

Tüpraş

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 92,75TL
12 Aylık Hedef: 135,00TL

Selim Kunter
selim.kunter@akyatirim.com.tr

Ulaşımın yeniden açılmasını bekliyor

Hedef fiyatımızı 102 TL'den 135.00 TL'ye yükseltirken, Nötr tavsiyemizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımız makro tahminlerde yapılan revizyonların yanında orta distilat yakıtlar (jet yakıtı ve motorin) için 2021'de daha iyimser karlılık öngörümüzü yansıtmaktadır. Bu görüşümüzde Covid-19 aşısı ile ilgili olumlu gelişmelerin ardından ulaşımında daha hızlı toparlanma yaşanacağı beklentimiz etkili oldu. Sonuç olarak, Tüpraş için 2020'de 1.7 \$/bbl olarak hesapladığımız net rafineri marjının, 2021'de 4.5 \$/bbl seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Yeni tahminlerimize göre, Tüpraş 6,6/11,0 2021T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile işlem görmektedir ve benzer grup medyanı olan 8.7/12,4'ya göre iskontoludur. Bunun ile birlikte, Tüpraş'ın 2021'den itibaren normal temettü politikasına döneceğini de bekliyoruz. Ayrıca, Şirket'in İzmir rafinerisinin Temmuz'da faaliyete geçmesi nedeniyle bozulan işletme sermayesi ihtiyacında da iyileşme öngörüyoruz.

Kısa dönemli zorluklar devam ediyor... Tüpraş hissesi sene başından beri %27 değer kaybederek BIST 100 endeksinin %37 gerisinde kaldı. Bu kötü performansın arkasında Covid-19 sonrası, başta jet yakıtı olmak üzere, ürün makaslarında yaşanan daralma etkili oldu. Daralan ağır ham petrol makasının daralaması ve kapasite kullanımında talep kaynaklı düşüş de karlılığın bozulmasında önemli role sahipti. Bu parametrelerde yılın kalan günlerinde önemli bir değişiklik olmadığı sürece de dördüncü çeyrek ve hatta birinci çeyreğin büyük kısmında da resim çok değişmeyecektir. Bu bağlamda Tüpraş'ın stok etkisinden arındırılmış FAVÖK'ünün 4Ç20'de de negatif olabileceğini hesaplıyoruz.

...ancak 2021 görünümü ulaşımın yeniden açılmasıyla oldukça olumlu. Covid-19 aşısı çalışmaları ile ilgili son dönemde elde edilen olumlu sonuçlar sonrasında, ülkeler şimdiden milyarlarca dozluk aşı için anlaşmalar yaptı. Sağlık otoriteleri tarafından onaylanmasının ardından dağıtım ve uygulama yapılması ile ulaşımın 2Ç'den itibaren yeniden artacağını düşünüyoruz. Bu sayede, ulaşım için kullanılan yakıtlara talebin artmasıyla ürün fiyatlarında yükseliş trendi olacağını öngörüyoruz. Burada, dünyanın halen birçok ülkesinde aşıya erişimin daha geç safhada olacağını unutmamak gerekiyor. Bu sebeple ürün makaslarındaki tam toparlamanın 2022'den önce olmasını beklemiyoruz. Yine de Tüpraş için 2020'de 120 milyon \$ olacağını hesapladığımız stok etkisinden arındırılmış FAVÖK'ün 2021'de 620 milyon \$, 2022'de ise 1,1 milyar \$'a yükseleceğini öngörüyoruz. Orta distilat yakıtlar için kullandığımız varsayımlardaki her 1 \$/bbl'lık değişim FAVÖK'te 130 milyon \$'lık sapmaya yol açmaktadır.

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri (önceki Nötr)			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY135.00 (önceki TRY102.00)			
Son kapanış, TL/hisse	92.75			
Yukarı potansiyel	%46			
Halka açıklık oranı	%49			
Piyasa değeri, TL mn	23,226			
Firma değeri, TL mn	31,650			
Finansal veriler	2018	2019	2020T	2021T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	88,552	89,601	60,059	96,629
FAVÖK	8,539	3,807	790	4,974
Net kar	3,713	526	-2,319	2,113
Net borç	12,067	8,424	14,721	9,784
Net borç/FAVÖK	1.41	2.21	18.64	1.97
FAVÖK marjı	%10	%4	%1	%5
Net marj	%4	%1	-%4	%2
Ciro, y/y	%64	%1	-%33	%61
FAVÖK, y/y	%0	-%55	-%79	%530
Net kar, y/y	-%3	-%86	n.m	n.m
F/K	7.9	61.7	n.m.	11.0
FD/FAVÖK	4.8	10.7	48.1	6.6
FD/Ciro	0.5	0.5	0.6	0.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%24	%17	%2	-%27
BIST 100 rölatif	%4	-%5	-%22	-%37
AOİH, TRYmn	827	598	576	475

100.0				1.50
80.0				1.00
60.0				0.50
40.0				0.50
20.0				0.50
0.0	TUPRS	BIST-100 rölatif (sağ)		0.00
Mart 20	Haziran 20	Ağustos 20	Kasım 20	

Ortaklık yapısı	
Enerji Yatırımları AS	%51
Diğer	%49

Kaynak: AK Yatırım Araştırma
Rapor fiyatları 2 Aralık, 2020

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