

## Stok karı finansallara olumlu yansıdı

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	96.50	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	142.00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	24,165 / 2,802	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	24 / -5				
Halka Açıklık Oranı	49	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	384.0				
UFRS - TL milyon	2Ç21	2Ç20	Yıllık Δ	1Ç21	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	33,688	9,280	263.0%	19,821	70.0%	28,028	28,546
VAFÖK	2,470	559	n.m.	1,163	112.4%	2,140	2,143
Net Kar	1,700	-185	n.m.	-760	n.m.	1,212	1,146
VAFÖK Marjı	7.3%	6.0%	1.3 pp	5.9%	1.5 pp	7.6%	7.5%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 2Ç21 Sonuçları

- Tüpraş 2Ç21 finansallarında geçen senenin aynı döneminde açıkladığı 185 milyon TL net zarara karşılık 1.7 milyar TL net kar açıkladı. Açıklanan rakam hem bizim hem de piyasa net kar beklentisinin üzerinde gerçekleşti. Tahminimizin sapmasının ana nedenleri olarak yüksek gerçekleşen ertelenmiş vergi gelirini ve beklentimizden iyi gerçekleşen satış hacmini söyleyebiliriz.
- Tüpraş'ın 2Ç21'de net rafineri marjı varil başına 4.6 dolar olarak gerçekleşti. Geçen senenin aynı döneminde ise 0.9 dolar idi. Daha iyi performans gösteren ürün marjları, genişleyen ağır hafif ham petrol farkı, varil başına daha düşük faaliyet gideri ve güçlü stok etkisi ile Tüpraş net rafineri marjı geçen yılın aynı dönemine kıyasla iyileşme gösterdi. Tüpraş geçen senenin ikinci çeyreğinde varil başına 1.3 dolar stok zararı kaydetmişti. 2Ç21'de ise varil başına 1.8 dolar stok karı kaydetti. Aynı dönemde Akdeniz Kompleks Marjı ise 0.3 dolar/varil olarak gerçekleşti.
- Mobilite kısıtlamalarının gevşemesi, aşılanmanın artması ve yaz sezonunun başlaması benzin ürün marjlarını destekledi. Diğer taraftan rafineriler jet yakıtı verimini azaltmak için motorin arzını artırmaya devam etti. Bundan dolayı motorinde stok seviyeleri yüksek kalırken, ürün marjları baskılanmaya devam etti. Ayrıca, Brent petrol fiyatındaki hızlı toparlanma ve ağır hampetrol bulunurluğunun artması sebebiyle YKFO marjlarında daralma görüldü.
- Şirket yönetimi daha önce paylaşmış olduğu 2021 yılı için net rafineri marj öngörülerini korumaya devam etti. Buna göre net rafineri marj beklentisi 2.5-3.5 dolar/varil (2020: 1.25 dolar/varil) iken Akdeniz Kompleks rafineri marj beklentisi 0-0.5 dolar/varil seviyesinde. 2021 yılı için KKO beklentisini %90-95 seviyesinden %85-90 seviyesine çekti.

## Özet Görüşümüz

- 2Ç21 finansalları beklentilerin üzerinde gelmesinden dolayı piyasanın olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Temmuz ayının verilerine baktığımızda benzin ürün karlılığındaki artışın devam ettiğini görüyoruz. Haziran ayında 10.8 dolar/varil olan benzin ürün karlılığı Temmuz ayında 13.7 dolar/varil seviyesine yükseldi. Son dönemde havacılık sektöründeki toparlanma sürerken uçuş sayıları Covid öncesi seviyelerinin altında kalmaya devam etti. Düşük kalan jet yakıtı talebi de motorin ürün karlılığı üzerinde baskı yarattı. Temmuz ayında motorin ürün karlılığı 5.1 dolar/varil (Haziran: 5.7 dolar/varil) ve jet yakıtı ürün karlılığı 2.5 dolar/varil (Haziran: 2.7 dolar/varil) olarak gerçekleşti. Ham petrol fiyatı makasına baktığımızda ise 2Ç21'e paralel seyretti. Tüm bunları göz önünde bulundurduğumuzda 3Ç21 için iyi bir başlangıç olduğunu söyleyebiliriz. Hisse için 12 aylık hedef hisse fiyatımız 142 TL ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

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

Gelir Tablosu	2Ç21	2Ç20	Y/Y Δ	6A21	6A20	Y/Y Δ	1Ç21	Q/Q Δ
<b>Net Satışlar</b>	<b>33,688</b>	<b>9,280</b>	<b>263%</b>	<b>53,509</b>	<b>26,219</b>	<b>104%</b>	<b>19,821</b>	<b>70%</b>
Satışların Maliyeti	-30,724	-8,390	266%	-49,018	-26,239	87%	-18,294	68%
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>2,964</b>	<b>890</b>	<b>233%</b>	<b>4,491</b>	<b>-20</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,527</b>	<b>94%</b>
Faaliyet Giderleri	-691	-520	33%	-1,248	-977	28%	-557	24%
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>2,273</b>	<b>370</b>	<b>n.m.</b>	<b>3,244</b>	<b>-997</b>	<b>n.m.</b>	<b>970</b>	<b>134%</b>
<b>VAFÖK</b>	<b>2,470</b>	<b>559</b>	<b>n.m.</b>	<b>3,633</b>	<b>-621</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,163</b>	<b>112%</b>
Net Diğer Gelirler	-325	-92	255%	-1,910	-441	n.m.	-1,584	-79%
Net Yatırım Gelirleri	-2	0	n.m.	-1	0	n.m.	0	n.m.
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	52	-58	n.m.	61	-226	n.m.	10	n.m.
Net Finansal Gelirler / Giderler	-702	-550	28%	-1,058	-1,464	-28%	-356	97%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	426	167	155%	645	716	-10%	219	94%
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar)	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Azınlık Payları	-23	-23	0%	-42	-38	9%	-19	16%
<b>Net Kar</b>	<b>1,700</b>	<b>-185</b>	<b>n.m.</b>	<b>939</b>	<b>-2,450</b>	<b>n.m.</b>	<b>-760</b>	<b>n.m.</b>
<b>Marjlar</b>								
Brüt	8.8%	9.6%	-0.8 pp	8.4%	-0.1%	8.5 pp	7.7%	1.1 pp
<b>VAFÖK</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>1.3 pp</b>	<b>6.8%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>9.2 pp</b>	<b>5.9%</b>	<b>1.5 pp</b>
Operasyonel	6.7%	4.0%	2.8 pp	6.1%	-3.8%	9.9 pp	4.9%	1.9 pp
Efektif Vergi Oranı	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Net</b>	<b>5.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>7.0 pp</b>	<b>1.8%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>11.1 pp</b>	<b>-3.8%</b>	<b>8.9 pp</b>
<b>Bilanço</b>								
	Haz.21	Ara.20	Δ					
Nakit ve Benzerleri	19,365	19,825	-2%					
Finansal Borçlar (*)	30,633	29,245	5%					
<b>Net Borç</b>	<b>11,268</b>	<b>9,420</b>	<b>20%</b>					
Ticari Alacaklar	6,005	1,736	246%					
Stoklar	15,065	7,701	96%					
Ticari Borçlar	26,621	14,137	88%					
Duran Varlıklar	31,386	30,505	3%					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,723	21,155	-11%					
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>75,039</b>	<b>61,169</b>	<b>23%</b>					
<b>Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)</b>	<b>12,282</b>	<b>11,446</b>	<b>7%</b>					
<b>Nakit Akım Tablosu</b>								
	Ocak-Haz21	Ocak-Haz20	Δ					
Serbest Nakit Akım	530	7,243	-93%					
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	866	7,643	-89%					
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-336	-400	-16%					
<b>Finansal Rasyolar</b>								
	Haz.21	Ara.20	Δ					
Borç / Özkaynak	249.4%	255.5%	-6.1 pp					
Alacak Gün Sayısı	20	10	10					
Stok Gün Sayısı	56	46	10					
Ticari Borç Gün Sayısı	98	84	14					
<b>Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı</b>	<b>-22</b>	<b>-28</b>	<b>6</b>					

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.