

Tüpraş

Şirket Raporu

(Genel Yatırım Tavsiyesi)

14 Aralık 2020

Endeks Üzeri Getiri

Rafineri marjlarındaki zayıf trendin son dönemleri. Küresel olarak rafineri sektöründe bozulan arz-talep dengesi sonucu, TUPRS pandemiden en çok etkilenen hisselerden olmuştur. Rafineri marjlarında önümüzdeki iki senede kademeli iyileşme tahmin ederken, bu tahminin arkasındaki etkenleri (1) toplam rafineri üretim kapasitesinde dünya genelinde açıklanan kapatmalar ve üretim duruşlarının arz-talep dengesinde düzeltmeye yardımcı olacak olması (2) etkili aşılama sonucu 2021 yılında talep görünümünde beklenen iyileşme (3) Son 2 yılda ağır petrol tipleri ile Brent petrol arasında daralan makasın, OPEC'in üretim kesintisini gevşetmesi ve İran'ın olası üretim artışı ile tekrar TUPRS lehine açılması beklentisi olarak sıralayabiliriz. Şirket için revize ettiğimiz tahminlerde 2022 itibariyle tekrar 1 milyar dolar seviyesinde FAVÖK (stok etkisi hariç) kapasitesine ulaşılacağını öngörmekteyiz (2020T: 142 milyon dolar). 2021 ve 2022 için tahmini FAVÖK çarpanını 8.1x ve 4.6x olarak hesaplarken, hissenin 2019 Ağustos ayından bu yana BIST100 Endeksine göre yaklaşık %50 daha düşük performans göstermiş olmasını da not ediyoruz. Hedef fiyatımızı 100.0 TL'den 142.0 TL'ye revize ediyor ve tavsiyemizi de Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz.

Ürün fiyatları son dönemde Brent petroldeki yükselişi büyük oranda takip ediyor. Küresel ekonomik aktivitede iyileşme ve aşı haberlerinin kısa vadede pandeminin ikinci dalgasına ilişkin kaygılara göre daha baskın gelmesi sonucu, Brent petrol fiyatı tekrar 50 USD/varil seviyesine yükseldi. Kasım ve Aralık aylarında rafineri ürün fiyatları da benzin haricinde genel olarak Brent'teki artışı takip etti. Spot fiyatlara göre rafineri marjları sıfıra yakın seyretse de, artan fiyatlar ilave stok karı oluşturarak marjlar desteklenebilir. 2021 için de emtia piyasaları genelinde mevcut yukarı yönlü görünümün korunması durumunda, benzer potansiyel önümüzdeki sene de marjları destekleyecektir.

Ağır petrol tekrar avantajlı hale gelebilir. TUPRS daha ucuz fiyatlanan ağır petrol türlerini işleyebilme kapasitesi sayesinde 2019 öncesi döneme kadar maliyet avantajı elde etmekteydi. Son 2 senede ise OPEC üretim kesintisi ve İran yaptırımını gibi gelişmeler, ağır petrol arzında gerilemeye yol açmış ve ağır petrol ile Brent arasındaki makasın daralmasına neden olmuştu. 2021 yılı ile beraber hem OPEC'in üretimde kademeli artış gerçekleştirecek olması, hem de İran'ın yeni ABD yönetiminin yaklaşımı sonucu petrol ihracatının artma potansiyeli, ağır petrolü tekrar iskonto hale getirebilir. Özellikle İran petrolünün 4-5 dolar/varil iskontosu bulunması nedeniyle, ağır petrol makasına olumlu etkisi olabilir. Biz 2021 tahminlerimizde TUPRS için toplam 1.5 dolar/varil ham petrol makası kaynaklı marj iyileşmesi öngörmekteyiz.

Cazip temettü verimi için borçluluk seviyesinde iyileşme beklenmeli. 2020 yılında kaydedilen zararlar ve işletme sermayesi ihtiyacındaki artış sonucu, TUPRS'ın net borcu sene başında 1.4 milyar dolarken 3Ç itibariyle 2.3 milyar dolara yükselmiştir. 2021 sonunda Net Borç/FAVÖK rasyosunda 2.9x seviyesine gelineceğini tahmin ederken, yüksek temettü dağıtımının ancak 2022 sonrasında mümkün olabileceğini ve 2022 karından dağıtılacak temettü veriminin %15 civarında olabileceğini hesaplıyoruz.

Tavsiye

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (14-12-2020)

Getiri potansiyeli

Bloomberg Hisse Kodu
Piyasa Değeri (TLmn)

Halka Açıklık Oranı

Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

TL142.00

TL101.50

40%

TUPRS TI

25,418

49%

250

650

Fiyat Performansı

1 Ay

3 Ay

1 Yıl

Nominal (TL)

14%

25%

-17%

Nominal (USD)

10%

17%

-39%

BIST100'e göre

8%

1%

-33%

Tahminler (TLmn)

2019

2020T

2021T

Net Satışlar

89,601

58,270

82,865

FAVÖK

3,807

853

5,136

Net Kar

526

-2,839

2,453

Değerleme

2019

2020T

2021T

F/K

48.3x

a.d.

10.4x

FD/FAVÖK

11.0x

48.9x

8.1x

F/DD

2.0x

2.6x

2.1x

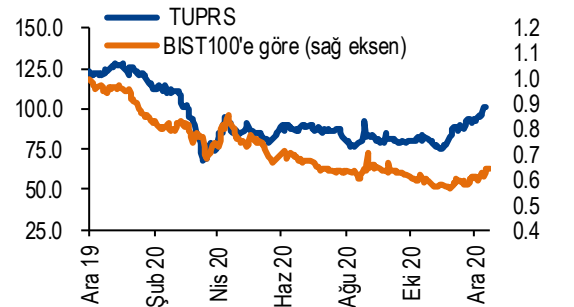
Temettü verimi

0.0%

0.0%

4.8%

Fiyat Grafiği



Değerleme

Milyon TL	2020t	2021t	2022t	2023t	2024t	2025t
Satış Gelirleri	58,270	82,865	101,856	118,616	128,771	135,210
Büyüme	-35.0%	42.2%	22.9%	16.5%	8.6%	5.0%
FAVÖK	853	5,136	9,124	10,580	10,824	11,365
FAVÖK Marjı	1.5%	6.2%	9.0%	8.9%	8.4%	8.4%
(-) İşletme Sermayesindeki Değişim	-5,483	1,094	319	-84	-51	-32
(-) Yatırım Harcamaları	-772	-1,620	-2,126	-2,233	-2,344	-2,461
(-) Vergi	-9	-426	-813	-945	-956	-995
Serbest Nakit Akımı	-5,411	4,184	6,505	7,319	7,473	7,877
Ortalama Sermaye Maliyeti	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	19,526					
Uç Değer	26,777					
Firma Değeri	46,304					
Net Borç v e iştirak değerleri	16,289					
Rafineri Adil Değeri	30,015					
12 Aylık Hedef Fiyat	142.0					
Mevcut Fiyat	101.5					
Yükseliş Potansiyeli	40%					

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yrd. levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

Erol Gürcan Ekonomist erol.gurcan@yf.com.tr +90 (212) 334 98 37

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71		