

Tüpraş

Tüpraş'ı 145 TL hisse hedef değeri ve AL tavsiyesi ile araştırma takip listemize dahil ediyoruz. 2017 yılında Tüpraş'ın karlılığında çok önemli bir artış oldu. Ancak mevcut karlılık seviyesinin RUP projesinin bitmesi ertesinde Tüpraş için "yeni normal" olduğunu ve mevcut karlılığın büyük ölçüde önümüzdeki yıllarda da devam edeceğini düşünmekteyiz. 3Ç'de rafineri marjlarında gözlenen yükseliş ve petrol fiyatlarındaki son günlerde gözlenen artış Tüpraş'ın 2017'yi piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde bir karlılıkla kapatacağını göstermektedir. Şirketin %13'lük temettü oranı ve 2017 için F/K'da 6,6x seviyesinden işlem görmesi (2018 için 7,7x) hisselerin hala cazip seviyelerde olduğunu işaret etmektedir.

Mevcut karlılık oranları Tüpraş için "yeni normal" ve sürdürülebilir gözükmekte: Tarihsel olarak baktığımızda Tüpraş yıllık 900 milyon dolar civarında FAVÖK yaratmaktaydı ve RUP projesinin tamamlanmasıyla birlikte 550 milyon dolar ek FAVÖK yaratması beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında 2017'de 1,66 milyar dolar (TL 5,9milyar) civarında FAVÖK rakamına ulaşılması, yüksek bir seviye olarak gözükmeyle birlikte, uç bir seviye olarak düşünülmemeye aksine RUP sonrası "yeni normal" olarak düşünebiliriz. Rafineri marjlarında önemli bir zayıflama olmadığı sürece -ki biz beklemiyoruz- Tüpraş'ın karlılığı görünür gelecekte önemli ölçüde azalmayacaktır.

Global rafineri marjları oldukça olumlu gözükmekte: Rafineri ürünlerine olan talepte gözlenen iyileşme, gemi yakıtlarında 2020 yılı ile gelecek kükürt oranı kısıtlamaları ve elektrikli araçların çıkışıyla uzun vadede rafineri yatırımı iştahının daha da azalması gibi nedenler dolayısıyla global rafineri piyasasındaki pozitif seyrin uzun vadede de devam etmesini beklemekteyiz.

Piyanın tahminleri hala düşük: 3Ç'de bölgesel rafineri marjlarının, Avrupa ve Amerika'da rafineri duruşları nedeniyle, daha da yukarı yönlü hareket etmesi nedeniyle Tüpraş'ın 3Ç'de daha da güçlü bir sonuç açıklamasını bekliyoruz. 1. Yarıda gözlenen yüksek karlılık ve 3. Çeyrekte karlılığın daha da artması, Tüpraş'ın 2017 beklentilerinin, ki son aylarda yukarı doğru revize edildi, hala çok düşük kaldığını göstermektedir. Tüpraş için 2017 FAVÖK ve net kar beklentilerimiz piyasa beklentilerinin, sırasıyla, %11 ve %26 üzerindedir.

Değerlemesi hala cazip seviyelerde: Tüpraş'ın F/K oranı 2017 verilerine göre 6,6x (2018: 7,7x) civarındadır (geçtiğimizi 10 yıl ortalaması ise 9x). Diğer yandan, Tüpraş'ın 2018'de 3,8 milyar TL temettü dağıtmasını bekliyoruz, ki bu rakam, %13 temettü verimini ima etmektedir.

Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

AL

TL145

21%

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	TUPRS TI
Hisse fiyatı (25-09-2017)	119.6
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	52.5 / 124.9
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	29,950 - 8,518
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	250.4 - 49%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	40.1 34.0 25.9

Fiyat performansı

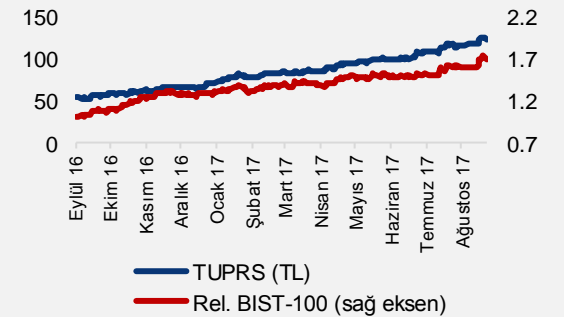
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	1%	20%	79%
USD	0%	19%	79%
BIST -100'e göre performans	7%	15%	35%

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	35,024	53,850	57,169
FAVÖK	3,210	5,930	5,202
Net kâr	1,802	4,517	3,880

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	16.6x	6.6x	7.7x
F/DD	3.7x	2.8x	3.0x
FD/FAVOK	11.0x	5.6x	6.5x
FD/Net satışlar	1.0x	0.6x	0.6x
Temettü verimi	5.2%	12.6%	11.7%



Erol Daniş, Ph.D, CFA

+90 212 355 2675

erol.danis@tacirler.com.tr

Tahminler – Tüpraş -TL mn

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T	Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	3,019	6,078	7,760	7,432	7,301	Net satışlar	36,876	35,024	53,850	57,169	64,828
Ticari alacaklar	2,533	3,195	4,284	4,619	5,206	Brüt kâr	4,124	3,667	6,527	5,799	6,122
Stoklar	2,096	3,625	4,771	5,260	5,975	Faaliyet giderleri	877	1,000	1,209	1,247	1,318
Diğer dönen varlıklar	1,070	831	876	1,011	1,114	Esas faaliyet kârı	3,248	2,667	5,318	4,551	4,805
Dönen varlıklar	8,719	13,728	17,691	18,321	19,596	FAVÖK	3,734	3,210	5,930	5,202	5,498
Finansal yatırımlar	766	928	1,021	1,123	1,235	Net diğer gelir	-425	-138	107	114	129
Maddi duran varlıklar	11,449	11,794	12,443	12,748	13,063	Net finansman geliri	-599	-575	-485	-370	-385
Maddi olmayan duran varlıklar	59	55	55	55	55	Vergi öncesi kâr	2,224	1,953	4,940	4,296	4,549
Diğer duran varlıklar	4,408	4,852	4,741	4,598	4,481	Vergi gideri	-338	132	393	384	474
Duran varlıklar	16,683	17,630	18,260	18,525	18,834	Net kâr	2,549	1,802	4,517	3,880	4,039
Toplam varlıklar	25,401	31,358	35,951	36,846	38,430	Nakit akış tablosu	3,734	3,210	5,930	5,202	5,498
Kısa vadeli borçlanmalar	1,898	1,995	2,047	2,203	2,313	FAVÖK	650	533	1,064	910	961
Ticari borçlar	3,850	7,019	9,239	10,185	11,570	Vergi gideri	958	888	1,251	947	1,000
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3,056	3,703	3,799	4,082	4,283	Yatırımlar	3,461	-1,865	-35	-271	-181
Kısa vadeli yükümlülükler	8,804	12,717	15,085	16,470	18,166	Serbest nakit akışı	-1,335	3,654	3,650	3,615	3,718
Uzun vadeli borçlanmalar	8,026	10,222	9,947	10,115	10,007	Büyüme ve marjlar					
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	225	216	221	238	250	Net satışlar	-7.1%	-5.0%	53.8%	6.2%	13.4%
Uzun vadeli yükümlülükler	8,251	10,438	10,168	10,353	10,256	FAVÖK	373.3%	-14.0%	84.7%	-12.3%	5.7%
Özkaynaklar	8,346	8,204	10,698	10,023	10,008	Net kâr	74.8%	-29.3%	150.7%	-14.1%	4.1%
Ana ortaklığa ait	8,283	8,125	10,617	9,936	9,916	Brüt marj	11.2%	10.5%	12.1%	10.1%	9.4%
Kontrol gücü olmayan paylar	63	79	81	87	92	Esas faaliyet kâr marjı	8.8%	7.6%	9.9%	8.0%	7.4%
Toplam kaynaklar	25,401	31,358	35,951	36,846	38,430	FAVÖK marjı	10.1%	9.2%	11.0%	9.1%	8.5%
Net borç	6,905	6,139	4,234	4,886	5,018	Net marj	6.9%	5.1%	8.4%	6.8%	6.2%
Net işletme sermayesi	-1,207	-3,072	-3,107	-3,378	-3,558	Serbest nakit akışı marjı	-3.6%	10.4%	6.8%	6.3%	5.7%
Net işletme sermayesi (operasyon)	779	-200	-184	-307	-389						
Yatırılan sermaye	10,301	8,778	9,391	9,426	9,559						
Oranlar						Hisse başına (TL)					
Karlılık						Net kâr	10.18	7.20	18.04	15.49	16.13
Özsermaye kârlılığı	35.1%	21.8%	47.8%	37.4%	40.3%	Özsermaye	33.33	32.76	42.72	40.02	39.96
Net kâr	6.9%	5.1%	8.4%	6.8%	6.2%	Temettü	6.50	6.22	15.06	13.94	14.52
Aktif devri	1.6x	1.2x	1.6x	1.6x	1.7x	Değerleme					
Kaldıraç	3.3x	3.4x	3.6x	3.5x	3.8x	F/K	11.7x	16.6x	6.6x	7.7x	7.4x
Aktif kârlılığı	10.8%	6.3%	13.4%	10.7%	10.7%	F/DD	3.6x	3.7x	2.8x	3.0x	3.0x
Yatırılan sermaye kârlılığı	31.8%	22.4%	46.8%	38.7%	40.5%	FD/FAVOK	9.7x	11.0x	5.6x	6.5x	6.1x
Kaldıraç						FD/Net satışlar	1.0x	1.0x	0.6x	0.6x	0.5x
Net borç/toplam varlıklar	39%	39%	33%	33%	32%	Temettü verimi	5.4%	5.2%	12.6%	11.7%	12.1%
Net borç/özsermaye	0.83	0.75	0.40	0.49	0.50	Serbest nakit akışı verimi	-4.5%	12.2%	12.2%	12.1%	12.4%
Net borç/FAVÖK	1.85	1.91	0.71	0.94	0.91						

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.