

TÜPRAŞ

Endekse Paralel Getiri
Petrol Rafineri

21 Mart 2014

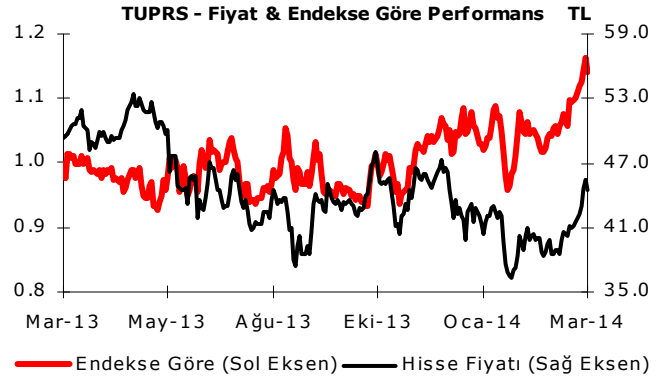
Hakan Deprem, Göksel Şişmanlar
hakan.deprem@akyatirim.com.tr,
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

2014 tahminlerinde hafif aşağı revizyon

- Tüpraş için önerimizi aşağı yönde revize ederek 'Endekse Paralel Getiri' ye indiriyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı 50.12TL olarak koruyoruz. Hedef fiyatımız %13 yukarı potansiyel içeriyor. Hissede son dönemdeki hızlı hareketin ardından yukarı potansiyelin sınırlı düzeye inmiş olması revizyonumuzun arkasındaki etken. Şirket için 2014 net kar tahminimizi de 1.531 milyon TL (önceki 1.556 milyon TL) seviyesine indiriyoruz. EPDK'nın petrol ürünlerine yönelik "fiyat tavanı" açıklaması kar tahminimizdeki revizyonun nedeni.
- EPDK petrol ürünlerine fiyat tavanı getirdi. Resmi Gazete'nin bugünkü sayısında EPDK benzin ve dizelin rafineri fiyatlarına 2 ay için CIF+%1 fiyat tavanı getirdi. Tüpraş'ın benzin ve dizelde ortalama fiyatı 2013'te CIF+%1.25 ve CIF+%1.5 seviyesindeydi. Fiyat tavanı nedeniyle Tüpraş için 2014 için net rafineri marjı tahminimizi 2.88 dolar/varil (önceki 2.93 dolar/varil) seviyesine indiriyoruz. EPDK ayrıca 2 ay için toplam distribütör ve bayi payına da litre başına 0.37TL fiyat tavanı getirdi. Yeni düzenlemelerin negatif etkisinin OPET'in net karına (Tüpraş'ın iştiraki) 39 milyon TL olmasını bekliyoruz. EPDK petrol ürünlerinin satışına 2009 yılında da 2 ay + 1 ay fiyat tavanı getirmişti. Dolayısıyla olası bir süre uzatımının tahminlerimizde aşağı yönlü risk yaratabileceğini de belirtmemiz gerekiyor.
- Irak ve İran'dan petrol alımı yapılmasıyla yukarı yönlü risk oluşabilir. Devam eden belirsizlikler nedeniyle Irak ve İran'dan yapılacak alımla sağlanacak bir katkıyı değerlememize henüz dahil etmedik. Bağdat ve Kuzey Irak yönetimleri arasında anlaşmaya varılması durumunda, kısa vade için Kuzey Irak'tan petrol alımı olasılığının yüksek olduğunu düşünüyoruz. Hali hazırda Ceyhan'da stoklanan 600 bin varil petrol bulunmaktadır. Alım yapılacak petrole ilişkin özellikler bilinmiyor olsa da 28 API kalitede 1 milyon tonluk bir alımın 2014 için Tüpraş'ın net rafineri marjını 0.25 dolar/varil arttıracağını tahmin ediyoruz. Diğer taraftan, Tüpraş'ın yaptırımlar öncesindeki alım seviyesine ulaşması durumunda İran'dan gerçekleştireceği alımlarla 2015 yılında net rafineri marjında varil başına 0,35 dolar iyileşme sağlayabileceğini tahmin ediyoruz.
- Vergi soruşturmasına ilişkin belirsizlik risk unsuru. Devam eden vergi incelemesine ek olarak 2009-2010 dönemi için henüz anlaşma sağlanmamış ve uzlaşmada olan 28 Mart 2013'te açıklanmış 103.5 milyon TL vergi cezası bulunmaktadır. Tüpraş bu inceleme için henüz karşılık ayırmamış durumdadır.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	44.40 / 19.85
Hedef Fiyat (TL/US\$)	50.12 / 22.40
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	54.50 / 35.50
Hisse Sayısı (bin)	250,419
Piyasa Değeri (TLmn)	11,119
Net Borç (2013/12, TLmn)	2,859
Halka Açıklık	49%
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	34.9
Kod (Reuters, Bloomberg)	TUPRS.IS, TUPRS TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	65,261 / 29,170



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	6.0%	14.5%	2.1%	-9.9%
Endekse Göre	2.9%	11.7%	8.8%	13.4%

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

	2012	2013	2014T	2015T
Net Satış	42,437	41,078	46,429	53,364
VAFÖK	1,247	1,014	1,201	2,625
Net Kar	1,464	1,197	1,531	1,510
FD/Satış	0.3	0.3	0.3	0.3
FD/VAFÖK	11.3	13.9	11.7	6.2
F/K	7.6	9.3	7.3	7.4

Ortaklık Yapısı

Enerji Yatırımları A.Ş.	%51
Halka Açık	%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. 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. 2014