Tüpraş

1 Kasım 2016

Tüpraş yılın üçüncü çeyreğinde 581 milyon TL net kar açıklarken bu rakam piyasa beklentisi olan 449 milyon TL'yi aşmış oldu. Özellikle 87 milyon TL'lik ertelenmiş vergi gelirinin net karı yukarıya çektiği görülüyor. Bunun yanında faaliyet karının da beklentileri aşması net karı destekleyen bir diğer unsur oldu. Şirketin VAFÖK rakamı 807 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken piyasa beklentisi 783 milyon TL seviyesindeydi.

Üçüncü çeyrekte akdeniz marjlarının 3.2 dolar seviyesinden 3.8 dolar seviyesine çıkması Tüpraş'ın da karlılığını destekleyen en önemli etken oldu. Ürün marjlarındaki daralmaya rağmen ağır petrollerin fiyatları ile Brent petrol arasındaki farkın açılması karlılığı destekleyen en önemli unsur oldu. Bunun etkisiyle Tüpraş rafineri marjı ikinci çeyrekteki 5.2 dolar seviyesinden üçüncü çeyrekte 5.8 seviyesine yükselmiş oldu.

Eylül ayı sonundan itibaren ise ürün marjlarının toparlanmaya başladığı görülüyor. Bu trendin devam etmesi özellikle Tüpraş'ın dördüncü çeyrek karlılığına olumlu yansıyacaktır. Şirket üçüncü çeyrek rakamları sonrası beklentilerinde bir değişikliğe gitmeyerek rafineri marjını 2016 için 4.5-5.0 dolar aralığında beklediğini açıkladı. Biz özellikle son çeyrekte artmaya başlayan ürün marjlarının katkısı ile rafineri marjının 2016 yılı için 5.1 dolar seviyesini yakalayabileceğini düşünüyoruz. Şirketin temettü dağıtımı için baz teşkil edecek olan vergi öncesi karın 1.7 milyar TL seviyelerinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu da Tüpraş'ın temettü veriminin cari fiyatlarla %9'a yaklaşabileceğine işaret ediyor.

Şirketin net borcu ise üçüncü çeyrekte iyileşme ile 6.9 milyar TL seviyesinden 5.2 milyar TL seviyesine gelmiş bulunuyor. Bunda özellikle ticari borçlardaki artan ödeme günü etkili oldu. Ağır petrollerdeki rekabetin şirketin bu yönde pazarlık gücünü artırdığı görülüyor.

Üçüncü çeyrek finansalları sonrasında Tüpraş için beklentilerimizi revize ettik. Bu revizyon sonrasında hedef fiyatımızı 70TL seviyesinden 73 TL seviyesine yükseltirken %16 artış potansiyeli ile Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

TUPRS				ENDEKSE PARALEL GETİRİ
Fiyat (TL)				63.05
Hedef Fiyat (TL)				73.00
Yükseliş Potansiyeli				**16%**
Piyasa Değeri ($mn)				5,089
Günlük Ortalama Hacim ($mn)				39.3
Net Borç (TLmn)				5,245
FD (TLmn)				20,309
TL mn	**2014**	**2015**	**2016T**	**2017T**
Net Satışlar	39,723	36,893	34,659	46,229
% büyüme	-3.3	-7.1	-6.1	33.4
VAFÖK	1,459	3,784	2,721	3,295
% marj	3.7	10.3	7.8	7.1
Net Kar	1,459	2,550	1,632	2,160
% marj	3.7	6.9	4.7	4.7
Özsermaye Karlılığı (%)	27.3	35.3	18.2	21.4
Temettü	0	1,628	1,353	1,512
% ödeme oranı	0	64	83	70
% temettü verimi	0.0	10.3	8.6	9.6
F/K	10.8	6.2	9.7	7.3
FD/VAFÖK	13.9	5.4	7.5	6.2
F/DD	2.6	1.9	1.6	1.5

Oyak Yatırım Araştırma
research@oyakyatirim.com.tr

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç15	4Ç15	1Ç16	2Ç16	3Ç16	PB	Ç/Ç	Y/Y	9A15	9A16	Y/Y
Net Satışlar	10,446	8,899	6,191	8,453	9,451	9,305	11.8%	-9.5%	27,995	24,095	-13.9%
Brüt Kar	1,213	1,338	491	725	917		26.5%	-24.3%	2,837	2,050	-27.7%
% marj	11.6%	15.0%	7.9%	8.6%	9.7%		0 bps	0 bps	10.1%	8.5%	-163 bps
VAFÖK	1,113	1,224	398	633	807	783	27.6%	-27.5%	2,560	1,755	-31.4%
% marj	10.7%	13.8%	6.4%	7.5%	8.5%	8.4%	0 bps	0 bps	9.1%	7.3%	-186 bps
Net Kar	750	815	79	331	581	449	76%	-23%	1,735	990	-43%
% marj	7.2%	9.2%	1.3%	3.9%	6.1%	4.8%	1 bps	0 bps	6.2%	4.1%	-209 bps
Net Refineri Marjı (USD/varil)	8.32	5.17	2.81	5.21	5.68		9%	-32%	6.89	4.60	-33%
Akdeniz Bölg. Marjı (USD/varil)	4.92	3.54	3.84	3.20	3.81		19%	-23%	5.26	3.62	-31%
Satış Hacmi (mn ton)	7.94	7.86	6.87	7.66	8.10		6%	2%	20.9	22.6	8%

GELİR TABLOSU, TL mn	3Ç15	2Ç16	3Ç16	y/y	ç/ç
Satışlar	**10,445.5**	**8,453.2**	**9,450.9**	**-10%**	**12%**
SMM	-9,232.8	-7,728.0	-8,533.4	-8%	10%
Brüt kar	**1,212.7**	**725.1**	**917.5**	**-24%**	**27%**
Faaliyet giderleri	-231.0	-228.2	-246.6	7%	8%
Faaliyet karı	**981.7**	**496.9**	**670.9**	**-32%**	**35%**
Amortisman	131.5	135.6	136.4	4%	1%
FAVÖK	**1,113.2**	**632.5**	**807.2**	**-27%**	**28%**
Diğer faaliyet gelirleri	-387.6	-4.0	-67.1	-83%	1580%
Net yatırım geliri	0.6	0.1	0.0	-96%	-85%
Net finansal gelirler	-128.5	-148.3	-111.5	-13%	-25%
İştiraklerden Gelir/Gider	31.9	53.9	61.5	93%	14%
VÖK	**498.0**	**398.7**	**553.8**	**11%**	**39%**
Vergi	252.5	-63.6	32.0	-87%	n.m.
Durdurulan Faaliyetlerden karlar	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.
Azınlık Payları Öncesi Net kar	750.5	335.0	585.7	-22%	75%
Azınlık Payları	0.5	4.5	4.9	893%	8%
Net Kar	**750.0**	**330.5**	**580.9**	**-23%**	**76%**
Brüt marj	11.6%	8.6%	9.7%	*-190 bps*	*113 bps*
Faaliyet gideri/ ciro	-2.2%	-2.7%	-2.6%	*-40 bps*	*9 bps*
FAVÖK marjı	10.7%	7.5%	8.5%	*-212 bps*	*106 bps*
Net marj	7.2%	3.9%	6.1%	*-103 bps*	*224 bps*
Efektif vergi oranı	-50.7%	16.0%	-5.8%	*4,492 bps*	*-2,174 bps*

BİLANÇO, TL mn	9A15	1Y16	9A16	y/y	ç/ç
Dönen varlıklar	**9,780**	**10,412**	**13,367**	**37%**	**28%**
Nakit	2,487	4,600	7,327	195%	59%
Ticari alacaklar	3,149	2,595	2,208	-30%	-15%
Stoklar	2,723	2,582	2,918	7%	13%
Diğer	1,421	635	914	-36%	44%
Duran varlıklar	**16,725**	**16,868**	**17,151**	**3%**	**2%**
MDV	11,421	11,523	11,575	1%	0%
Maddi olmayan varlıklar	55	54	50	-9%	-6%
Diğer	5,249	5,291	5,525	5%	4%
Toplam varlıklar	**26,505**	**27,279**	**30,518**	**15%**	**12%**
KV Yükümlülükler	**9,835**	**11,674**	**13,240**	**35%**	**13%**
Finansal borç	1,717	3,479	3,351	95%	-4%
Ticari borç	4,796	4,837	5,880	23%	22%
Diğer	3,322	3,358	4,008	21%	19%
UV Yükümlülükler	**9,389**	**8,300**	**9,473**	**1%**	**14%**
Finansal borç	9,131	8,039	9,221	1%	15%
Diğer	257	261	252	-2%	-3%
Azınlık payı	56	72	76	35%	6%
Özsermaye	**7,225**	**7,233**	**7,729**	**7%**	**7%**
Toplam yükümlülükler	**26,505**	**27,279**	**30,518**	**15%**	**12%**
Net borç	8,361.8	6,918.1	5,245.3	-37%	-24%
Net borç/ FAVÖK	3.20	2.05	1.71	-46%	-17%
Net Döviz Pozisyonu	-8,450.4	-6,758.3	-6,775.2	-20%	0%

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 yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerleme 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 hisselere ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'ununda az olan hisselere ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselere 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 değiştirmeyebilir.

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 dayanılarak 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.