

TÜPRAŞ

Endeksin Üzerinde Getiri
Petrol Rafineri

3 Şubat 2014

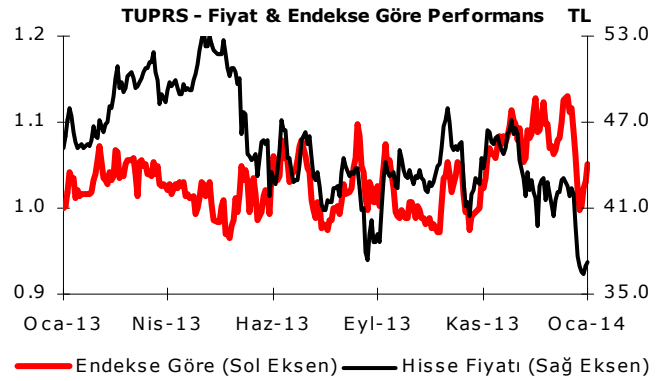
Hakan Deprem, Göksel Şişmanlar
hakan.deprem@akyatirim.com.tr,
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Dönüşüm projesinde sona geliniyor

- Tüpraş için notumuzu 'Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 46,28TL %24 yukarı potansiyel içeriyor. Tüpraş Rekabet Kurulu'nun 17 Ocak'ta açıkladığı 412 milyonTL cezanın ardından BIST100 endeksinin %7 gerisinde kaldı.
- Fuel Oil dönüşüm projesi net rafineri marjını 2015'te yaklaşık 2.4 dolar/varil artıracak. Tüpraş'ın 2.7 milyar dolarlık fuel oil dönüşüm projesinin 2014 sonunda tamamlanması bekleniyor. Projenin faaliyete geçmesinin ardından şirketin net rafineri marjının 2015 yılında 2.4 dolar/varil artışla 4.84 dolar/varil seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu projenin şirketin net karını 2015 yılında 245 milyon dolar artırmasını bekliyoruz.
- Net rafineri marjının 2014'te 2.45 dolar/varil kalmasını bekliyoruz. Olası doğal gaz zammı (bizim tahminimiz %20) ve Avrupa pazarındaki durgunluğun etkisiyle 2014 net rafineri marjının 2.45 dolar/varil olarak kalmasını bekliyoruz.
- Irak ve İran'dan petrol alımı yapılmasıyla yukarı yönlü risk oluşabilir. Bağdat ve Kuzey Irak yönetimleri arasındaki anlaşmayla Irak'ın Kuzey'inden petrol ihracatı sağlanabilecektir. Kuzey Irak Yönetimi, bu bölgeden gerçekleştirilecek petrol akışının 2014 sonuna kadar günlük 350 bin varil kapasiteye ulaşabileceğini tahmin etmektedir. Bununla birlikte buradan sağlanacak petrolün özellikleri henüz netleşmemiştir. İran ve P5+1 arasında sağlanan anlaşma ise 20 Ocak itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Yaptırımlara ilişkin sağlanacak kolaylık ise 6 aylık sürenin sonunda netleşecektir. Tüpraş'ın yaptırımlar öncesindeki alım seviyesine ulaşması durumunda İran'dan gerçekleştireceği alımlarla 2015 yılında net rafineri marjında varil başına 0,32 dolar iyileşme sağlayabileceğini tahmin ediyoruz.
- Şirket yurt dışı benzerlerinde 10.0x seviyesinde bulunan 2015T F/K çarpanının altında, 6,3x F/K çarpanıyla işlem görüyor. Şirketin tarihsel F/K çarpan ortalaması ise 8.6x seviyesinde.
- 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.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	37,25 / 16,41
Hedef Fiyat (TL/US\$)	46,28 / 21,04
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	54,50 / 35,50
Hisse Sayısı (bin)	250.419
Piyasa Değeri (TLmn)	9.328
Net Borç (2013/09, TLmn)	2.563
Halka Açıklık	%49
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	41,9
Kod (Reuters, Bloomberg)	TUPRS.IS, TUPRS TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	61.858 / 27.255



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	YBB	1 Yıl
TL	-%1,1	-%13,2	-%17,8	-%17,4
Endekse Göre	%3,0	-%4,8	%3,2	%5,2

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

	2012	2013T	2014T	2015T
Net Satış	47.099	41.057	46.330	53.364
VAFÖK	1.401	1.113	1.121	2.543
Net Kar	1.461	1.210	1.621	1.476
FD/Satış	0,3	0,3	0,3	0,3
FD/VAFÖK	9,0	11,3	11,3	5,4
F/K	6,4	7,7	5,8	6,3

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