

## Aksa Enerji

## Beklentilerin altında sonuçlar...

Burak Demirbilek

Analist

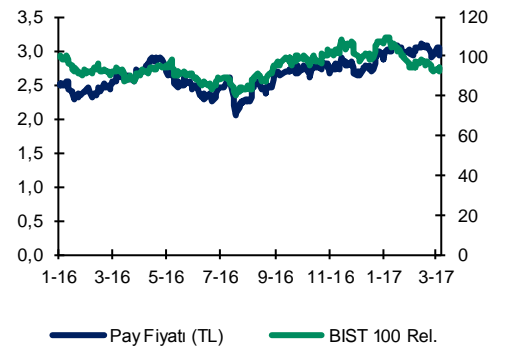
bdemirbilek@sekeryatirim.com

**Aksa Enerji 4Ç16'da 279mn TL zarar açıkladı.** Şirket 4Ç15'te 22mn TL kar açıklamıştı. Şirket'in açıkladığı net zarar rakamı 146mn TL seviyesinde bulunan piyasanın zarar beklentisi ve 24mn TL zarar beklentimizden kötü gerçekleşti. Şirket'in 4Ç16'da Kozbükü (81 MW) Hidro Elektrik Santrali satışından 58mn TL sabit kıymet satış zararı kaydetmesi, beklentimizin üzerinde gerçekleşen net finansman gideri ve beklentilerin altında kalan operasyonel karlılık Şirket'in net zararın beklentilerden kötü gerçekleşmesinde en büyük etken oldu. Aksa Enerji 4Ç16'da doların TL karşısında değer kazanması sonrasında 295mn TL net finansman gideri (4Ç15'te 8mn TL finansman gelirin karşılığı) kaydetti. Diğer taraftan Şirket'in 4Ç16'da 59mn TL ertelenmiş vergi geliri net zarar rakamının daha da artmasını engelledi. Operasyonel tarafta net satış gelirleri 4Ç16'da yıllık bazda %38 artışla 966mn TL seviyesinde gelirken beklentilerimize paralel, piyasa beklentisinin ise (Şeker: 951mn TL; Piyasa: 734mn TL) üzerinde geldi. FAVÖK rakamı ise 93mn TL ile 4Ç15'e göre yatay kalırken, piyasa ve beklentimizin altında (Şeker: 121mn TL, Piyasa: 110mn TL) gerçekleşti. Şirket'in 4Ç16'da beklentilerden kötü zarar açıklaması nedeniyle piyasa tepkisinin bugün negatif olacağını düşünüyoruz. 4Ç16 sonuçları sonrası Aksa Enerji ile ilgili olarak **3.94 TL** olan hedef fiyatımızı değiştirmeyizken, cari piyasa değerine göre %34 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle **AL** önerimizi korumaktayız. Şirket'in bu yıl içerisinde devreye alacağı Afrika yatırımları şirket için en büyük katalizör durumda. Hatırlanacağı üzere Şirket'in, 2017 yılında yaklaşık 3 milyar TL seviyesinde satış geliri ve 725 mn TL seviyesinde FAVÖK hedefi bulunuyor. Aksa Enerji'nin 2017 yıl sonu itibarı ile toplam FAVÖK'ünün %82'sinin döviz bazlı olmasını ve satış gelirlerinin de %66'sının TL ve %34'ünün ise dolar bazlı gerçekleşmesini planladığını da not edelim.

	2014	2015	2016	2017T
F/K	45,56	A.D.	A.D.	13,6
PD/DD	1,76	2,28	4,64	2,09
FD/FAVÖK	11,63	8,87	9,27	5,71
FD/Satışlar	2,04	1,73	1,26	1,35
Net Satışlar (TL Mn)	1.957	2.320	3.178	2.970
Net Kar (TL Mn)	40	(227)	(363)	132
Hisse Başına Kar (TL)	0,06	(0,37)	(0,59)	0,21

AL  
Hedef Fiyat: TRY 3.94

	TL	US\$	
Fiyat	2,93	0,78	
BİST 100	89.003	23.720	
US\$ (MB Alış):	3,7522		
52 Hafta Yüksek:	3,09	1,03	
52 Hafta Düşük:	2,04	0,66	
Bloomberg/Reuters Kodu:	AKSEN.TI / AKSEN.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	613,2		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri (TL Mn):	1.797	479	
Halka Açık PD (TL Mn):	377	101	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-2,0	11,4	-1,7
US\$ Getiri (%):	-1,0	-12,1	-6,2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-2,2	-1,4	-13,7
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	7,94		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	2,54		
Beta	0,45		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,27		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,20		
Ortaklık Yapısı	%		
Kazancı Holding	61,9		
Goldman Sachs	16,6		
Halka Açıklık	21,5		
Toplam	100,0		



**Net Satış gelirleri 4Ç16'da yıllık bazda %38 arttı** - Şirket'in toplam elektrik satışları OTC ve ikili anlaşmalar sayesinde 4Ç16'da yıllık bazda %28 artışla 5.2 Twh seviyesinde gerçekleşti. Spot elektrik fiyatları 4Ç16'da doğalgaz arzında yaşanan sorunlara bağlı olarak 176 TL/Mwh seviyesine yükselirken (2016: 145 TL/Mwh), Şirket'in ağırlıklı elektrik fiyatları ise 4Ç16'da 177 TL/Mwh (2016: 175 TL/Mwh - 4Ç15: 176 TL/Mwh) seviyesinde gerçekleşmiştir. Aksa Enerji'nin net satış gelirleri artan elektrik satış hacmi sayesinde yıllık bazda %38 artışla 966mn TL seviyesinde gerçekleşmiş, böylece piyasa beklentisi olan 734mn TL üzerinde gelirken, beklentimiz olan 951mn TL net satış geliri rakamına paralel gelmiştir.

**FAVÖK rakamı 93mn TL ile yatay kaldı** - Şirket, 4Ç16'da 93mn TL FAVÖK rakamı sonrasında 2016 yılını 431 mn TL FAVÖK rakamı ile tamamladı. Ancak bu rakam Şirket'in 2016 yılı sonu için öngördüğü 450-460mn TL FAVÖK rakamının altında kaldı. Öte yandan Şirket'in 4Ç16'da artan maliyetleri nedeniyle FAVÖK marjı da 4Ç15'e göre 3.6pp düşüşle %9.6 seviyesine geriledi.

**Net borç rakamı YS16 itibarıyla 2.74 milyar TL seviyesine geriledi** - Kozbuku santralinin satışından gelen 55mn dolar nakdin finansal borçlarının kapatılmasının pozitif etkisiyle Şirket'in 9A16'da 2.87 milyar TL seviyesinde bulunan net finansal borcu 2016 yıl sonu itibarıyla 2.74 milyar TL seviyesine geriledi. Şirket, hatırlanacağı üzere 2016 yılında 313 MW toplam kapasitede santralini toplam 348 mn dolar bedelle satışı konusunda anlaşmaya varmıştı. Şirket bu varlık satışlarından gelecek nakdi finansal borçlarının kapatılmasında kullanmayı planlamaktadır. Şirket'in 2016 itibarıyla 2.7 milyar TL net finansal borcunun 2017 yılı sonunda 2 milyar dolar seviyesine düşmesi hedeflenirken, Net Finansal Borç/FAVÖK çarpanının 2017 yılı sonunda 2.8x seviyesinde gerçekleşmesi (2016: 6.4x) öngörülmektedir.

**Tablo 1: Finansallar (4Ç16)**

Milyon TL	2015	2016	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>2.307</b>	<b>3.178</b>	<b>37,8%</b>	<b>699</b>	<b>966</b>	<b>38,2%</b>	<b>910</b>	<b>6,2%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>333</b>	<b>277</b>	<b>-16,9%</b>	<b>63</b>	<b>53</b>	<b>-16,2%</b>	<b>77</b>	<b>-31,8%</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>14,4%</i>	<i>8,7%</i>		<i>9,0%</i>	<i>5,5%</i>		<i>8,5%</i>	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>310</b>	<b>246</b>	<b>-20,6%</b>	<b>57</b>	<b>48</b>	<b>-16,1%</b>	<b>68</b>	<b>-29,5%</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>13,4%</i>	<i>7,7%</i>		<i>8,1%</i>	<i>4,9%</i>		<i>7,4%</i>	
<b>FAVÖK</b>	<b>451</b>	<b>431</b>	<b>-4,3%</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>0,6%</b>	<b>121</b>	<b>-23,0%</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>19,5%</i>	<i>13,6%</i>		<i>13,2%</i>	<i>9,6%</i>		<i>13,3%</i>	
<b>Net Kar</b>	<b>-215</b>	<b>-363</b>	<b>69,3%</b>	<b>22</b>	<b>-279</b>	<b>A.D.</b>	<b>-74</b>	<b>A.D.</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-11,4%</i>		<i>3,2%</i>	<i>-28,9%</i>		<i>-8,2%</i>	

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2013	2014	2015	2016	%Değ.
Maddi Duran Varlıklar	2.064	2.685	3.032	2.454	-19,1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	10	10	61	493,1
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	282	233	172	162	-5,9
Ticari Alacaklar	142	89	183	270	48,1
Hazır Değerler	22	34	48	219	352,7
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	355	410	615	986	60,3
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>2.879</b>	<b>3.460</b>	<b>4.061</b>	<b>4.153</b>	<b>2,3</b>
Uzun Vadeli Borçlar	1.138	1.380	1.664	1.367	-17,9
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	124	141	237	306	29,2
Kısa Vadeli Borçlar	452	651	970	1.748	80,2
Ticari Yükümlülükler	178	265	400	344	-13,9
Toplam Yükümlülükler	1.892	2.438	3.271	3.765	15,1
Toplam Özsermaye	987	1.022	789	387	-50,9
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>2.879</b>	<b>3.460</b>	<b>4.061</b>	<b>4.153</b>	<b>2,3</b>

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2013	2014	2015	2016	%Değ.
Net Satışlar	1.786	1.957	2.307	3.178	37,8
SMM	1.566	1.711	1.974	2.901	47,0
Brüt Kar	220	247	333	277	-16,9
Faaliyet Giderleri	20	24	23	31	33,8
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	200	222	310	246	-20,6
Net Diğer Gelir/Gid.	(4)	(15)	(8)	4	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	(1)	1	29	(86)	A.D.
Finansman Gelir/Gid.(-)	(346)	(182)	(550)	(585)	A.D.
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>(151)</b>	<b>27</b>	<b>(219)</b>	<b>(421)</b>	<b>A.D.</b>
Vergi	(17)	(13)	(3)	(58)	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>(133)</b>	<b>39</b>	<b>(216)</b>	<b>(363)</b>	<b>A.D.</b>
Azınlık Payları	(2)	(0)	(2)	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	(132)	40	(215)	(363)	A.D.

Kaynak: Şeker Yatırım

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2013	2014	2015	2016
Özsermaye Karlılığı	-12,7%	3,9%	-23,7%	-61,7%
Aktif Karlılığı	-4,6%	1,2%	-5,3%	-8,7%
Brüt Kar Marjı	12,3%	12,6%	14,4%	8,7%
Net Kar Marjı	-7,5%	2,0%	-9,3%	-11,4%
VAFÖK Marjı	17,5%	17,6%	19,5%	13,6%
T.Fin. Borçlar/Özsermaye	156,8%	191,4%	322,9%	625,0%

Kaynak: Şeker Yatırım

# Şeker Yatırım

## UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5  
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)