

Gübre Fabrikaları

9 Kasım 2016

GUBRF yılın üçüncü çeyreğinde -33 milyon TL zarar açıkladı. Bu rakam piyasa beklentisi olan 12 milyon TL'ye göre daha olumsuz bir gerçekleşmeye işaret ediyor. Özellikle şirketin İran'daki iştiraki Razi'nin karlılığının amonyak fiyatlarına paralel düşmesi net kara olumsuz yansıdı. Şirketin VAFÖK rakamı ise 17 milyon TL ile yine piyasa beklentisi olan 20 milyon TL'nin altında kaldı.

Razi'nin toplam satış hacmi amonyak fiyatlarının düşüş trendine girmesi nedeniyle %20 gerileyerek 204 bin ton oldu. Amonyak fiyatları üçüncü çeyrekte 268 dolar seviyelerinde bulunurken 2015 yılının aynı döneminde 406 dolar seviyelerinde bulunmaktaydı. Bu da şirketin sabit doğalgaz giderleri nedeniyle karlılığı baskı altına alıyor. Bu nedenle Razi'nin VAFÖK rakamı 14 milyon TL seviyesinde kalırken 2015 yılının aynı döneminde 74 milyon TL'lik VAFÖK bulunmaktaydı. Amonyak fiyatlarındaki gerilemenin Ekim ve Kasım aylarında da devam ediyor olması şirketin son çeyrek karlılığına da olumsuz yansıyacaktır. Bu paralelde azalan hacimler ve gerileyen kar görülebilir. Ancak beklenen doğalgaz fiyatı indiriminin devreye alınması ve bunun ilk çeyrek sonundan itibaren uygulanması durumunda son çeyrekte ek 15 milyon dolarlık bir katkıdan bahsedilebilir.

İç piyasada ise Gübretaş'ın satış hacminin gübre fiyatlarındaki gerilemenin etkisiyle yavaşladığı görülüyor. Böylelikle şirketin satış gelirleri 295 milyon TL ile yıllık olarak %34'lük bir gerileme yaşadı. VAFÖK marjı ise bir önceki çeyreğe göre aynı seviyelerde %1 olarak gerçekleşerek 3 milyon TL VAFÖK yarattı. Mevsimsellik paralelinde şirketin satış hacminin son çeyrekte artması ve karlılığı da bir miktar desteklemesi beklenebilir. Bunun yanında nitrojen bazlı gübrelere uygulanan yasağa ilişkin açıklamalar piyasada etkili olabilir. Daha önce Şubat ayında yasağın kaldırılabilceği belirtilmişti. Bunun öne çekilmesi satış hacimlerini etkileyecektir.

Açıklanan dokuz aylık finansal gerçekleştirmeler ve piyasadaki gelişmeler paralelinde Gübre Fabrikaları için beklentilerimizde revizyona gittik. Bunun paralelinde hedef fiyatımızı 5.25 TL seviyesine çekerken %11'lik artış potansiyeli ile Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Ancak önümüzdeki günlerde Söğüt madeni ile ilgili Koza Altın ile yaşanan anlaşmazlığın çözümüne ilişkin gelebilecek haberler hisse fiyatı üzerinde etkili olabilecektir.

GUBRF	ENDEKSE PARALEL GETİRİ			
Fiyat (TL)	4.71			
Hedef Fiyat (TL)	5.25			
Yükseliş Potansiyeli	11%			
Piyasa Değeri (\$mn)	494			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	7.4			
Net Borç (TLmn)	482			
FD (TLmn)	2,055			
<i>TL mn</i>	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	2,848	2,931	2,742	3,079
% büyüme	25.7	2.9	-6.4	12.3
VAFÖK	487	367	131	357
% marj	17.1	12.5	4.8	11.6
Net Kar	211	89	-33	125
% marj	7.4	3.0	-1.2	4.1
Özsermaye Karlılığı (%)	25.3	9.0	-3.0	10.2
Temettü	50	33	0	47
% ödeme oranı	24	37	0	37
% temettü verimi	3.2	2.1	0.0	3.0
F/K	7.5	17.6	n.m	12.6
FD/VAFÖK	4.2	5.6	15.7	5.8
F/DD	1.7	1.5	1.4	1.2

Oyak Yatırım Araştırma
research@oyakyatirim.com.tr

Finansal Göstergeler (TL mn)	3Ç15	4Ç15	1Ç16	2Ç16	3Ç16	Cons.	QoQ	YoY	9A15	9A16	YoY
Net Satışlar	745	663	986	605	541	516	-10.7%	-27.5%	2,268	2,131	-6.0%
Gross Profit	148	190	126	109	73		-33.7%	-50.9%	440	307	-30.1%
% margin	19.8%	28.7%	12.7%	18.1%	13.4%		-465 bps	-642 bps	19.4%	14.4%	-497 bps
VAFÖK	79	129	64	31	17	20	-44.9%	-78.2%	238	112	-52.8%
% marj	10.5%	19.5%	6.5%	5.1%	3.2%	3.9%	-196 bps	-737 bps	10.5%	5.3%	-523 bps
Net Kar	12	42	30	-16	-33	-12	110%	-365%	48	-18	-138%
% marj	1.7%	6.3%	3.1%	-2.6%	-6.1%	-2.3%	-348 bps	-771 bps	2.1%	-0.8%	-296 bps
Domestic Operations											
Gelirler	448	368	719	258	295		14%	-34%	1,297	1,272	-2%
VAFÖK	4	9	45	3	3		8%	-21%	30	51	70%
marj	1%	2%	6%	1%	1%		-5 bps	16 bps	2%	4%	
Net Kar	-41	29	372	-183	-35		-81%	-14%	-84	254	-404%
Razi											
Gelirler	305	329	296	286	237		-17%	-22%	1,046	818	-22%
VAFÖK	74	127	19	17	14		-15%	-81%	213	50	-77%
marj	24%	39%	6%	6%	6%		12 bps	-1,813 bps	20%	6%	-14%
Net Kar	105	34	7	49	0		-100%	-100%	307	55	-82%
Amonyak fiyatları (USD/ton)	406	440	335	348	268		-23%	-34%	434	317	-27%

GELİR TABLOSU, TL mn	3Ç15	2Ç16	3Ç16	y/y	ç/ç
Satışlar	745.3	605.2	540.5	-27%	-11%
SMM	-597.4	-495.8	-468.0	-22%	-6%
Brüt kar	147.9	109.4	72.6	-51%	-34%
Faaliyet giderleri	-83.2	-95.4	-71.8	-14%	-25%
Faaliyet karı	64.7	14.0	0.8	-99%	-94%
Amortisman	13.9	17.0	16.3	18%	-4%
FAVÖK	78.5	31.0	17.1	-78%	-45%
Diğer faaliyet gelirleri	28.5	33.4	-28.2	n.m.	n.m.
Net yatırım geliri	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.
Net finansal gelirler	-37.8	8.3	31.1	n.m.	275%
İştiraklerden Gelir/Gider	4.0	3.0	-3.6	n.m.	n.m.
VÖK	59.3	54.5	-15.4	n.m.	n.m.
Vergi	7.2	-40.7	-17.3	n.m.	-57%
Durdurulan Faaliyetlerden karlar	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.
Azınlık Payları Öncesi Net kar	66.6	13.8	-32.7	n.m.	n.m.
Azınlık Payları	54.2	29.4	0.0	-100%	-100%
Net Kar	12.3	-15.6	-32.7	n.m.	110%
Brüt marj	19.8%	18.1%	13.4%	-642 bps	-465 bps
Faaliyet gideri/ ciro	-11.2%	-15.8%	-13.3%	-212 bps	248 bps
FAVÖK marjı	10.5%	5.1%	3.2%	-737 bps	-196 bps
Net marj	1.7%	-2.6%	-6.1%	-771 bps	-348 bps
Efektif vergi oranı	-12.2%	74.7%	-112.4%	n.m.	n.m.
BİLANÇO, TL mn	9A15	1Y16	9A16	y/y	ç/ç
Dönen varlıklar	1,941	1,440	1,446	-25%	0%
Nakit	479	192	240	-50%	25%
Ticari alacaklar	381	378	281	-26%	-26%
Stoklar	812	628	701	-14%	12%
Diğer	270	242	224	-17%	-7%
Duran varlıklar	1,578	1,576	1,629	3%	3%
MDV	1,030	1,147	1,203	17%	5%
Maddi olmayan varlıklar	176	164	165	-6%	1%
Diğer	372	265	261	-30%	-1%
Toplam varlıklar	3,519	3,015	3,076	-13%	2%
KV Yükümlülükler	1,627	1,510	1,612	-1%	7%
Finansal borç	794	655	635	-20%	-3%
Ticari borç	618	408	477	-23%	17%
Diğer	216	447	500	131%	12%
UV Yükümlülükler	330	297	287	-13%	-3%
Finansal borç	128	103	90	-30%	-13%
Diğer	202	193	196	-3%	2%
Azınlık payı	563	221	226	-60%	2%
Özsermaye	998	987	952	-5%	-4%
Toplam yükümlülükler	3,519	3,015	3,076	-13%	2%
Net borç	443.2	566.8	484.8	9%	-14%
Net borç/ FAVÖK	0.96	1.87	2.01	108%	7%
Net Döviz Pozisyonu	-444.5	-347.4	-501.8	13%	44%

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştiremeyebilir.

Uyarı Metni

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.