

## AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ

Aksa Akrilik'in 2Ç12 net kârı 76,3 milyon TL olarak gerçekleşirken bu değer bir önceki çeyreğe göre %103, 1Y12 döneminde gerçekleşen 113,7 mn TL'lik kar'da 1Y11'e göre %61 artış kaydetmiş oldu. Şirketin olağandışı gelirlerin ve bununla ilişkili vergilerin düşülmüş haliyle düzeltilmiş karı ise 23,5 mn TL seviyesindedir.

Şirket 2Ç12'de karbon fiber faaliyetlerinin bölünmesi ile ilgili olarak iştirakinin satışından 88,2 milyon TL kar kaydetmesi ve bu işleme ilişkin olarak kaydedilen yüksek vergi tutarı net karın daha yüksek gerçekleşmesine engel olmuştur.

Şirketin 2Ç12 döneminde 1Ç12'ye göre %3,76 artış kaydedip 426 mn TL olarak gerçekleşen satışlarının 409 mn TL'lik kısmı elyaf satışlarından 17 mn TL'lik kısmı ise enerji satışlarından sağlanmıştır. Yıllık bazda brüt esas faaliyet karının %2,1 azalma kaydetmesi ise akrilik elyaf fiyatlarının geçen yıla göre %14 gerileme kaydetmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan ise Aksa Akrilik'in 2Ç11 döneminde %94 olan kapasite kullanım oranı ise 2Ç12'de %99 seviyesine yükselmiştir.

Aksa Akrilik'in FAVÖK'ü ise yıllık bazda %5 ve çeyrek bazlı %10 artışla 2Ç12'de 53,6 mn TL olarak gerçekleşti. Bu artışın kaynağı ise hem ham petrol fiyatlarındaki yılın ikinci çeyreğinde görülen gerileme hem ECRU TOW fiyatlarındaki yıllık %21'lik gerileme( 2Ç12'de 3022 dolar/ton) hem de ACN fiyatlarındaki %32'lik düşüş sayesinde ( 1899 dolar/ton) bir önceki çeyreğe göre ürün fiyatlarındaki artış olarak görmekteyiz.

Enerji yatırımları sayesinde azalan maliyetlerde şirketin hem brüt kar marjı %13,4'den %14,5'e hem de %11,2 olan FAVÖK marjına ki şirketin stok zararına karşın %12,6 seviyesine yükselmesine destek vermiştir.

Aksa Akrilik karbon fiber faaliyetlerinin bölünmesi ile ilgili olarak elde ettiği 88,2 mn TL'lik karında eklenmesiyle birlikte şirketin 1Ç12'de %14,7 ve 2Ç11'de %18,4 olan efektif vergi oranının %36,3'e yükselmesine neden olmuştur.

Şirketin net borç pozisyonunda da çok hafif gerileme ile 1Ç12'deki 226 mn TL'den 2Ç12'de 221 mn TL'ye indiğini görmekteyiz.

Aksa Akrilik, 308 bin ton/yıl akrilik üretim kapasitesi ile dünyanın tek çatı altında en büyük akrilik elyaf üreticisi konumuna devam ederken, , dünya akrilik elyaf pazarında %14 pazar payı ile lider konumda bulunurken, yurt içi akrilik pazar payı ise %72 seviyesindedir.

Aksa Akrilik, 1.700 ton/yıl kapasiteli ikinci karbon elyaf tesisini Temmuz ayı sonunda devreye alması ile toplam karbon elyaf üretim kapasitesini 3.500 ton/yıl seviyesine çıkarmıştır. Kapasite artışının olumlu etkisini mali tablolarında bu dönemden itibaren göreceğiz.

100 MW'lık termik santralının açılmasıyla birlikte toplamda 170 MW'a ulaşacak olan Aksa Akrilik bu yatırımın devreye girmesi ile de enerji maliyetlerinde kademeli olarak %40 tasarruf sağlamayı hedeflemesi aynı zamanda marjlarında yükselmesine katkı yapacaktır.

Şirket 6,09x FK, 5,37x Firma değeri/FAVÖK çarpanı ile uluslar arası benzer şirket çarpanlarına göre sırasıyla %13 ve 14 iskontolu işlem görmektedir. %50 uluslar arası benzer şirket , %50 indirgenmiş nakit akımları ortalaması ile hedef fiyat olarak karşımıza çıkan 6,10 TL, hisse için mevcut 4,63 TL fiyata göre %24 iskonto içermektedir.

## AKSA ENERJİ

Aksa Enerji 2Ç12 sonuçlarında konsensus tahmini olan 12 mn TL net karın tam tersine altında, 10 mn TL net zarar açıklamıştır. Karın beklentilerin altında kalması hem 12 mn seviyesinde kaydettiği maddi duran varlık değer düşüklüğü karşılığında hem de faaliyet performansındaki zayıflıktan kaynaklanmış görünmekte. 2Ç12 döneminde açıkladığı 10 mn TL zararlar birlikte şirket 1Y12 döneminde yaklaşık 136 mn TL'lik net kar rakamına ulaşmıştır. Geçen yılın aynı döneminde ise kur farkı ağırlıklı 93 mn TL zarar açıkladığını da hatırlatmak isteriz.

Şirket 2Ç12 dönemindeki elektrik satış hacmindeki artış sayesinde ki bu da 1Y11 dönemindeki 1544 MW kapasitenin 1Y12 itibariyle 2036 MW'a çıkması sayesinde olmuştur, gelirlerini geçen yılın aynı çeyreğine göre %90 artırarak 340 mn TL'ye çıkarırken 1Y12'deki 866 mn TL'lik gelirden 1Y11'e göre %117'lik artışa işaret etmektedir.

2012'nin ilk çeyreğine göre baktığımızda gördüğümüz %35'lik satış gelirlerindeki gerileme ise mevsimsel etkiden kaynaklanmaktadır. Şirketin elektrik üretiminden sağladığı satışlar 1,839Gwh'ye yıllık bazda %165 artış, çeyrek bazında %36 düşüş kaydederek 1,870 milyon kWh seviyesinde gerçekleşti.

Aksa Enerji'nin 2036Mwe olan kurulu kapasitesi bir önceki çeyreğe göre değişmezken, yılın ilk çeyreğinde %75 seviyesinde gerçekleşen Kapasite kullanım tüketimin zayıf olmasından dolayı 2Ç12'de %45 seviyesine gerileme kaydetmiştir.

Diğer taraftan ortalama satış fiyatı ise 2Ç12'de %3 artış kaydetmesine karşın geçen yılın güçlü baz etkisi nedeniyle bir önceki yıla %16'lık düşüşle 0,181 TL/kwh seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde 95 mn TL olan net esas faaliyet karıda 2Ç12'de 26,8 mn TL'ye gerileyince, diğer taraftan da hem spot fiyatların beklenildiği kadar yükseliş kaydetmemesi, hem bakım ve onarım faaliyetlerin ağırlıklı bu çeyrekte yapılıyor olması, elektrik dışı segmentlerin katkısının düşüklüğü hem de mevcut kapasitenin %80'inin doğalgaz olması ve 2Ç12'de doğalgaza yapılan %18,7'lik zammın etkisi ile bir önceki çeyreğe göre %64 gerileme kaydeden ve 2Ç12 döneminde 43 mn TL'lik seviyesinde gerçekleşen FAVÖK ve 1Ç12'de %22,8 seviyesinden 2Ç12'de %12,7 gerileyen FAVÖK marjı ile karşılaşmasına neden olmuştur.

Doların değer kazanması ile 1Ç12 döneminde 70 mn TL net finansal gelir elde eden Aksa Enerji, 2Ç12 sürecinde TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi ile ise 19 mn TL net finansal gider kaydetmiştir.

Mevsimsel etki nedeniyle yılın ilk çeyreğinde güçlü, ikinci çeyreğinde zayıf, üçüncü çeyreğinde hem KKO'daki artış hem de ikili satış payının artması nedeniyle yine güçlü sonuçlar açıklamasını beklediğimiz AKSEN'de, bütçe için alınacak tedbirler arasında doğalgaza yaklaşık %25-30 zam yapılma ihtimalinin bulunması, Botaş'ın doğalgazı maliyetinin %30 altına sattığının bilinmesi ve bu olası artışın her ne kadar elektrik fiyatlarına yansıtılacak olsa da doğalgazla üretim yapan şirketler için baskı unsuru oluşturmasını beklemekteyiz.

Aksen için %60 DCF, %40 benzer şirket çarpanlarına göre yaptığımız ağırlıklandırmamızda ulaştığımız 4,30 TL hedef fiyatımız %15 iskonto içerdiğinden TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

**EMLAK KONUT GYO**

Emlak Konut 2012 yılının ikinci çeyreğinde tüm beklentilerin üzerinde 63 mn TL net kar açıkladı. Karın beklentileri aşmasındaki etmenler ise 3Ç12 döneminde kaydetmesi beklenen Kayaşehir projesini 2Ç12 mali tablolarına yansıtmasından kaynaklandı. Dolayısıyla Şirket bu çeyrekte 257 milyon TL olan piyasa beklentisinin üzerinde 309 milyon TL satış geliri kaydetmesini de doğal karşılamak gerekir. EKGYO'nun FAVÖK marjı ise beklentiler dahilinde %16,5 seviyesinde gerçekleşti.

Brüt kar marjı ise düşük karlılığa sahip olan KİK projelerinin katkısının artmasından dolayı beklentileri karşılayamadı fakat yine de, ciro tarafındaki olumlu sapma sonucunda 2Ç12'de 51 milyon TL FAVÖK'e ulaşmayı başardı.

EKGYO'nun konut teslimi yerine projeden (%95 inşaat bitme kriteri var) elde ettiği geliri hemen mali tablolarına yansıtabilmesi diğer GYO'lardan en büyük farklılığıdır. Diğer taraftan EKGYO'nun konut teslim ve arsa satış gelirlerinin değişkenliği dönemsel karşılaştırmadaki en büyük sorunlarında biridir. Bu durum en güzel 1Ç12'de 26 mn TL'lik satış gelirin teslimatlarla birlikte 392 mn TL'ye çıkmasından da görülmektedir. Bu gelişme aynı zamanda 4 mn zarar seviyesinden olan Esas Faaliyet karının 2Ç12'de 51 mn TL'ye kara dönmesinden de görülmektedir.

EKGYO'nun yıllık 10,000 adet satış hedefi bulunmakta. Yılın ilk yarısında satılan adet ise 3.776 seviyesinden bulunmakta ve yılın kalanında hem eylül ayında 5,322 ünitelik Ağaoğlu Ayazağa Dreamland projesi, 400 ünitelik Şişli Likor fabrikası arazisi ile bu hedefin yakalanabileceğini, Kartal Sultanbeyli ve Finans Merkezinde arsa ihaleleri, EKGYO'nun hem önümüzdeki dönemde sırayla devreye alacağı yoğun proje portföyü hem satışa çıkardığı Maslak 1453 ( Eylül ayında yurtiçinde bu proje kapsamında 5.341 adet konut ve ticari üniteleri üzerinden 2.000 adet satış yapıldığı ve EKGYO'nun bu projenin toplam gelirlerindeki payının %35.5 olduğu ve 1.154 mn TL gelir elde edebilecektir) ve Bahçetepe projelerinde elde ettiği güçlü satış performansı , TOKİ'deki önceliği, NAD değerine göre iskontosunun %12 seviyelerinde bulunması, şirketin ön plana çıkan önceliklerini oluşturmaktadır. Şirket için hedef değerimiz 3,22 TL %19 iskontoya işaret ettiğinden ALIM yönündeki tavsiyemizi korumaktayız .

## TÜRK HAVA YOLLARI

Faliyet karlılığındaki ve finansal gelirlerindeki artış sayesinde yılın ikinci çeyreğinde 193 MN TL net kar açıklayan THYAO, hem doluluk oranlarındaki iyileşme hem petrol fiyatlarındaki düşüş hem zayıf TL hem de yolcu sayısındaki yıllık %19 artışla desteklenen marjlardaki artış hem de bakım ve personel giderlerindeki gerileme ile tüm dikkatleri üzerinde toplayan hisse olmuştur.

Hem yeni açılan hatlara bağlı olarak artan yolcu sayısı hem Euro'nun TL karşısındaki değer kazancı THYAO'nun satış gelirlerinin yıllık %37 artışla 3,839 mn TL'ye ulaşmasını sağlamıştır. Bölümsel katkılara baktığımızda ise %37 artış kaydeden yolcu gelirlerinin yanında %32 artış gösteren kargo gelirleri ve %37 artış gösteren teknik/diğer gelirler kalemlerindeki artış operasyonel faaliyetdeki başarıya işaret etmektedir.

Temmuz ayındaki olumsuz Ramazan etkisinin ardından dini bayramın Ağustos'a denk gelmesi Ağustos ayında THYAO'un olumlu veriler açıklamasına neden olmuştur. Toplam yolcu sayısı Ağustos'ta geçen yıla kıyasla %23, kargo-posta hacmi %29 artarken yolcu doluluk 5.1 puanlık iyileşmeyle %80 seviyesine çıkarken, Ocak-Ağustos döneminde ise yolcu artışı %19.7, kargo-posta büyümesi %26 ve yolcu doluluk artışı 5.2 puan artışla %77 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam tarihsel olarak Ocak – Ağustos döneminde THY'nin açıkladığı en yüksek veridir. Yolcu doluluk oranındaki bu artış arz edilen koltuk kapasitesinin %18,7 ve ücretli yolcu km'sinin %27,4 artmasından kaynaklanmıştır.

Türk Hava Yolları Yönetim Kurulu önümüzdeki dönemde geniş gövde uçak ihtiyacının temini kapsamında 2014 yılında 4 adet, 2015 yılında 6 adet ve 2016 yılında 5 adet olmak üzere toplam 15 adet A330-300 uçağının Airbus firmasından satın alınmasına karar verdiğini açıklaması ki daha önce ki 2010-2015 planlarındaki 105 uçaklık filo genişletme operasyonunda yer almamaktadır, THYAO'nun yüksek talep gören bazı mevcut hatlarda ve yeni hatların açılmasında dar gövdeli uçaklara kıyasla daha karlı bir iş modeli elde etmeyi amaçladığını göstermektedir. Diğer taraftan ise 179 uçakla filo yaşı 6,3 olan THYAO'nun yaş ortalaması aşağı çekilmiş olacak ve hem kapasite artışı hem doluluk oranında artış hem de yakıt tasarrufu elde etmesine imkan sağlayacağından Her ne kadar bu alımlar ek borç yükü yapacak olsa da ki mevcut durumda borç/sermaye oranı 2,15'dir, uzun vadede büyümeyi olumlu etkileyecek gelişmelerdir.

Diğer taraftan THY Genel Müdürü Temel Kotil ilk yarıdaki karlılık trendini 3. çeyrekte de sürdürdüklerini, yıl sonunda 38 mn yolcu ve 7.8 milyar dolar ciro öngördüklerini, Balkan havayolları ile halen ilgilendiğini, SunExpress'teki payında artış planlamadığını, yılsonunda kadar 204 adet olan uçuş noktalarına 12 ekleme daha yapacaklarını belirtmesi de THYAO için olumlu diğer gelişmeler olarak dikkat çekmektedir.

Bu arada geçtiğimiz günlerde THYAO'da e devletin sahip olduğu hisselerin satışına ilişkin Özelleştirme İdaresi'nin satışa yönelik herhangi bir plan değişikliği olmadığı yönündeki açıklamasını da hisse üzerinde baskının azalmasına neden olmuştur.

THYAO için 4,62 TL olan hedef fiyatımız %14 iskonto içerdiğinden alım yönündeki tavsiyemizi korumaktayız.

**Doğalgaz zammı marjları baskı altında tutmaya devam edecek.**

Soda sektöründe, 2011 yılında kriz sonrası toparlanma yaşanmış ancak yılın ikinci yarısından itibaren EURO bölgesinde görülen bölgesel daralmalar özellikle Avrupa pazarını olumsuz etkilemiştir. Batı Avrupa'da soda talebindeki gerileme sürmektedir.

ABD'de inşaat sektöründeki durgunluk kısmen otomotiv ile dengelenmekte ve düz cam sektöründe soda kullanımı yatay seyretmektedir. Hindistan'da Talep artışı tüm kullanıcı sektörlerde görülse de en önemli artış cam ambalaj sektöründe yaşanmaktadır. Çin'de soda satışları düşük seyretmektedir. Stok azaltma ve talebi canlandırma amacıyla satış fiyatlarında indirimle gidilmiştir.

Krom Bileşikler sektöründe ise; piyasadaki üretici sayısının ve üretim kapasitelerinin fazlalığı fiyat rekabetini de getirmektedir.

Makine Sektörü; Kriz sonrasında makina sanayinin ağırlığı gelişmekte olan ülkelere ve doğuya doğru bir kayış göstermiş, bunun da etkisi ile gelişmekte olan ülkelerdeki makina imalatının pazar payı da artış eğilimine girmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki makina imalatçıların düşük fiyatlarla pazara girmeleri pazardaki rekabeti arttırmakta ve kar marjlarını düşürmektedir.

Bölgemiz değerlendirildiğinde soda talebinin çevre ülkelerdeki politik istikrarsızlıklara rağmen çok olumsuz etkilenmediği ve toparlanmanın nispeten daha hissedilir bir süreç izlediği görülmektedir.

Soda'nın satış gelirleri bir önceki çeyreğe göre %4 bir önceki yıla göre ise %29 artış kaydetmiştir. Bu olumlu görünüm fiyatlamadaki zorluklar, faaliyet dışı gelirlerin düşüklüğü ve net finansal gelirler nedeniyle karlılığa yansımamış ve şirketin karı bir önceki çeyreğe göre %38 ve bir önceki yıla göre %49 gerileme kaydetmiştir. Soda'nın FAVÖK marjında 2Ç12'de %13,7 ile çeyrek bazda %12,9 gerileme kaydetmiştir. Bunda en önemli etkenlerden biri de satılan malın maliyeti içerisinde yaklaşık %50 seviyesinde olan enerji fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Nisan ayındaki %19'luk doğalgaz zammı marjları baskı alırken, Geçtiğimiz hafta doğalgaz ve elektriğe yapılan zamlar 4Ç12 döneminde de marjları baskı altında tutacaktır. Soda Sanayii 2012 tahminlerine göre 74 F/K ve 4,8 FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görürken, 3,30 TL olan hedef fiyatımıza göre %13 iskontolu işlem gören hisse için TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.