

Tüpraş

Beklentilerin oldukça üzerinde karlılık

R. Fulin Önder

Analist

fonder@sekeryatirim.com

Tüpraş, 4Ç16'da, artan rafineri marjlarının etkisiyle, piyasa ortalama beklentisi olan TL 513mn'un oldukça üzerinde, önceki yılın aynı dönemine göre %1.5 azalış ve bir önceki döneme göre %38.2 artış ile TL803mn net kâr açıkladı. Tüpraş, 2016 yılında, net rafineri marjı ve kapasite kullanımı hedeflerini yerine getirebilmiştir. Şirket'in 2016 yılı net rafineri marjı US\$6.03/bbl seviyesinde, KKO'nı ise %100.9 olarak gerçekleştirmiştir. Tüpraş, 4Ç16'da piyasa ortalama beklentisi olan TL10,930mn'a paralel olarak (Şeker Yatırım T.: TL10,278mn) TL10,759mn satış geliri elde etmiştir. Şirket'in 4Ç16 EBITDA marjı ise, yükseliş gösteren rafineri marjlarının etkisiyle, piyasa ortalama beklentisi olan TL1,149mn'un oldukça üzerinde (Şeker Yatırım T.: TL968mn), hesaplamalarımıza göre TL1,440mn tutarında gerçekleşmiştir. Beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşmiş olan Tüpraş'ın 4Ç16 operasyonel karlılığın şirket hisseleri performansı üzerinde olumlu etkisi olmasını bekleyebiliriz.

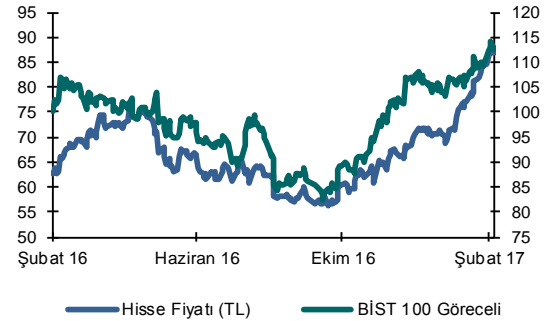
Rafineri marjlarında iyileşme - 4Ç16'da rafineri marjları, dünya genelinde, 2016 yılı içerisinde yapılması planlanan ancak 4Ç16'ya ertelenen ve Kasım ayından itibaren gerçekleştirilen birtakım rafineri bakım işlerinin arzı kısıtlamasından olumlu etkilenmiştir. Ayrıca, hasat aktivitelerinin getirdiği ve Asya'da ise endüstriyel faaliyetler nedeniyle artan talep de dizel marjlarını olumlu etkilemiş, tarihsel düşük seviyelerinden yükselmelerine yardımcı olmuştur. ABD'de bir boru hattına meydana gelen kazanın arzı etkilemesi ve Latin Amerika ülkelerinin ithalatını artırması ile gazolin marjları da 3Ç16'ya kıyasla artış göstermişlerdir. Jet yakıtı marjları dizel marjlarına paralel olarak artmaya devam etmiş, bu sırada soğuyan havaların etkisiyle fuel-oil talebi normalize olmuş ve Rusya'dan arzın azalması ile marjları kuvvetlenmiştir.

4Ç16'da iç talep sağlıklı olarak devam etmiştir - Rafineri marjlarındaki yükselişin etkisiyle, Tüpraş'ın kapasite kullanım oranı 2016 yılında %100'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket, 4Ç16'da yıllık bazda hafif (-%0.8) azalışla, 7.36mn ton üretim gerçekleştirmiştir. Yurtiçi satışlar, sağlıklı talep sayesinde artmaya devam etmiştir. Dizel satışları yıllık bazda %10.8, gazolin satışları ise %4 artış göstermişlerdir, ancak asfalt ve jet yakıtı satışları, hava koşullarının ve terör hadiselerinin seyahat talebini etkilemiş olması nedenleriyle, yıllık bazda sırasıyla %3.3 ve %10.6 oranında azalmıştır. Böylelikle Tüpraş'ın yurt içi satışları hacim bazında yaklaşık olarak %3 oranında artarak 7.6mn ton olarak gerçekleşmiştir. İhracat hacmi ise yıllık %24 oranında gerileyerek 1.3mn ton olarak gerçekleşmiştir; Tüpraş bir kısım kargoların hava şartları nedeniyle 2017 yılına ertelenmiş olduğunu bildirmiştir. Böylelikle Tüpraş'ın toplam satış hacmi, 4Ç16'da yıllık bazda %3-4 oranında azalarak 7.6mn ton olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in toplam satış gelirleri ise hafif azalmış olan satış hacmine rağmen, görece olarak artış göstermiş olan fiyatlar ve TL'nin US\$ karşısındaki değer kaybının etkisiyle, 4Ç16'da %20.7 oranında artarak TL 10,759mn olarak gerçekleşmiştir. ->

	2014	2015	2016	2017T	2018T
FD/FAVÖK	35.3	7.5	8.7	6.7	6.1
F/K	14.9	8.5	12.1	8.6	7.7
PD/DD	3.5	2.6	2.7	2.4	2.4
FD/Satışlar	0.7	0.8	0.8	0.6	0.6
Net Satışlar (TL Mn)	39,723	36,893	34,855	45,716	48,002
Net Kâr (TL Mn)	1,459	2,550	1,793	2,523	2,836
Hisse Başına Kâr (TL)	5.87	10.24	7.24	10.07	11.32

AL
Hedef Fiyat: TL 96.20
Önceki Hedef Fiyat: TL 89.90

	TL	US\$	
Fiyat	86.90	23.57	
BİST 100	88,578	24,025	
US\$ (MB Alış):	3.6843		
52 Hafta Yüksek:	87.50	26.88	
52 Hafta Düşük:	56.40	18.57	
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	250		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	21,761	5,907	
Halka Açık PD:	10,663	2,892	
	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	14.9	37.6	22.8
US\$ Getiri (%):	20.2	9.6	18.0
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	5.8	10.2	8.4
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	101.0		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	33.3		
Beta	0.69		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0.28		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0.22		
Ortaklık Yapısı	%		
Enerji Yatırımları	51.0		
Halka Açık	49.0		
Toplam	100.0		



Tüpraş, 2016 yılı FAVÖK'ünün yaklaşık olarak %44'ünü 4Ç16'da gerçekleştirmiştir - Med kompleks marjları 4Ç16'da yıllık bazda yaklaşık olarak %43 oranında artış göstererek US\$ 5.05/bbl olarak gerçekleşmiştir. Tüpraş'ın 3Ç16'da US\$5.68/bbl ve 4Ç15'te US\$5.17/bbl olan net rafineri marjı ise, 4Ç16'da US\$10.06/bbl'ya yükselmiştir. Fiyatların yükseliş gösterdiği bu dönemde, US\$1.2/bbl tutarında pozitif stok etkisi gerçekleşmiştir. Böylelikle, 2016 yılının tamamında Tüpraş'ın net rafineri marjı, US\$6.03/bbl seviyesinde, Şirket'in hedefi olan US\$4.5/bbl - US\$5.0/bbl aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Yükselen marjların etkisiyle 4Ç16'da FAVÖK, yıllık bazda %21.1% (bir önceki çeyreğe göre %78.4) oranında artarak hesaplamalarımıza göre TL1,440mn olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı, böylelikle önceki yılın aynı dönemi ile aynı seviyede (bir önceki çeyreğe göre 4.8 y.p. artış ile) %13.4 olarak gerçekleşebilmiştir. Ürün fiyatlarının, bu dönemde US\$ 56.9mn tutarında olumlu etkisi olmuştur. Büyük ölçüde kur farkı giderlerinin artış göstermiş olmasına bağlı olarak, Tüpraş'ın net karı, hemen hemen önceki yılın aynı seviyesinde, (yılılık %1.5 azalışla) TL803mn olarak gerçekleşmiştir. Tüpraş'ın net borç pozisyonu, 2016 yılı sonunda, çevirim etkisiyle TL6.0mlyr'a yükselmiştir (3Ç16 sonu: TL 5.3mlyr).

2016 yılı finansal tablolarının açıklanmasıyla Tüpraş, 2017 yılı beklentileri paylaşmıştır; Şirket üzerindeki "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz - Tüpraş 2017 yılında Brent ham petrol fiyatlarının ortalamasının US\$55/bbl civarında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket, 2017 yılında kapasitesinin tamamını kullanmayı hedeflemekte ve yaklaşık olarak 29.2mn ton civarında bir üretim gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Tüpraş, 2017 yılında toplam satış hacmi hedefinin 30.6mn ton civarında gerçekleşmesini beklemektedir (2016:30.3mn ton). Med kompleks marjlarının 2017 yılında US\$4.0/bbl - US\$ 4.5/bbl seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Öte yandan Tüpraş, net rafineri marjının 2017 yılında US\$5.75/bbl - US\$6.25/bbl aralığında gerçekleşebileceğini öngörmektedir. Tüpraş 2017 yılı için toplam US\$225mn tutarında yatırım öngörmekte ve US\$125mn tutarında ek deniz tankeri satın alımı yatırımı da planlamaktadır. Tüpraş, 2016 yılı dağıtılabilir karından ve sonraki yıllar için ortalama %90'a yakın bir kar pay dağıtım oranının gerçekleşebileceğini tahayyül etmektedir; bu oran ile 2017 yılında Şirket payları için %7 civarında bir temettü verimi hesaplamaktayız. Değerlememizi daha yüksek net rafineri marjı tahminleri ile yaklaşık olarak 0.8 y.p. daha yüksek FAVÖK marjı tahminlerimiz ile güncelleyerek, Şirket hisseleri için belirlediğimiz hedef pay fiyatımızı yaklaşık olarak %7 civarında yükselişle TL96.20 olarak belirledik. Tüpraş hisseleri hâlihazırda tahminlerimize göre 6.7x 2017T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedirler; yurt dışı benzerleri ise, ortalama 6.5x 2017T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedirler. Şirket payları üzerindeki hedef fiyatımız, yaklaşık olarak %11 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir; Tüpraş payları için "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2015	2016	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	36,893	34,855	-5.5%	8,899	10,759	20.9%	9,451	13.8%
Brüt Kar	4,175	3,649	-12.6%	1,338	1,599	19.5%	917	74.3%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>11.3%</i>	<i>10.5%</i>		<i>15.0%</i>	<i>14.9%</i>		<i>9.7%</i>	
Operasyonel Kar	3,298	2,654	-19.5%	1,056	1,305	23.7%	671	94.6%
<i>Operasyonel Kar M</i>	<i>8.9%</i>	<i>7.6%</i>		<i>11.9%</i>	<i>12.1%</i>		<i>7.1%</i>	
FAVÖK	3,784	3,195	-15.6%	1,224	1,440	17.6%	807	78.4%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>10.3%</i>	<i>9.2%</i>		<i>13.8%</i>	<i>13.4%</i>		<i>8.5%</i>	
Net Kar	2,550	1,793	-29.7%	815	803	-1.5%	581	38.2%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>6.9%</i>	<i>5.1%</i>		<i>9.2%</i>	<i>7.5%</i>		<i>6.1%</i>	

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2013	2014	2015	2016	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	8,322	10,663	11,480	11,741	2.3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	39	61	59	55	(7.2)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	3,014	4,217	5,256	5,755	9.5
Ticari Alacaklar	1,957	170	2,540	3,180	25.2
Hazır Değerler	3,663	3,898	3,028	6,051	99.9
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	4,145	2,923	3,108	4,436	42.7
Toplam Aktifler	21,139	21,933	25,470	31,218	22.6
Uzun Vadeli Borçlar	5,447	6,978	8,048	10,176	26.4
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	157	181	225	215	(4.8)
Kısa Vadeli Borçlar	3,603	2,951	4,950	5,672	14.6
Ticari Yükümlülükler	6,794	5,610	3,878	6,988	80.2
Toplam Yükümlülükler	16,001	15,720	17,102	23,051	34.8
Toplam Özsermaye	5,139	6,213	8,368	8,167	(2.4)
Toplam Pasifler	21,139	21,933	25,470	31,218	22.6
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2013	2014	2015	2016	%Değ
Net Satışlar	41,078	39,723	36,893	34,855	(5.5)
SMM	39,605	38,460	32,718	31,206	(4.6)
Brüt Kar	1,473	1,263	4,175	3,649	(12.6)
Faaliyet Giderleri	700	732	877	995	13.5
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	774	531	3,298	2,654	(19.5)
Net Diğer Gelir/Gid.	(732)	(95)	(546)	(296)	A.D.
Finansman Gelir/(Gid.)	(110)	(235)	(599)	(572)	A.D.
Vergi Öncesi Kar	13	184	2,225	1,944	(12.6)
Vergi	(1,186)	(1,286)	(339)	131	A.D.
Net Kar(Zarar)	1,199	1,470	2,564	1,813	(29.3)
Azınlık payları	2	11	14	20	41.9
Ana Ortaklık	1,197	1,459	2,550	1,793	(29.7)

Kaynak: KAP, Finnet, Tüpraş, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

	2013	2014	2015	2016
Özsermaye Karlılığı	%23.9	%25.9	%35.2	%21.9
Aktif Karlılığı	%6.3	%6.8	%10.8	%6.4
Brüt Kar Marjı	%3.6	%3.2	%11.3	%10.5
Net Kar Marjı	%2.9	%3.7	%6.9	%5.2
VAFÖK Marjı	%2.5	%2.0	%10.1	%9.2
U.V. Borçlar/Özsermaye	%106.0	%112.3	%96.2	%124.6

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