

Tüpraş

Endekse Paralel Getiri

Hisse Fiyatı: 87,35TL

12 Aylık Hedef: 102TL

Alper Özdemir

alper.ozdemir@akyatirim.com.tr

Kalıcı bir toparlanma için henüz erken

Talep ve marjlardaki zayıflığı yansıtmak amacıyla kar tahminlerimizde aşağı yönlü revizyonlar yaptık.

Bu yılın başında, IMO 2020 kuralları dolayısıyla oluşan olumlu beklentiler korona virüsün rafineri ürünlerine olan talebi olumsuz etkilemesi sebebiyle tersine döndü. Benzin, jet yakıtı motorin gibi rafineri ürünlerine olan talep ciddi anlamda düşerken, jet yakıtı havacılık sektörünün ikinci çeyrekte durmasıyla koronavirüsten en kötü etkilenen ürün grubu oldu. Sene başındaki olumlu beklentilere karşılık jet yakıtı ve motorin gibi orta distilat ürün marjları zayıfladı, benzin marjları eksiye dönerken yüksek sülfürlü fuel oil marjlarında ise dipten toparlanma görüldü. Söz konusu etkiler Tüpraş'ın ortalama ürün marjlarını baskıladı. Diğer yandan, ilk çeyrekte petrol fiyatlarındaki sert düşüş 2milyar TL civarında stok zararına yol açtı. Şirket zayıf talep ortamını göz önünde bulundurarak İzmir Rafinerisi'nde Mayıs-Temmuz arasında üretimi durdurdu ve yeni durumda 2020 yılında kapasite kullanımının %80-85 aralığında gerçekleşmesini beklediğini açıkladı.

Tüpraş'ın faaliyet karının (FAVÖK) bu yıl 671mn dolardan 339mn dolara düşmesini, 2019 seviyesine ancak 2021 yılında yaklaşılmasını bekliyoruz. Tüpraş için hedef fiyatımızı 102 TL seviyesine indirirken Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz. İlk çeyrek sonuçlarının bu yılın en kötü çeyreği olarak geride kalmasını bekliyoruz. İlk çeyrekte kaydedilen yüksek stok zararının bir kısmı ikinci çeyrekte stok karına dönecek olsa da, ürün marjlarındaki devam eden zayıflık sebebiyle kalıcı bir toparlanmadan bahsetmenin bu aşamada mümkün olmadığını düşünüyoruz. Olumlu tarafta ise, ekonomilerin yeniden açılması ile benzin ve motorin talebinin canlanması ve uçuşların yeniden başlamış olması hisseyi destekleyebilecek faktörler olarak sıralanabilir.

Rafineri marjları üzerindeki baskı devam ediyor

Korona virüsün rafineri ürünlerine olan talep üzerindeki baskısı bir süre daha hissedilmeye devam edecektir. Bu sebeple, talep kaynaklı kalıcı bir toparlanmadan bahsetmenin bu aşamada düşük olasılık olduğunu düşünüyoruz. Havacılık sektörünün jet yakıtı talebinin daha geç toparlanmasını bekliyoruz. Jet yakıtı marjlarının zayıf seyretmesi hem motorin hem de Tüpraş'ın rafineri marjlarını baskılamaya devam edecektir. Tüpraş'ın rafineri marjlarına bir olumsuz etki de ağır ham petrol fiyatlarının yüksek seyretmesinden geliyor. OPEC'in üretim kısıntısı ve özellikle Asya rafinerilerinin ham petrol talebindeki iyileşme son dönemde ağır ham petrol fiyatlarının Brent'e göre farkının daralmasına neden oldu.

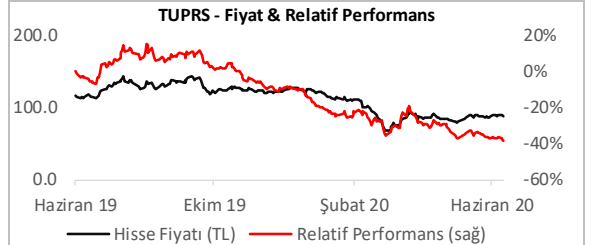
Temettü beklentileri 2021'e ertelendi.

2020 yılı için 104mn TL net zarar beklentimizi göz önünde bulundurarak temettü beklentilerinin 2021 yılına ertelenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Tüpraş'ın net borcu son dönemde artan işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle 12,2milyar TL'ye yükseldi. Net borcun faaliyet karına oranı birinci çeyrekte 6,6x olarak oluşurken, söz konusu oranın 2020'de 4,3x'e 2021'de ise 2,1x'e düşmesini bekliyoruz.

Hisse Bilgisi

Hisse Kodu (Reuters, Bloomberg)	TUPRS:IS / TUPRS TI
Hisse Fiyatı (TL)	87.35
Piyasa Değeri (mn TL)	21,874
Hisse Adedi (mn)	234
Halka Açıklık	49%
Ortalama Günlük Hacim (mn TL)	352.2
Net Borç (2020)	12,213
BIST-100 Endeksi (TL)	115,315

Hisse verileri 1 Temmuz 2020 itibarıyla



Hisse Performansı

	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
TL	-2%	-2%	15%	-23%
Endeks Relatif*	-3%	-8%	-12%	-36%

*BIST100'e karşı

Beklentiler (mn TL)

	2018	2019	2020T	2021T
Satışlar	88,552	89,601	56,288	69,066
FAVÖK	8,539	3,807	2,249	4,263
FAVÖK Marjı	%10	%4	%4	%6
Net Kar	3,713	526	-85	1,594
FD/Satışlar	0.4	0.3	0.6	0.4
FD/FAVÖK	4.0	8.0	14.0	7.2
F/K	5.9	41.6	-257.9	13.7
Temettü Verimi	16%	17%	0%	0%

Ortaklık Yapısı

Enerji Yatırımları AS	%51
Diğer	%49

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019