

Finansal giderler güçlü operasyonel sonuçları baskıladı**AL** (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	142.70	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	187.00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	35,735 / 3,688	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	84 / 32				
Halka Açıklık Oranı	49	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	652.5				
UFRS - TL milyon	3Ç21	3Ç20	Yıllık Δ	3Ç21	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	40,993	17,035	140.6%	33,688	21.7%	38,811	38,410
VAFÖK	2,472	883	180.0%	2,470	0.1%	2,240	2,265
Net Kar	988	-420	n.m.	1,700	-41.9%	1,358	1,120
VAFÖK Marjı	6.0%	5.2%	0.8 pp	7.3%	-1.3 pp	5.8%	5.9%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç21 Sonuçları

- Tüpraş 3Ç21 finansallarında geçen senenin aynı döneminde açıkladığı 420 milyon TL net zarara karşılık 988 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan rakam hem bizim hem de piyasa net kar beklentisinin altında gerçekleşti. Tahminimizin sapmasının ana nedenleri olarak beklentimizden yüksek gerçekleşen finansal ve vergi giderini söyleyebiliriz.
- Tüpraş'ın 3Ç21'de net rafineri marjı varil başına 5.94 dolar olarak gerçekleşti. Geçen senenin aynı döneminde ise 2.13 dolar idi. Tüpraş net rafineri marjındaki toparlanmanın ana sebepleri arasında daha iyi performans gösteren ürün marjlarını ve genişleyen ağır hafif ham petrol farkını söyleyebiliriz. Tüpraş geçen senenin üçüncü çeyreğinde varil başına 3 dolar stok karı kaydetmişti. 3Ç21'de ise varil başına 0.5 dolar stok karı kaydetti. Aynı dönemde Akdeniz Kompleks Marjı ise 2.8 dolar/varil olarak gerçekleşti.
- Talepteki artış ve petrol ürünleri stok seviyelerindeki orta distilat ürün marjlarını destekledi. İda Kasırgası nedeniyle oluşan kapasite yetersizliği, benzin ürün marjlarını son beş yılın en yüksek seviyelerine taşıdı. Ağustos ayında meydana gelen İda Kasırgası, ABD'de günde 2 milyon varil kapasitenin devreden çıkmasına neden oldu, bu durum benzin ürün marjlarını önemli ölçüde destekledi. Diğer taraftan YKFO ürün marjları arz fazlası nedeniyle son beş yılın en düşük seviyelerinde gerçekleşti.
- Şirket yönetimi daha önce paylaşmış olduğu 2021 yılı için net rafineri marj öngörülerini yukarı çekti. Buna göre net rafineri marj beklentisini 4.5-5 dolar/varil'e (önceki: 2.5-3.5 dolar/varil) iken Akdeniz Kompleks rafineri marj beklentisini 1.5-2 dolar/varil (önceki 0-0.5 dolar/varil) seviyesine güncelledi. 2021 yılı için KKO beklentisini ise korudu.

Özet Görüşümüz

- 3Ç21'de açıklanan gelirler beklentilerin üzerinde olmasına rağmen net kar yüksek finansal giderler nedeniyle beklentilerin altında kaldı. Şirket 3Ç21'de türev araçlardan kaynaklanan zararlara ilişkin 632 milyon TL gider kaydetti. Net kar beklentilerin altında kalmasından dolayı piyasa olumsuz tepki verebilir. Hissede olası zayıflığı alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.
- Sonuçlar sonrasında 2021 yılı için net rafineri marj beklentimizi varil başına 4.4 dolar'dan 4.5 dolar'a revize ettik ve modelimizi en son açıklanan borçluluğa göre güncelledik. Buna göre 12 aylık hedef fiyatımızı 180 TL'den 187 TL'ye çekerken AL tavsiyemizi koruyoruz.

TUPRS TI - Tüpraş - Açıklanan Finansallar (UFRS; TLmn)

Gelir Tablosu	3Ç21	3Ç20	Y/Y Δ	9A21	9A20	Y/Y Δ	2Ç21	Q/Q Δ
Net Satışlar	40,993	17,035	141%	94,502	43,254	118%	33,688	22%
Satışların Maliyeti	-37,935	-15,845	139%	-86,952	-42,083	107%	-30,724	23%
BRÜT KAR (ZARAR)	3,058	1,190	157%	7,549	1,171	n.m.	2,964	3%
Faaliyet Giderleri	-782	-500	57%	-2,030	-1,477	37%	-691	13%
Operasyonel Kar	2,276	691	229%	5,519	-306	n.m.	2,273	0%
VAFÖK	2,472	883	180%	6,106	262	n.m.	2,470	0%
Net Diğer Gelirler	-100	-492	-80%	-2,009	-933	115%	-325	-69%
Net Yatırım Gelirleri	1	-0	n.m.	0	0	n.m.	-2	n.m.
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Payları	244	78	213%	306	-148	n.m.	52	n.m.
Net Finansal Gelirler / Giderler	-1,266	-833	52%	-2,324	-2,297	1%	-702	80%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-145	161	n.m.	500	877	-43%	426	n.m.
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar)	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Azınlık Payları	-22	-25	-11%	-64	-64	1%	-23	-1%
Net Kar	988	-420	n.m.	1,927	-2,870	n.m.	1,700	-42%
Marjlar								
Brüt	7.5%	7.0%	0.5 pp	8.0%	2.7%	5.3 pp	8.8%	-1.3 pp
VAFÖK	6.0%	5.2%	0.8 pp	6.5%	0.6%	5.9 pp	7.3%	-1.3 pp
Operasyonel	5.6%	4.1%	1.5 pp	5.8%	-0.7%	6.5 pp	6.7%	-1.2 pp
Efektif Vergi Oranı	15.9%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net	2.4%	-2.5%	4.9 pp	2.0%	-6.6%	8.7 pp	5.0%	-2.6 pp
Bilanço	Eyl 21	Ara 20	Δ					
Nakit ve Benzerleri	20,797	19,825	5%					
Finansal Borçlar (*)	30,063	29,245	3%					
Net Borç	9,266	9,420	-2%					
Ticari Alacaklar	7,941	1,736	n.m.					
Stoklar	16,260	7,701	111%					
Ticari Borçlar	31,221	14,137	121%					
Duran Varlıklar	31,572	30,505	3%					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,046	21,155	-15%					
Toplam Varlıklar	81,069	61,169	33%					
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	13,535	11,446	18%					
Nakit Akım Tablosu	Ocak-Eyl21	Ocak-Eyl20	Δ					
Serbest Nakit Akım	3,298	7,243	-54%					
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	3,596	7,643	-53%					
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-298	-400	-25%					
Finansal Rasyolar	Eyl 21	Ara 20	Δ					
Borç / Özkaynak	222.1%	255.5%	-33.4 pp					
Alacak Gün Sayısı	23	10	13					
Stok Gün Sayısı	51	46	5					
Ticari Borç Gün Sayısı	98	84	14					
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	-24	-28	4					

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (*: UFRS 16 kapsamında operasyonel kira borçları dahil)

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.