

|                           |                        |      |                     |       |          |          |                 |         |         |  |
|---------------------------|------------------------|------|---------------------|-------|----------|----------|-----------------|---------|---------|--|
| Kısa Vadeli Öneri         | Endekse Paralel Getiri |      | Hedef Fiyat (TL)    |       | 8,54     |          | FD/FAVÖK (Cari) |         | 6,5x    |  |
| Uzun Vadeli Öneri         | TUT                    |      | Kapanış Fiyatı (TL) |       | 6,56     |          | FK (Cari)       |         | 13,5x   |  |
| UFRS Gelir Tablosu - Özet |                        |      | Açıklanan           |       |          | Beklenti |                 | Sapma % |         |  |
| (mn TL)                   | 2Ç19                   | 1Ç19 | Çeyreksel %         | 2Ç18  | Yıllık % | VKY      | Kons.           | VKY     | Kons.   |  |
| Net Satışlar              | 483                    | 407  | 19%                 | 462   | 4%       | 454      | 457             | 6%      | 6%      |  |
| Brüt Kar                  | 79                     | 34   | 129%                | 124   | -37%     | -        | -               | m.d.    | m.d.    |  |
| FAVÖK                     | 75                     | 31   | 143%                | 125   | -40%     | 71       | 68              | 5%      | 10%     |  |
| Net Dönem Karı            | 6                      | 20   | -70%                | 69    | -91%     | 30       | 22              | -80%    | -73%    |  |
| Brüt Kar Marjı            | 16,3%                  | 8,4% | 7,8 yp              | 26,9% | -10,6 yp | m.d.     | m.d.            | m.d.    | m.d.    |  |
| FAVÖK Marjı               | 15,4%                  | 7,5% | 7,9 yp              | 27,0% | -11,6 yp | 15,6%    | 14,9%           | -0,2 yp | 0,6 yp  |  |
| Net Kar Marjı             | 1,2%                   | 4,8% | -3,6 yp             | 14,9% | -13,7 yp | 6,5%     | 4,8%            | -5,3 yp | -3,6 yp |  |

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

**Net kar beklentilerin altında (-)**

Akçansa, 2Ç19'da beklentimizin %80, piyasa beklentisinin %73 altında yıllık bazda %91 düşüşle 6 mn TL net kâr açıkladı. Operasyonel kârlılık beklentilerimizle uyumlu gerçekleşse de, tahminimizi aşan net finansman giderleri, net kârdaki sapmada etkili oldu. Yılbaşıdan bu yana BIST100'e göre %7 negatif ayrıışan hissenin beklentilerin altında gelen net kar nedeniyle 2Ç sonuçlarına olumsuz tepki vermesini bekliyoruz. Operasyonel seviyede beklentilerimizle uyumlu sonuçların ardından değerlendirme ve önerimizde bir değişikliğe gitmiyoruz.

- Yurtiçi talep daralması ihracat gelirleriyle telafi edildi - Akçansa'nın 2Ç19'da net satış gelirleri beklentilere paralel yıllık %4 artışla 483 mn TL'ye yükselmiştir. İnşaat sektöründeki daralmanın talebe yansmasıyla şirketin yurt içi satış gelirleri 2Ç19'da yıllık %26 azalarak 291 mn TL'ye gerilerken, ihracata yönlendirilen satışlardaki hacimsel artış ve kurun katkısıyla yurtdışı satış gelirleri %168 yükselişle 184 mn TL'ye ulaştı. İlk altı aylık dönemde konsolide ciro yıllık %5 artışla 890 mn TL'ye yükseldi.
- FAVÖK, beklentimize paralel yıllık %40 gerileme gösterdi - 2Ç19'da şirketin cirosunda yıllık bazda gözlenen sınırlı büyümeye karşılık, enerji ve yakıt giderlerindeki yükseliş kaynaklı satış maliyetlerindeki artış %20 seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde faaliyet giderlerinin ciroya oranı TL maliyetlerdeki artış nedeniyle yıllık 160 baz puan artarak 2Ç19'da %6 seviyesine yükseldi. Böylece şirketin 2Ç19'da FAVÖK rakamı beklentimizin %5, piyasa beklentisinin ise %10 üzerinde yıllık bazda %40 daralmayla 74,5 mn TL seviyesinde gerçekleşirken FAVÖK marjı yıllık 12 puan azalarak 2Ç19'da %15,4 seviyesine geriledi. 1Y19'da şirketin toplam FAVÖK'ü ise 105 mn TL seviyesinde gerçekleşerek yıllık %46 daraldı.
- Operasyonel olmayan giderler net karda sapmaya neden oldu - Şirketin 2Ç19 finansalları operasyonel tarafta beklentilerimizle uyumlu olmakla birlikte, beklentimizin %80, piyasa beklentisinin de %73 altında yıllık bazda %91 gerileme ile 6 mn TL net kar açıkladı. 2Ç18'de 17,6 mn TL net finansal gider kaydeden Akçansa'nın, 2Ç19'da artan kur ve faiz giderlerinin etkisiyle beklentimizin üzerinde 39 mn TL net finansal gider kaydetmesi, net kardaki sapmada önemli rol oynadı. Toplam ise şirketin net karı 1Y19'da yıllık %77 azalarak 25,6 mn TL'ye geriledi.
- Şirket hisselerinin 2Ç19 sonuçlarına olumsuz tepki vermesini bekliyoruz - Şirketin 2Ç19 performansı operasyonel tarafta beklentiler paralelinde gerçekleşse de net kar tarafında beklentilerin oldukça altında kalınmıştır. Yılbaşıdan bu yana endeksten %7 negatif ayrıışan şirket hisselerinin 2Ç19 finansallarına olumsuz tepki vermesini bekliyoruz. Beklentilerimize paralel gerçekleşen 2Ç19 finansal sonuçları sonrası kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli "TUT" önerimizi sürdürürken, hisse başı hedef fiyatımızı da 8,54 TL olarak koruyoruz.

Analist: Selahattin AYDIN  
Tel:+90 212 403 41 29

| Gelir Tablosu (m n TL)  | Açıklanan |      |            |      |          | Beklenti |       | Sapma % |         |
|-------------------------|-----------|------|------------|------|----------|----------|-------|---------|---------|
|                         | 2Ç19      | 1Ç19 | Çeyrekse % | 2Ç18 | Yıllık % | VKY      | Kons. | VKY     | Kons.   |
| Net Satışlar            | 483       | 407  | 19%        | 462  | 4%       | 454      | 457   | 6%      | 6%      |
| SMM                     | -404      | -373 | 8%         | -338 | 20%      | -        | -     | m.d.    | m.d.    |
| Brüt Kar                | 79        | 34   | 129%       | 124  | -37%     | -        | -     | m.d.    | m.d.    |
| Operasyonel Gider       | -29       | -27  | 7%         | -20  | 41%      | -        | -     | m.d.    | m.d.    |
| FVÖK                    | 50        | 7    | 569%       | 104  | -52%     | -        | -     | m.d.    | m.d.    |
| FAVÖK                   | 75        | 31   | 143%       | 125  | -40%     | 71       | 68    | 5%      | 10%     |
| Op. Olmayan Gelir/Gider | -40       | 10   | a.d.       | -18  | 125%     | -        | -     | m.d.    | m.d.    |
| VÖK                     | 10        | 17   | -45%       | 86   | -89%     | -        | -     | m.d.    | m.d.    |
| Net Dönem Karı          | 6         | 20   | -70%       | 69   | -91%     | 30       | 22    | -80%    | -73%    |
| Brüt Kar Marjı          | 16%       | 8%   | 7,8 yp     | 27%  | -10,6 yp | m.d.     | m.d.  | m.d.    | m.d.    |
| FAVÖK Marjı             | 15%       | 8%   | 7,9 yp     | 27%  | -11,6 yp | 15,6%    | 14,9% | -0,2 yp | 0,6 yp  |
| Net Kar Marjı           | 1%        | 5%   | -3,6 yp    | 15%  | -13,7 yp | 6,5%     | 4,8%  | -5,3 yp | -3,6 yp |

| Bilanço (m n TL)      | 6A19  | 3A19  | 6A18  |      |
|-----------------------|-------|-------|-------|------|
| Dönen Varlıklar       | 822   | 918   | 848   | -10% |
| Hazır Değerler        | 97    | 137   | 91    | -29% |
| Menkul Kıymetler      | 0     | 0     | 0     | a.d. |
| KV Ticari Alacaklar   | 411   | 442   | 515   | -7%  |
| Stoklar               | 249   | 275   | 224   | -9%  |
| Diğer Dönen Varlıklar | 66    | 65    | 19    | 254% |
| Duran Varlıklar       | 1.218 | 1.216 | 1.222 | 0%   |
| Aktif Toplamı         | 2.040 | 2.134 | 2.070 | -4%  |
| KV Borçlar            | 919   | 1.026 | 788   | -10% |
| KV Finansal Borçlar   | 486   | 566   | 374   | -14% |
| KV Ticari Borçlar     | 399   | 364   | 364   | 10%  |
| Diğer KV Borçlar      | 34    | 96    | 50    | -65% |
| UV Borçlar            | 158   | 146   | 190   | 8%   |
| UV Finansal Borçlar   | 70    | 62    | 100   | 12%  |
| UV Ticari Borçlar     | 0     | 0     | 0     | a.d. |
| Diğer UV Borçlar      | 88    | 84    | 90    | 5%   |
| Öz Sermaye            | 963   | 962   | 1.091 | 0%   |
| Pasif Toplamı         | 2.040 | 2.134 | 2.070 | -4%  |

|                                   |     |     |     |     |     |
|-----------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| <b>Net Borç</b>                   | 459 | 491 | 383 | -6% | 20% |
| Alacak Tahsilat Süresi            | 96  | 100 | 103 |     |     |
| Stok İşleme Süresi - Yıllık       | 61  | 60  | 49  |     |     |
| Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık | 92  | 91  | 82  |     |     |
| Nakit Döndürme Süresi             | 81  | 86  | 89  |     |     |

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

|                  |                  |                                                                                            |
|------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| Selahattin AYDIN | Müdür            | Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler       |
| Mehtap İLBİ      | Müdür Yardımcısı | Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon |
| Tuğba SAYGIN     | Müdür Yardımcısı | Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler                                                  |
| Nazlıcan ŞAHAN   | Analist          | Makro Ekonomi, Strateji, SGMK                                                              |
| Umut Deniz PAK   | Analist          | Kantitatif Analiz                                                                          |
| Ekin Cem EKE     | Analist          | Veri Tabanı                                                                                |

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.