

Tüpraş 4Ç11 mali tablolarında 333 mn TL olan beklentimize paralel 323 TL kar açıklayınca 2011 yılı net karı da 1,242 milyon TL seviyesine ulaştı.

Satışlar bir önceki yıla göre %50 artışla 11.1 milyar TL olurken, Tüpraş'ın 2011 yılında toplam satış gelirleri %58 artarak 41.3 milyara ulaştı. Akaryakıt dağıtım faaliyetlerini yürüten OPET ise 6 milyar TL'lik ciro ile Tüpraş'ın gelirlerinin %14.6'sini gerçekleştirdi.

4Ç10'da 5.8 usd/bbl olan net rafineri marjı ise 4Ç11'de 4.42'ye gerilemesine karşın yılın en düşük çeyreğinde 498 mn TL FAVÖK elde edince 2011'in tamamında FAVÖK 2.172 milyon TL'ye ulaştı.

Tüpraş'ın toplam üretim de bu çeyrekte %7 artarak 4.9mn ton olarak gerçekleşirken, yetersiz talep ve benzin karlılığındaki düşüş, ham petrol işleme ünitelerinde KKO'nun 3Ç11'e göre %10.8 gerileme ile %70.9'e göstermesine neden oldu. Yine de Yarı mamul de dahil edildiğinde Tüpraş'ın KKO'nı %80'e ulaşmaktadır..

Mevsimselliğin ve İran petrolü ile Brent petrol arasındaki fiyat marjının daralmasına paralel olarak Tüpraş'ın marjları son çeyrekte bir miktar gerileme gösterdi ve Tüpraş'ın net rafineri marjı 2010 yılının son çeyreğinde \$5.82 seviyesinde iken 2011 yılı son çeyreğinde \$4.42/bbl oldu .

4Ç10'da 2.76 usd/bbl olan Med complexi ile marjların 4Ç11'de 1.41 usd/bbl'e gerilemesine rağmen damıtılmış ürünlerden sağlanan gelirlerdeki artış ve ürün fiyatlarındaki yükseliş, İşlenen ham petroldeki düşüşü 4Ç10'a göre %7 ile sınırlamıştır.

3Ç11'de 577 mn TL olan net nakit pozisyonun 4Ç11'de 1.09 milyar TL net borç'a dönmesi net işletme sermayesindeki artıştan ki bu da stoklardaki artış, RUP yatırım giderleri ve İran'dan ithal edilen ağır petroldeki azalma ile ödemelerdeki düşüşten kaynaklanmıştır. Fakat bu kompozisyonun hem stoklardaki normalleşme ile 275 mn TL hem de karayollarından alınacak olan 660 mn TL ile normalleşmesini beklemekteyiz. Diğer taraftan 3Ç11'de 511 mn TL olan kur farkı giderleri 4Ç11'de 104 mn TL'ye gerilemiştir.

İran'dan petrol alımının TL olarak yapan Tüpraş, alımlarını başka ülkelere Suudi Arabistan ve Irak'a kaydırmak zorunda kalırsa kur riski ile karşılaşacaktır. Bu da ortama 2012 rafineri marjında 0.20 usd/bbl olumsuz etki yapacaktır.

2011'de 5.3 usd/bbl olan net rafineri marjının 4.3 usd/bbl seviyesinde olmasını, KKO'in ise 82 olarak gerçekleşmesi, ve Tüpraş 2012 tahminimize göre 10x F/K ve 6x FD/FAVÖK çarpanlarına işlem görürken, uluslar arası benzerleri 10.4x F/K ve 6.7x FD/FAVÖK çarpanlarına göre işlem görmektedir. Tüpraş için 49 TL'lik hedef fiyatımız %11 iskonto'ya işaret ettiğinden dolayı TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.