

## TUPRS 4Ç17 MALİ ANALİZ

TUPRS			
CARİ FİYAT		112,70	
HEDEF FİYAT		128,00	
-İskonto /prim		-11,95%	
Hisse Endeks Pay %		5,44	
XU100	116.510,97		
XBANK	183.922,84		
XUSIN	128.983,14		
USD/TRY	3,759		
Piyasa Değeri Mn TL	28.222.243.840		
ÖZSERMAYE	10.373.347.000		
ÖDENMİŞ SER.	250.419.000		
Hisse Getiri YB %	-7,24		
F/K	7,40		
PD/DD	2,72		
FD/DD	3,32		
MN TL	4Ç17	3Ç17	4Ç16
SATIŞLAR	14.604	14.344	10.759
FAVÖK	1.190	1.457	1.440,18
NET KAR	493	992	803
	2017	2018T	2019T
NET SATIŞLAR	53.498	59.800	63.900
FAVÖK	5.637	5.649	5.001
NET KAR	3.812	4.044	3.230
FVAÖK MARJİ	10,40%	9,45%	7,83%
FD/FAVÖK	6,20	6,3	7,3
FD/CİRO	0,65	0,58	0,56

**Tüpraş 4Ç17'de açıkladığı 493 mn TL'lik net dönem karı 687 mn TL'lik piyasa beklentisinin %28 gerisinde kalmıştır. 4Ç16'ya göre ise kardaki azalış %38,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.**

**Kar neden beklentilerden bu kadar altında kaldının nedenlerine baktığımızda ; Ertelenmiş vergi gideri ( 276 mn TL) , brüt kar marjının %9,6 seviyesinde gerçekleşmesi ve hedge kur farkı gideri olduğunu görmekteyiz.**

**Operasyonel tarafa baktığımızda ise hem FAVÖK hem de FAVÖK marjı beklentilerin üzerinde gelmediğini görmekteyiz. FAVÖK 1,190 mn TL ve FAVÖK marjı %8,1olarak gerçekleşmiştir.**

**Geniş kapsanlı bakım ve onarımların 2018 yılında karlılığı baskı altına almasına beklediğimiz Tüpraş'da 128 TL hedef fiyatımız %12 iskontoya işaret etmekte ve tavsiyemiz TUT yönünde olmaktadır.**

### Haftalık usd bazlı



## TUPRS 4Ç17 MALİ ANALİZ

	4Ç17	3Ç17	ÇEYREKLİK	4Ç16	YILLIK	YS17	YS16	YILLIK
<b>TUPRS</b>								
<b>SATIŞ GELİRLERİ</b>	14.604	14.344	1,8%	10.759	35,7%	53.948	34.855	54,8%
<b>YURTIÇİ</b>	12.818	12.536	2,2%	8.887	44,2%	44.627	28.850	54,7%
<b>YURTDIŞI</b>	2.043	2.069	-1,3%	1.968	3,8%	10.206	6.374	60,1%
<b>SMM</b>	13.204	12.734	3,7%	9.160	44,1%	47.734	31.206	53,0%
<b>BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	1.400	1.610	-13,0%	1.599	-12,4%	6.214	3.649	70,3%
<b>FAALİYET GİDERLERİ (-)</b>	357	296	20,4%	294	21,4%	1.150	995	15,6%
<b>NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	1.044	1.314	-20,6%	1.305	-20,1%	5.064	2.654	90,8%
<b>FAVÖK</b>	1.190	1.457	-18,3%	1.440	-17,4%	5.637	3.195	76,5%
<b>DİĞER FAALİYETLERDEN GELİR VE KARLAR</b>	91	30	199,2%	85	7,1%	261	185	41,4%
<b>DİĞER FAALİYETLERDEN ZARARLAR VE GİDERLER (-)</b>	356	55	553,9%	404	-11,7%	467	481	-2,9%
<b>FAALİYET KARI VEYA ZARARI</b>	778	1.290	-39,7%	987	-21,1%	4.857	2.357	106,1%
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR</b>	754	1.234	-38,9%	896	-15,8%	4.474	1.944	130,1%
<b>ÖDENECEK VERGİ VE YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER (-)</b>	252	234		87	190,8%	633	131	
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-24	229		-11	104,8%	465	92	
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-276	-5		-98	180,8%	-169	-40	
<b>ANA ORTAKLIK PAYLARI NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	493	992	-50,3%	803	-38,6%	3.812	1.793	112,5%

Satış miktarının %4 gerilemesine karşın, 4Ç17 satış hasılatı bir önceki yıla göre %35,7 artarak 14,6 milyar TL olarak gerçekleşirken, Tüpraş ham petrol fiyatının %24, \$/TL kurunun ise %20,8 yükselmesinin etkisi ile de 2017 yılında 2016 yılına göre %54,8'lik artışla 53,9 milyar TL satış hasılatı elde etmiştir. 2017'nin ilk 9 ayında 60 \$/varili geçmeyen ham petrol fiyatı Ortadoğu'da artan tansiyon, ABD stoklarındaki azalış trendi, OPEC ve Rusya'nın üretim kesintisi anlaşmasına devam kararı ile yılı 66,5 \$/varilden kapattı. 2017 yılı ham petrol fiyat ortalaması ise 2016 yılının %24 üzerinde 54,3 \$/varil olarak gerçekleşti.

Yıllık baktığımızda ise; Üretim miktarını bir önceki yıla göre 1 milyon ton artıran Tüpraş, 2017 yılında toplam 28,9 milyon ton üretim gerçekleştirdi. Ticaret aktiviteleri ile birlikte 25,7 milyon tonu yurt içi, 5,8 milyon tonu yurt dışı olmak üzere toplam 31,5 milyon tonluk satış miktarına ulaşıldı.

%	4Ç17	3Ç17	4Ç16	YS17	YS16
<b>BRÜT KAR MARJİ</b>	9,60	11,20	14,90	11,50	10,50
<b>FAVÖK MARJİ</b>	8,10	10,20	13,40	10,40	9,20
<b>NET KAR MARJİ</b>	3,40	6,90	7,50	7,10	5,10

2016'da düşük seyreden marjların ardından 2017'deki normalleşme trendi, yılın son çeyreğinde dönemsel olarak azalan talep ve yüksek seyreden küresel rafineri kapasite kullanımları nedeniyle gerilese de 2017 yılı Akdeniz marjı ortalama 5,3 \$/varil olarak gerçekleşirken, Tüpraş marjı ise Akdeniz marjının ve hedeflerinin üzerinde 8,1 \$/varile ulaştı

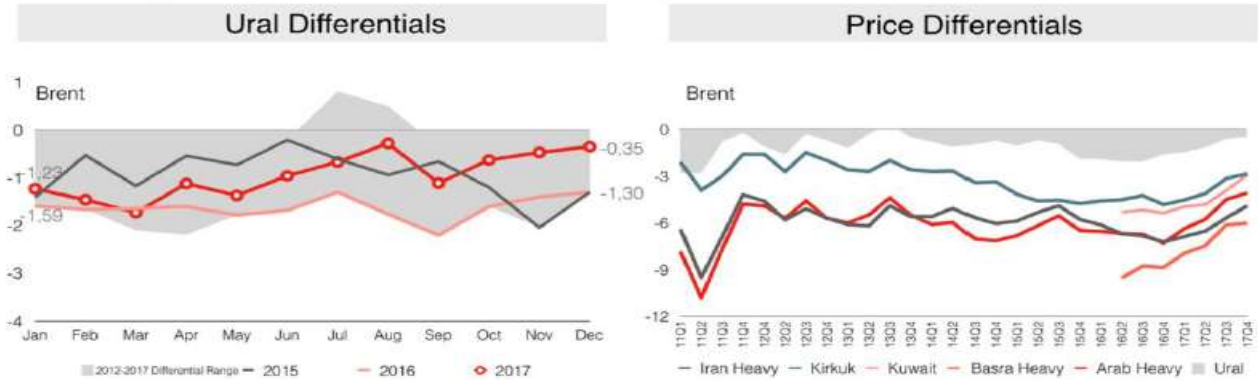


## TUPRS 4Ç17 MALİ ANALİZ

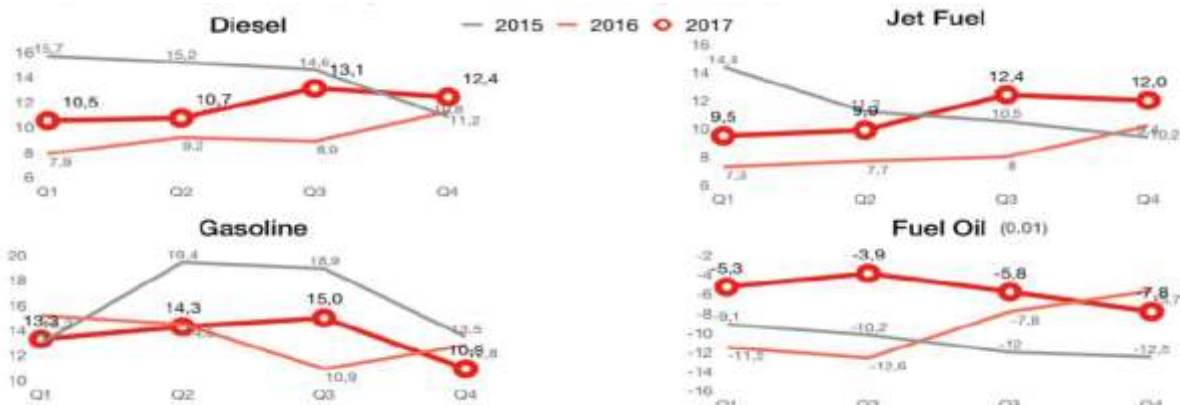
Çeyreklik bazda baktığımızda satışlarda bir önceki çeyreğe göre %1,8'lik artışa karşın SMM'de görülen %3,7'lik artış 3Ç17'de %11,20 olan Brüt kar marjının 4Ç17'de %9,6 seviyesine gerilemesine neden olmuştur.



İzmir rafinerisindeki bakım nedeniyle düşük kapasite kullanımı, Akdeniz rafineri marjlarındaki gerileme, düşük talep nedeniyle yakıt marjlarındaki düşüş, Tüpraş'ın 3Ç17'de %8,95\$/varil 4Ç16'da 10,06\$/varil olan net rafineri marjının 4Ç17'de 6,67\$/varil seviyesine gerilemesine neden olmuştur. Stok etkisini çıkardığımızda ise net rafineri marjı da da gerilemektedir. ( 4Ç16'das stok etkisi 1,2 \$/varil'ken 4Ç17'de 1,8\$/varil oldu. Hafif - ağır ham petrol marjları 2017 yılının son çeyreğinde daralmaya devam etmiş; bunlar ağırlıklı olarak OPEC'in kesintileri ve jeopolitik endişelerin artmasından kaynaklanmıştır.



Dizel ve Jet yakıt marjları 2017 boyunca 2016 seviyesinin üzerinde gerçekleşirken, benzin ve Fuel oil'de de ise tersi bir durum vardı. Dizel ve jet marjları bu dönemde 12\$/varil olarak gerçekleşmiştir.



## TUPRS 4Ç17 MALİ ANALİZ

**FAVÖK değerine baktığımızda hem artan petrol maliyetleri hem de İzmir tesisindeki bakım nedeniyle düşen kapasite sonucunda hem geçen seneye göre %17,4 azalışla hem de 3Ç17'ye göre %18,3 düşüşle 1,190 mn TL seviyesine gerileme kaydetmiştir.**



**2017 yılında %108,1 kapasite kullanım ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşan Tüpraş da , 4Ç17'de İzmir CDU bakımı kaynaklı kapasite kullanım oranı %94,6 seviyesine gerileme göstermiştir.**



## TUPRS 4Ç17 MALİ ANALİZ

2017 yılında 185,4 milyon usd rafinaj, 117,6 milyon usd denizcilik yatırımı yapan Tüpraş, lojistik yeteneklerini artırmak amacıyla demiryolu taşımacılığı faaliyeti için Körfez Ulaştırma A.Ş.'yi kurarak, denizyolu taşımacılığının ardından demiryolu taşımacılığında da önemli bir oyuncu haline gelmiştir.

Diğer taraftan Tüpraş'ın 2018 yılında geniş kapsamlı bakım ve onarım için üretim duruşları yapacağını açıklaması bu duruşların 2018'de karlılığı baskı altına alacağını düşünmekteyiz.

Tüpraş'ın 2018'e yönelik beklentilerine baktığımızda ise ;

- Brent petrol fiyat ortalama beklentisi 55-60 dolar/varil
- Akdeniz rafineri Marjı 4,75-5,00 Dolar/Varil,
- Tüpraş Net Rafineri Marjı 7,50-8,00 Dolar/Varil
- ASRFO ve HVGO gibi yarı mamül ürünleri ithal ederek tam kapasite kullanmayı ( İzmir rafinerisindeki duruşa rağmen tam kapasite kullanımı yarı mamul satın alınmasıyla gerçekleştirilecektir)
- Yoğun bakım programına karşın ; Üretimin yaklaşık 28,3 milyon ton civarında olması beklenirken,

	Unit	Quarter	Duration (weeks)	Reason
İzmir	Plt 7000 Crude Oil Unit	Q4 '17- Q1' 18	11-13 in 2018	Revamp
	Hydrocracker, DHP & Platformer	Q1	5-6	Periodic Maintenance
	Plt 4000 FCC	Q2	5-6	
İzmit	Plt 2 Crude Oil & Vacuum Unit	Q4	5-6	Periodic Maintenance
	Plt 5 Crude Oil & Vacuum Unit	Q2	5-6	
	Plt 25 Crude Oil & Vacuum Unit	Q4	5-6	
	Plt 47 Hydrocracker Complex	Q2	4-5	
	Plt 63 CCR & DHP	Q4	5-6	
Kırıkkale	All Units	Q1	6-7	Battery Shutdown
Batman	Plt. 100/Crude Oil & Vacuum	Q1	4-5	Periodic Maintenance

2018 Crude Capacity Utilization	26.8 mn tons (95.4%)
2018 Total Capacity Utilization	29.4 mn tons (104.6%)

- Toplam satış 31,0 milyon ton civarında olması gerçekleşmesi hedeflenmektedir.
- Rafinaj yatırımının 250 milyon dolar civarında olması beklenmektedir.

**M.BAKİ ATILAL**[m.baki@turkishyatirim.com](mailto:m.baki@turkishyatirim.com)

Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer raporlarına;

[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)

[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

**ÇEKİNCE :**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.