

Tüpraş

Rafineri marjları 3Ç17'de kuvvetli seyrini sürdürdü, ancak operasyonel sonuçlar beklentilerin altında gerçekleşti

R. Fulin Önder

Analist

fonder@sekeryatirim.com

Tüpraş, 3Ç17'de, büyük ölçüde operasyonel sonuçlarının beklentilerin altında gerçekleşmiş olması ve görece olarak artan vergi giderleri nedeniyle, piyasa ortalama beklentisi olan TL 1,359mn'un altında (Şeker Yatırım T.: TL 1,106mn) yıllık %70.8 artışla (çeyreklik 31.9% azalışla) TL 992mn net kâr açıklamıştır. Rafineri marjları 3Ç17'de de kuvvetli seyrini sürdürmüştür. Tüpraş'ın 3Ç17 net rafineri marjı da yıllık %56 artışla US\$8.9/bbl seviyesinde, KKO'nı ise %114.8 olarak gerçekleştirmiştir. Tüpraş, 3Ç17'de, yıllık %51.8 artışla, piyasa ortalama beklentisi olan TL 12,761mn'un üzerinde, TL 14,344mn satış geliri elde etmiştir. 3Ç17 FAVÖK'ü ise, rafineri marjlarının kuvvetli seyrinin etkisiyle, yıllık %80.5 artış göstererek TL 1,456mn'a ulaşmış, ancak piyasa ortalama beklentisi olan TL 1,738mn'un altında kalmıştır (Şeker Yatırım T.: TL 1,470mn). Tüpraş'ın FAVÖK marjı, 3Ç17'de yıllık 1.6 y.p. yükselerek %10.2'ye ulaşmış, piyasa ortalamalarının işaret ettiği FAVÖK marjının altında gerçekleşmiştir. Şirket, 3Ç17'de TL 234mn tutarında vergi gideri kaydetmiş ve böylelikle net karı yıllık %70.8 artarak TL 992mn olarak gerçekleştirmiştir. Tüpraş payları, crack marjlarındaki yükseliş ve dolayısıyla yüksek operasyonel karlılık beklentileri ile son 4 ayda %41 yükselerek BIST100'ün %26 üzerinde performans göstermişlerdir. Bu beklentilerin bir ölçüde gerçekleşmiş olmasıyla, şirket'in yılsonu net rafineri marjı beklentisinde yukarı yönde revizyon gerçekleştirmiş olmasına rağmen, açıklanan sonuçların kar realizasyonları ile karşılaşılabileceğini düşünmekteyiz.

2017 yılı net rafineri marjı beklentisi yukarı yönde, US\$7.5/bbl-US\$8.0/bbl aralığına revize edilmiştir - 3Ç17 sonuçları ile Tüpraş Med kompleks marjları beklentisini US\$4.75/bbl-US\$5.25/bbl aralığından US\$5.25/bbl-US\$5.75/bbl aralığına revize etmiştir. Şirket, net rafineri marjı beklenti aralığını da US\$0.5/bbl arttırarak US\$7.5/bbl-US\$8.0/bbl olarak belirlemiştir. Bunun yanında tam kapasite kullanımını, 29.2mn ton üretim ve 30.6mn ton satış hacmi beklentileri korunmuş, rafineri yatırım tahmini US\$225mn'dan US\$200mn'a indirilmiştir. Tüpraş 4Ç17'de İzmir rafinerisindeki bir ham petrol ünitesinde bakım çalışmaları yapıyor olacaktır. Bu çalışmalar da dikkate alınarak, şirket 2017 yılı tam kapasite kullanımını hedefini yinelemiştir (9A17: %112.6). Sonuçların açıklanmasından sonra, biz de yakın dönem Brent ham petrol fiyatı, satış hacmi ve net rafineri marjı tahminlerimizi revize etmiş bulunmaktayız. Değerlememizi güncelleyerek Tüpraş için pay başına TL 143.7 hedef fiyat hesaplamaktayız. Tüpraş payları hâlihazırda, tahminlerimize göre 7.0x ve 7.1x 2017T ve 2018T FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedirler; yurt dışı benzerleri ise, ortalama 2017T ve 2018T 7.6x ve 7.0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedirler. Şirket payları üzerindeki tavsiyemizi "TUT" olarak güncellemekteyiz.

	2010	2015	2016 9M	2016 9M	2017	2017T	2018T
FD/FAVÖK	50.01	10.6	12.4	13.5	6.7	7.0	7.1
F/K	24.03	13.7	19.6	19.4	8.5	8.8	9.2
PD/DD	5.64	4.2	4.3	4.5	3.5	3.3	2.9
FD/Satışlar	0.99	1.1	1.1	1.2	0.8	0.8	0.7
Net Satışlar (TL Mn)	39,723	36,893	34,855	24,095	39,344	52,457	55,652
Net Kâr (TL Mn)	1,459	2,550	1,793	990.3	3,318	4,005	3,791
Hisse Başına Kâr (TL)	5.87	10.24	7.2	4.0	13.3	16.0	15.14

TUT
Hedef Fiyat: TL 143.70
Önceki Hedef Fiyat: TL 144.60

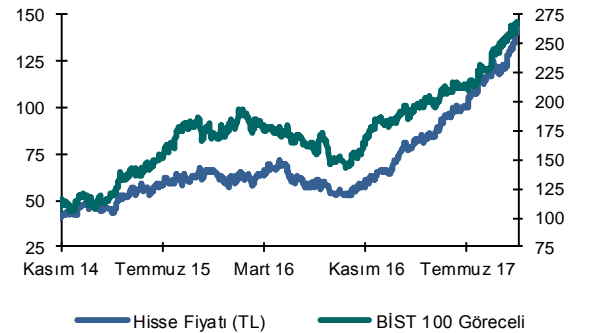
	TL	US\$
Fiyat	140.00	36.07
BİST 100	111,895	28,828
US\$ (MB Alış):	3.8788	
52 Hafta Yüksek:	145.00	37.63
52 Hafta Düşük:	58.98	17.07
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS	

	TL Mn	US\$ Mn
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	250	
Piyasa Değeri:	35,059	9,039
Halka Açık PD:	17,179	4,426

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	14.3	97.2	73.2
US\$ Getiri (%):	13.9	67.2	73.3
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	6.4	34.6	20.9
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	91.3		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	25.5		

Beta	0.68
Yıllık Volatilité (Hisse)	0.22
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0.15

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları	51.0
Halka Açık	49.0
Toplam	100.0

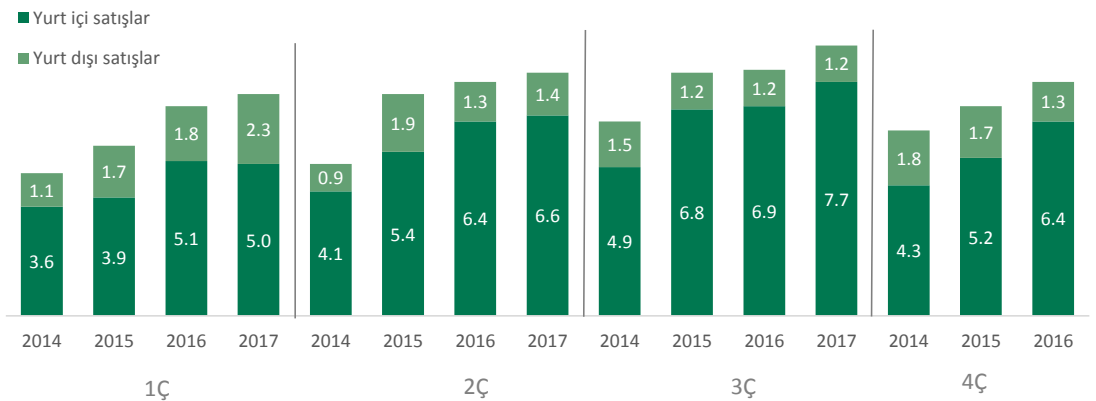


Rafineri marjlarında iyileşme 3Ç17'de de devam etti - 3Ç17 rafineri marjları, dünya genelindeki arz kısıntılarından olumlu etkilenmeye devam etmiştir. Elefsina/Yunanistan rafinerisinde gerçekleşen yangın, Portekiz rafinerilerindeki grevler, Almanya'nın iki rafinerisindeki bakım işlerinin beklenenden uzun sürmesi ve daha önemlisi Avrupa'nın en büyük rafinerisi olan Pernis/Rotterdam'da gerçekleşen yangın ve Harvey kasırgasının Teksas rafinerileri üretimlerini bir süre durdurması, arzı kısıtlamıştır. Bunun yanında talep, artan global ekonomik aktivite, ABD ve Almanya'da yüksek gerçekleşen PMI verileri, ve Batı Afrika ve Latin Amerika'nın net ihracatlarının artmış olması ile, sağlıklı devam etmiştir. Böylelikle global kapasite kullanım oranları artış göstermiştir. Ham petrol fiyatları ise, OPEC ve OPEC dışı ülkelerin üretim kısıntıları konusunda anlaşmaları ve Orta Doğu'daki politik karışıklıklar nedeniyle yükselerek 3Ç17'de ortalama US\$52.6/bbl olarak gerçekleşmiştir (2Ç17: US\$49.8/bbl). Bu ortamda, Akdeniz havzası rafineri marjları yıllık %70 (çeyreklik %11) artarak yıllık US\$ 6.45/bbl'a ulaşmıştır. Büyük ölçüde orta destilat ürünler üreten Tüpraş'ın net rafineri marjı da, KKO'nun %114.8'e ulaşmasının da etkisiyle, yıllık %56 oranında artarak US\$8.9/bbl olarak gerçekleşmiştir.

Rafineri marjlarındaki bu iyileşmeden maksimum oranda fayda sağlayabilmek üzere Tüpraş, KKO'nı arttırmaya devam etmiştir - Rafineri marjlarındaki yükselişin etkisiyle Tüpraş, toplam kapasite kullanım oranını 3Ç17'de %114.8'e yükseltmiştir. Şirket, 3Ç17'de yıllık bazda %7 artışla 7.7mn ton üretim gerçekleştirmiştir. Toplam satış hacmi ise, iç talebin desteğiyle önceki yılın aynı dönemine göre %10 (çeyreklik %10) oranında artarak 3Ç17'de 8.9mn ton olarak gerçekleşmiştir.

İç talep, Türkiye ekonomisindeki büyümeye paralel olarak kuvvetli artış göstermiş ve Tüpraş'ın yurt içi satış hacmi yıllık %12 artarak çeyreklik rekor 7.7mn ton seviyesine ulaşmıştır - Tüpraş'ın dizel ürünlerine olan iç talep, ekonominin kuvvetle büyümesi, süregelen altyapı yatırımları ve mevsimselliğin etkileri ile 3Ç17'de yıllık %10, çeyreklik olarak ise %14 artarak 3.2mn ton olarak gerçekleşmiştir. Benzin satışları ise ekonomik büyümenin, artan iç turizmin etkileriyle yıllık ve çeyreklik olarak %17 oranında artarak 0.7mn ton olarak gerçekleşmiştir. Bitümen satışları kuvvetli kuvvetli baz etkisine rağmen yıllık %8 oranında büyüyebilmiş, mevsimsellik etkisiyle çeyreklik %44 oranında artarak 3Ç17'de 1.3mn ton'a ulaşmıştır. Jet yakıtı satışları ise, turizm aktivitelerindeki canlanma ile yıllık %15, çeyreklik ise %36 oranına artmıştır.

Grafik: Tüpraş, çeyreklik satış hacmi (mn ton)



Kaynak: Tüpraş

Satış gelirleri, yıllık %51.8 artarken FAVÖK, %80.5 yükselmiştir - Tüpraş'ın satış gelirleri, satış hacmindeki %10 artış, ürün ortalama fiyatlarındaki yükseliş ve TL'nin değer kaybının etkileri ile yıllık %51.8 yükselerek 3Ç17'de TL 14,344mn olarak gerçekleşmiştir. Tüpraş'ın net rafineri marjları, yukarıda belirttiğimiz nedenler ile 3Ç17'de de yine kuvvetli, yıllık %56

oranında artış göstererek US\$8.9/bbl'a ulaşmıştır (stok etkisi: US\$+0.65/bbl; Med marjı+US\$2.4/bbl; 3Ç16: US\$5.21/bb). Yükselen marjların etkisiyle 3Ç17'de FAVÖK, bir önceki yılın aynı dönemine göre %80.5 yükselişle, (bir önceki çeyreğe göre %1.6 azalışla), hesaplamalarımıza göre TL 1,457mn olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı, böylelikle önceki yılın aynı dönemine 1.6 y.p. artarak (bir önceki döneme göre -1.6 y.p.) %10.2 olarak gerçekleşmiştir. Ürün fiyatlarının, bu dönemde US\$ 206.3mn tutarında olumlu etkisi olmuştur.

Tüpraş'ın net karı, satış gelirlerindeki ve FAVÖK'ündeki belirgin artışlar ile, 3Ç17'de yıllık %70.8 yükseliş göstermiştir - Tüpraş'ın satış gelirleri 3Ç17'de yıllık %51.8, FAVÖK'ü ise %80.5 oranında artış göstermiştir. Bunun yanında Şirket, 3Ç17'de TL24mn tutarında net diğer gider kaydetmiştir (3Ç16: TL -67.1mn). Şirket'in net finansal giderleri ise, bu dönemde yıllık %9.9 oranında artarak TL 123mn olarak gerçekleşmiştir. Tüpraş, 3Ç17'de ayrıca TL 234mn tutarında vergi gideri kaydetmiştir. 3Ç17 net karı böylelikle yıllık %70.8 artarak TL 992mn olarak gerçekleşmiştir. Tüpraş'ın 3Ç17 sonunda net borç pozisyonu, TL 4.4milyar'a gerilemiştir (2Ç17-sonu: TL 5.9milyar).

Net rafineri marjı beklentisi yukarı yönde, US\$7.5/bbl-US\$8.0/bbl aralığına revize edilmiştir - 3Ç17 sonuçları ile Tüpraş 2017 yılı tahminlerini revize etmiştir. Buna göre Şirket, net rafineri marjı tahminini US\$0.5/bbl arttırarak US\$7.5/bbl-US\$8.0/bbl aralığına revize etmiştir. Bunun yanında tam kapasite kullanımı, 29.2mn ton üretim ve 30.6mn ton satış hacmi beklentileri korunmuş, rafineri yatırımları beklentisi ise US\$225mn'dan US\$200mn'a revize edilmiştir.

Tüpraş için hedef fiyatımızı pay başına TL 147.30 olarak hafif aşağı yönde revize ederken, Şirket üzerindeki tavsiyemizi "TUT" olarak güncellemekteyiz - Tüpraş'ın 3Ç17 sonuçlarının açıklanmasının ardından, biz de tahminlerimizi ve değerlememizi revize etmiş bulunmaktayız. Öncelikle, 2017 yılı ortalama Brent ham petrol fiyatı tahminimizi US\$54.3/bbl olarak belirlerken, Şirket'in satış hacminin, 9A17 satış hacminin görece olarak kuvvetli, %6.6 oranında artış göstermiş olmasıyla, 2017 yılı hedefi olan 30.6mn ton'un hafif üzerinde, 30.8mn ton civarında gerçekleşebileceğini varsaymaktayız. Tüpraş için net rafineri marjı tahminimizi ise yukarı yönde, US\$8.0/bbl seviyesine revize etmiş bulunmaktayız. Şirket için değerlememizi güncelleyerek, pay başına TL 147.3 hedef fiyat hesaplamaktayız. Tüpraş payları hâlihazırda, tahminlerimize göre 7.0x ve 7.1x 2017T ve 2018T FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedirler; yurt dışı benzerleri ise, 2017T ve 2018T ortalama 7.6x ve 7.1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedirler. Tüpraş payları, crack marjlarının yüksek operasyonel karlılığa işaret ediyor olmaları nedeniyle, son 4 ayda %41 yükselerek BIST100'ün %25 üzerinde performans göstermişlerdir. Şirket'in yaklaşık olarak %10 olarak hesapladığımız kar payı veriminin pay performansını desteklemeye devam edebileceğini öngörmekte, Tüpraş'ın 2017 yılı hedeflerinin kısmen üzerinde performans gösterebileceğini de düşünmekteyiz. Ancak İzmir rafinerisinde bir ham petrol ünitesinde yapılacak olan bakım çalışmalarının üretim ve KKO tahminleri üzerinde bir derece belirsizlik yaratıyor olması sebebiyle tahminlerimizi görece olarak muhafazakâr olarak korumakta olduğumuz değerlememizin Şirket payları için yaklaşık %3 oranında yükseliş potansiyeline işaret ediyor olması nedeniyle, tavsiyemizi "TUT" olarak güncellemekteyiz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	9A16	9A17	Yıllık	3Ç16	3Ç17	Yıllık	2Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	24,095	39,344	63.3%	9,451	14,344	51.8%	12,631	13.6%
Brüt Kar	2,050	4,813	134.8%	917	1,610	75.5%	1,595	0.9%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>8.5%</i>	<i>12.2%</i>		<i>9.7%</i>	<i>11.2%</i>		<i>12.6%</i>	
Operasyonel Kar	1,348	4,020	198.1%	671	1,314	95.8%	1,337	-1.8%
<i>Operasyonel Kar Me</i>	<i>5.6%</i>	<i>10.2%</i>		<i>7.1%</i>	<i>9.2%</i>		<i>10.6%</i>	
FAVÖK	1,755	4,448	153.5%	807	1,457	80.5%	1,480	-1.6%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>7.3%</i>	<i>11.3%</i>		<i>8.5%</i>	<i>10.2%</i>		<i>11.7%</i>	
Net Kar	990	3,318	235.1%	581	992	70.8%	1,457	-31.9%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>4.1%</i>	<i>8.4%</i>		<i>6.1%</i>	<i>6.9%</i>		<i>11.5%</i>	

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2014	2015	2016	2016/09	2017/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	10,663	11,480	11,741	11,575	11,992	3.6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61	59	55	50	49	(2.5)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	4,217	5,256	5,755	5,525	5,666	2.5
Ticari Alacaklar	170	2,540	3,180	2,208	5,508	149.4
Hazır Değerler	3,898	3,028	6,051	7,327	7,763	6.0
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	2,923	3,108	4,436	3,832	6,343	65.5
Toplam Aktifler	21,933	25,470	31,218	30,518	37,321	22.3
Uzun Vadeli Borçlar	6,978	8,048	10,176	9,221	7,537	(18.3)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	181	225	215	252	222	(12.1)
Kısa Vadeli Borçlar	2,951	4,950	5,672	7,359	9,961	35.4
Ticari Yükümlülükler	5,610	3,878	6,988	5,880	9,526	62.0
Toplam Yükümlülükler	15,720	17,102	23,051	22,713	27,245	20.0
Toplam Özsermaye	6,213	8,368	8,167	7,805	10,076	29.1
Toplam Pasifler	21,933	25,470	31,218	30,518	37,321	22.3

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014	2015	2016	2016/09	2017/09	%Değ
Net Satışlar	39,723	36,893	34,855	24,095	39,344	63.3
SMM	38,460	32,718	31,206	22,046	34,531	56.6
Brüt Kar	1,263	4,175	3,649	2,050	4,813	134.8
Faaliyet Giderleri	732	877	995	701	793	13.1
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	531	3,298	2,654	1,348	4,020	198.1
Net Diğer Gelir/Gid.	(95)	(546)	(296)	22	59	167.6
Finansman Gelir/(Gid.)	(235)	(599)	(572)	(452)	(533)	A.D.
Vergi Öncesi Kar	184	2,225	1,944	1,048	3,720	254.9
Vergi	(1,286)	(339)	131	44	381	757.2
Net Kar(Zarar)	1,470	2,564	1,813	1,004	3,339	232.6
Azınlık payları	11.158	14	20	14	21	54.2
Ana Ortaklık	1,459	2,550	1,793	990	3,318	235.1

Kaynak: KAP, Finnet, Tüpraş, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Özsermaye Karlılığı	%23.5	%35.2	%21.9	%24.2	%46.4
Aktif Karlılığı	%6.5	%10.8	%6.4	%6.4	%12.2
Brüt Kar Marjı	%3.2	%11.3	%10.5	%8.5	%12.2
Net Kar Marjı	%3.7	%6.9	%5.2	%4.2	%8.5
VAFÖK Marjı	%2.0	%10.1	%9.2	%7.3	%11.3
U.V. Borçlar/Özsermaye	%112.3	%96.2	%124.6	%118.1	%74.8

Kaynak: KAP, Finnet, Tüpraş, Şeker Yatırım Araştırma

Şeker Yatırım

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. - Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL

Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com