

EYAS ile birlikte zayıf sonuçlar

TUT (önceki: TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	221,40	Hedef Fiyat (TL)	170,00
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	43.213 / 1.341	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	236 / 45
Halka Açıklık Oranı (%)	24	3A Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	138,6
TLmn	2024/3	2023/3	Y/Y Δ
Net Satış	15,791	21,470	-26,5%
VAFÖK (diğ. gel. (gid.) hariç)	225	53	n.m.
Net Kâr	-4	444	n.m.
VAFÖK marjı	1,4%	0,2%	1,1pp

Source: YKY Research, the Company, KAP, Research Turkey

1Ç24 Sonuçlar

- Faaliyet giderleri nedeniyle baskılanan yıllık karlılık.** Aygaz 1Ç24'te 4 milyon TL net zarar açıkladı (1Ç23'te 444 milyon TL net kara karşılık). Net zarar, 1Ç24'te brüt kar marjındaki artışa rağmen (1Ç23'te %5'ten 1Ç24'te %9'a) yüksek faaliyet giderlerinden kaynaklanıyor. Şirketin net satışları 1Ç24'te yıllık bazda %26 düşüşle 15.8 milyar TL (1Ç23'te 21.5 milyar TL) olarak gerçekleşti. Bu düşüşü i) satış hacmindeki ve ii) SP'nin gösterge LPG satış fiyatındaki düşüşe bağlıyoruz. Belirtmek gerekirse, gösterge LPG-SP fiyatları 1Ç23'te 650 ABD Doları/ton iken 1Ç24'te 550 ABD Doları/ton oldu. Şirket 1Ç23'te 53 milyon TL olan VAFÖK'ünü 1Ç24'te 225 milyon TL olarak açıkladı. Buna bağlı olarak, VAFÖK marjı 1Ç24'te yıllık bazda 1.2 puan arttı. Ancak, 1Ç24'te zayıflayan EYAŞ katkısı nedeniyle net kar yıllık VAFÖK marjı artışından negatif yönde saptı. Buna ek olarak, operasyonel olarak net açık pozisyona sahip olan Aygaz, 1Ç24'te büyük ölçüde kur farkı giderlerinden kaynaklandığını düşündüğümüz 39 milyon TL faaliyet dışı zarar açıklamıştır. Şirket 1Ç23'te 304 milyon TL net parasal kazanç elde ederken, 1Ç24'te 56 milyon TL kayıp kaydetmiştir.
- Zayıf satış hacmi.** Yurtiçi LPG satışları 1Ç24'te yıllık -%14 ve çeyreklik -%8 değişim ile 238 bin ton olarak gerçekleşti. Öte yandan, toptan ve uluslararası LPG satışları hem yıllık hem de çeyreklik bazda -%18 değişim ile 288 bin ton olarak gerçekleşti. Sonuç olarak, toplam LPG satışları 1Ç23'teki 626 bin ton ve 4Ç23'teki 608 bin tona kıyasla 1Ç24'te 526 bin ton olarak gerçekleşti.
- United Aygaz katkısı.** Aygaz özkaynak yöntemiyle değerlendirme ile tuttuğu yatırımlardan 34 milyon TL katkı elde ederken (1Ç23'teki 274 milyon TL'ye kıyasla), bu gelirin 20 milyon TL'si United Aygaz'dan gerçekleşti. Tüpraş'ın yıllık bazda zayıf performansı nedeniyle Aygaz'ın özkaynak yöntemiyle değerlemelerden elde ettiği katkı yıllık bazda zayıf kaldı. Yine de, 1Ç23'teki 4 milyon TL'ye kıyasla 1Ç24'te 20 milyon TL gelir ile United Aygaz katkısını memnuniyetle karşılıyoruz. Türkiye LPG talebinin yatay seyrettiği, Sendeo'nun zarar ettiği ve EYAŞ'ın karlılığının zayıf olduğu bir ortamda, United Aygaz'ın Bangladeş operasyonlarını takdir ediyoruz.
- NİS ihtiyacının artmasıyla net nakit pozisyonu geriledi.** Net nakit pozisyonu 4Ç23'teki 1.5 milyar TL'den 1Ç24'te 1.1 milyar TL'ye geriledi. Bunun başlıca nedeni artan net işletme sermayesi ihtiyacı olarak gözüküyor. NİS 1Ç24'te, 2023 yılsonundaki 383 milyon TL'ye kıyasla 856 milyob TL olarak gerçekleşti.

Özet görüşümüz

- Satış fiyatları yıllık bazda zayıf seyretilse ve Türkiye LPG talebi yatay seyretilmeye devam etse de, FAVÖK marjında hafif bir artış sağladı. Ayrıca uzun zamandır beklenen United Aygaz'ın 1Ç24'teki olumlu ilerlemesini memnuniyetle karşılıyoruz. Yine de, piyasa EYAŞ'ın öncülüğündeki zayıf kar marjının ağır basmasına neden olabilir. Bu nedenle, finansal sonuçlara olumsuz piyasa tepkisi bekleyebiliriz. Model varsayımlarımızı yeniden gözden geçiriyoruz. Ancak, şimdilik, 12-aylık hisse başı 170.00 TL hedef fiyat ve 'Tut' tavsiyemizi koruyoruz.

1Ç24 - Çeyreksel Finansallar TMS29 Uygulanmış (Mart 2024 TÜFE)

Gelir Tablosu	TLmn		Büyüme (%)	Gelirlerin %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/03		2024/03	2023/03	
Gelirler	15,791	21,470	↓ -26	100	100	
SMM	-14,462	-20,385	↑ -29	-91.6	-94.9	↑ -3.4
Brüt Kar	1,329	1,085	↑ 22	8.4	5.1	↑ 3.4
Faaliyet Giderleri	-1,360	-1,276	↓ 7	-8.6	-5.9	↓ 2.7
Net Faaliyet Karı	-31	-191	↓ -84	-0.2	-0.9	↑ 0.7
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-40	34	-	-0.3	0.2	-
Esas Faaliyet Karı	-71	-157	↓ -55	-0.4	-0.7	↑ 0.3
Amortisman	256	244	↑ 5	1.6	1.1	↑ 0.5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	225	53	↑ 326	1.4	0.2	↑ 1.2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	185	87	↑ 112	1.2	0.4	↑ 0.8
Yatırımlardan Gelir (Gider)	104	109	↓ -5	0.7	0.5	↑ 0.1
İştiraklerden Gelir (Gider) (3)	34	285	↓ -88	0.2	1.3	↓ -1.1
Net Finansman Gelir (Gider)	45	-163	-	0.3	-0.8	#VALUE!
Parasal Kazanç (Kayıp)	-56	304	-	-0.4	1.4	-
Vergi Öncesi Kar Zarar	56	379	↓ -85	0.4	1.8	↓ -1.4
Vergi	-190	-91	↓ 109	-1.2	-0.4	↓ 0.8
Azınlık Hissedarları	-130	-155	↓ -17	-0.8	-0.7	↓ -0.1
Net Kar	-4	444	-	0.0	2.1	-

Bilanço	TLmn		Büyüme (%)	Varlıkların %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/12		2024/03	2023/12	
Toplam Varlıklar	51,982	53,146	↓ -2	100	100	
Dönen Varlıklar	10,126	11,671	↓ -13	19.5	22.0	↓ -2.5
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,853	4,052	↓ -30	5.5	7.6	↓ -2.1
Ticari Alacaklar	3,576	4,619	↓ -23	6.9	8.7	↓ -1.8
Stoklar	2,948	2,284	↑ 29	5.7	4.3	↑ 1.4
Diğer Dönen Varlıklar	749	716	↑ 5	1.4	1.3	↑ 0.1
Duran Varlıklar	41,856	41,475	↑ 1	80.5	78.0	↑ 2.5
Finansal Varlıklar	35,660	35,206	↑ 1	68.6	66.2	↑ 2.4
Maddi Duran Varlıklar	5,074	5,043	↑ 1	9.8	9.5	↑ 0.3
Kullanım Hakkı Varlıkları	450	493	↓ -9	0.9	0.9	↓ -0.1
Şerefiye	0	0	-	0.0	0.0	→ 0.0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	259	277	↓ -7	0.5	0.5	↓ 0.0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	350	384	↓ -9	0.7	0.7	↓ 0.0
Diğer Duran Varlıklar	63	71	↓ -12	0.1	0.1	↓ 0.0
Toplam Yükümlülükler	51,982	53,146	↓ -2	100	100	
KV Yükümlülükler	8,845	10,397	↓ -15	17.0	19.6	↓ -2.5
KV Finansal Borçlar	1,639	2,448	↓ -33	3.2	4.6	↓ -1.5
KV Kiralama Borçları	0	0	-	0.0	0.0	→ 0.0
Ticari Borçlar	5,247	6,022	↓ -13	10.1	11.3	↓ -1.2
Ertelenmiş Gelirler	8	57	↓ -86	0.0	0.1	↓ -0.1
Diğer KV Yükümlülükler	1,951	1,870	↑ 4	3.8	3.5	↑ 0.2
UV Yükümlülükler	722	725	↓ 0	1.4	1.4	↓ 0.0
UV Finansal Borçlar	78	107	↓ -27	0.1	0.2	↓ -0.1
UV Kiralama Borçları	0	0	-	0.0	0.0	→ 0.0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	149	88	↑ 69	0.3	0.2	↑ 0.1
Diğer UV Yükümlülükler	495	529	↓ -7	1.0	1.0	↓ 0.0
Toplam Özkaynaklar	42,002	41,618	↑ 1	80.8	78.3	↑ 2.5
Ödenmiş Sermaye	220	220	→ 0	0.4	0.4	→ 0.0
Geçmiş Yıl Karları	32,843	25,993	↑ 26	63.2	48.9	↑ 14.3
Dönem Karı	-4	6,851	n.m	0.0	12.9	n.m
Diğer Sermaye Kalemleri	8,943	8,555	↑ 5	17.2	16.1	↑ 1.1
Azınlık Hissedarları	413	407	↑ 1	0.8	0.8	↓ 0.0

Nakit Akım Tablosu	TLmn		Büyüme (%)	Gelirlerin %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/03		2023/12	2022/12	
Faaliyetlerden Nakit	-459	1,346	-	-2.9	6.3	↓ -9.2
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-69	1,626	-	-0.4	7.6	↓ -8.0
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-665	-1,810	-	-4.2	-8.4	↑ 4.2
Toplam Nakit Girişi	-1,192	1,162	-	-7.6	5.4	↓ -13.0
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-528	2,972	-	-3.3	13.8	↓ -17.2

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.