	-326	49	-271	-184	-926	-1,312	-1,382
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-15	-2,962	-798	1,616	-203	2,479	-2,673	-3,775	-398
Bilanço (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25		
Dönen Varlıklar	18,070	16,745	14,725	15,810	14,834	17,729	17,655		
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,186	3,151	2,349	3,967	3,759	6,238	3,563		
Ticari Alacaklar	4,814	4,820	4,781	4,856	4,374	4,610	5,968		
Stoklar	5,895	7,376	6,088	5,646	5,153	5,232	6,195		
Diğer Dönen Varlıklar	1,175	1,398	1,507	1,341	1,549	1,650	1,929		
Duran Varlıklar	27,438	27,543	28,538	28,884	31,469	31,449	46,053		
Finansal Yatırımlar	5	14	21	23	39	40	39		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,961	2,749	2,649	2,647	2,599	2,534	0		
Maddi Duran Varlıklar	22,389	22,870	23,301	23,745	24,480	24,731	37,821		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,190	1,221	1,229	1,245	2,927	2,878	6,760		
Diğer Duran Varlıklar	893	688	1,339	1,224	1,423	1,265	1,433		
Toplam Varlıklar	45,508	44,287	43,263	44,694	46,304	49,178	63,709		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,511	13,251	12,867	12,451	12,214	15,134	20,815		
Finansal Borçlar	3,992	4,624	8,018	6,956	7,188	9,803	15,568		
Ticari Borçlar	6,532	7,843	4,423	4,602	4,420	4,782	4,500		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,986	783	427	893	606	549	747		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,279	1,870	953	2,294	2,792	4,364	11,849		
Finansal Borçlar	1,849	1,259	122	1,120	1,092	2,804	8,869		
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	430	611	831	1,174	1,701	1,560	2,979		
Özkaynaklar	28,718	29,167	29,443	29,949	31,297	29,680	31,045		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	28,718	29,167	29,443	29,949	30,285	28,685	30,113		
Azınlık Payları	0	0	0	0	1,013	995	932		
Toplam Kaynaklar	45,508	44,287	43,263	44,694	46,304	49,178	63,709		
Yatırım Sermayesi (IC)	28,804	32,510	36,064	35,232	37,519	37,609	54,898		
İşletme Sermayesi	4,176	4,352	6,446	5,900	5,107	5,059	7,662		
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	10%	11%	17%	17%	15%	16%	25%		
Toplam Borç	5,841	5,883	8,140	8,076	8,280	12,607	24,438		
Net Borç / (Nakit)	-434	2,674	5,790	4,109	4,521	6,370	20,874		
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.1	0.4	0.8	0.7	1.0	1.4	4.8		
Net Borç / Özkaynaklar	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.7		
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-3,014	-3,828	-1,332	-5,029	-5,137	-6,338	-11,101		

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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 Internet 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.