



Tüpraş - 3Ç 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 5,050 Mn US\$

Rafineri Marjlarındaki Artış Karılığının Olumlu Etkiledi

Global anlamda petrol talebinin artmaya devam etmesi ve dünya rafinaj kapasitesinin talebi karşılayamaz durumda olması 3Ç 2006 döneminde de Akdeniz kompleksindeki rafineri marjlarını arttırmaya devam etmiş ve Tüpraş'ın rafineri marjları geçen yılın aynı dönemine göre %33 oranında artarak 6.35 US\$/varil düzeyine yükselmiştir.

Rafineri marjlarındaki bu hızlı yükseliş sonucunda Tüpraş'ın 3Ç 2006 net satışları 10,6 milyar US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %33 artış kaydetmiştir.

Tüpraş'ın 3Ç 2006 cirosunun %78'ini yurt içi, %22'sini ise yurt dışı satışları oluşturmaktadır. Şirket geçen senenin aynı dönemine göre cari dönemde yurt içi satışlarını YTL bazında %33, yurt dışı satışlarını ise YTL bazında %86 oranında arttırmayı başarmıştır.

Cari dönemde şirketin SMM'deki artış dolar bazında yıllık %35 olurken, şirketin 3Ç 2006 brüt karı geçen senenin aynı dönemine göre %10 oranında artarak 669 milyon US\$'a yükselmiştir.

Şirketin 3Ç 2006 faaliyet giderlerinin 3Ç 2005'e göre %31 oranında artmasının şirketin karlılığı üzerindeki etkisi ise sınırlı kalmış ve şirketin ana faaliyet karı geçen senenin aynı dönemine göre %7 oranında artarak 505 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tüpraş 3Ç 2006'da diğer faaliyetlerinden 137 milyon US\$ seviyesinde gelir elde etmiştir. Bu rakamın %40'ını mevduatlardan elde edilen faiz geliri %28'ini ise vadeli satışlardan kaynaklanan vade farkı gelirleri oluşturmaktadır. Diğer faaliyet giderleri ise aynı dönemde 27 milyon US\$ seviyesinde bulunan Tüpraş'ın net diğer faaliyet gelirleri böylece geçen yılın aynı dönemine göre %58 artışla cari dönemde 110 milyon US\$ seviyesine yükselmiş ve bu durum şirketin 3Ç 2006 itibarı ile 23 milyon US\$ seviyesinde bulunan finansman giderlerinin karlılık üzerindeki olumsuz etkisini dengelemiştir.

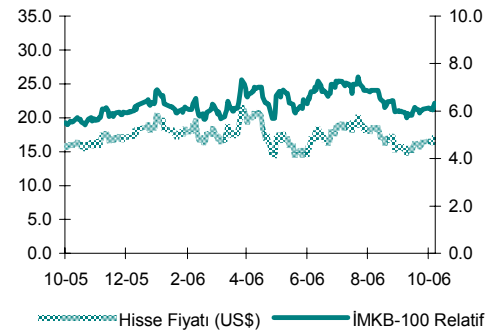
Sonuç olarak operasyonel karlılıktaki ve diğer gelirlerdeki artış Tüpraş'ın net kar rakamını 3Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %21 oranında arttırarak 487 milyon US\$ seviyesine yükseltmiştir.

	YTL	US\$
Fiyat	24.70	17.06
İMKB-100	40,602	28,038
US\$ (MB Alış):	1.445	
52 Hafta Yüksek:	29.00	21.46
52 Hafta Düşük:	20.94	14.41
İMKB Kodu:	TUPRS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	250.4
Piyasa Değeri (YTL Mn):	6,185.4
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	4,271.4
Halka Açıklık Oranı (%):	49
Halka Açık PD (YTL Mn):	3,030.8
Halka Açık PD (US\$ Mn):	2,093.0

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	6.0	7.0	15.4
US\$ Getiri (%):	8.8	-1.1	6.5
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	0.6	3.4	0.6
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	36.78		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	26.61		

Beta	0.92
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.45
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.38



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
F/K	7.10	5.20	9.43	7.10	6.77
PD/DD	1.16	1.08	1.91	1.89	1.75
FD/VAFÖK	2.81	2.24	5.02	4.70	3.77
FD/Satışlar	0.26	0.23	0.38	0.40	0.26
Hisse Başına Kar (US\$)	1.18	1.96	1.96	2.14	2.59
Firma Değeri (US\$ Mn)	1,756	2,000	4,252	4,242	3,652
VAFÖK (US\$ Mn)	626	892	847	677	727

Tüpraş

Gelişmeler

13 Eylül 2005'te Tüpraş'ın % 51 hissesi 4 milyar 140 milyon dolara Koç-Shell konsorsiyumunun kurduğu Enerji Yatırımları A.Ş.'ye satılmıştır. Enerji Yatırımları A.Ş'nin %90'ı Koç grubuna bağlıdır. Basında çıkan ve Enerji Yatırımları A.Ş. ile Tüpraş'ın birleştirilmesine ilişkin planlar olduğuna dair haberlere ilişkin şirket tarafından yapılan açıklamada Tüpraş hisselerinin alınması amacı ile kurulan Enerji Yatırımları A.Ş. ile Tüpraş'ın birleştirilmesi konusunun gündemde bulunmadığı bildirilmiştir.

Öte yandan 2006 için 309 milyon US\$'lık yatırım planladığını açıklayan Tüpraş 2009'da kullanımı zorunlu tutulacak olan düşük kükürtlü motorin ile ilgili olarak, Kırıkkale rafinerisi'nde 2008'in ortasında devreye alınması planlanan yatırımı erkene çekmeyi hedeflemektedir. Şirket ayrıca, İzmit tesisinde düşük kükürtlü motorin üretim yatırımlarına ağırlık vermektedir.

Değerleme

Şirket değerlememizde İNA modelimize ve piyasa çarpanları yöntemine eşit ağırlık vermeyi tercih ettik. Çalışmamız sonucunda Tüpraş için belirlediğimiz hedef piyasa değeri 5,050 milyon US\$ seviyesinde olup şirket son kapanış verilerine göre bu değere oranla %15 iskontolu işlem görmektedir.

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
ALKİM	24.8	1.2	5.3
AYGAZ	-	1.2	10.6
PETKİM	111.6	0.8	9.6
PETROL OFİSİ	-	1.1	9.2
SODA SANAYİ	7.2	1.1	4.7
TÜPRAŞ	7.6	1.9	4.6
TURCAŞ	7.6	2.3	4.2
ORTALAMA	14.1	1.4	6.1
İSKONTO/PRİM	-46%	33%	-25%

Türkiye'de kişi başına düşen petrol ürünleri tüketiminin Avrupa'nın 1/3'ü, ABD'nin ise 1/8'i seviyesinde olması ve gelişmiş Avrupa ülkelerinde kişi başına düşen araç yoğunluğunun Türkiye'nin yaklaşık 8 katı olması nedeniyle petrol ürünleri sektöründe önümüzdeki dönemde gelişimin süreceği görüşünderiz. Tüpraş için yıl sonu ciro beklentimiz 14 milyar US\$, yıl sonu karlılık beklentimiz ise 635 milyon US\$ seviyesindedir. Bu verilerin ışığında cirosunu ve karlılığını arttırmaya devam edeceğini düşündüğümüz Tüpraş için AL önerisinde bulunuyoruz.

Tüpraş

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	1,004	1,185	1,288	1,402	1,525	1,658	1,804	1,961	2,132	2,317	
Vergi	159	188	211	236	261	289	317	347	378	410	
Sabit Sermaye Yatırımları	386	444	498	557	621	689	763	843	928	1,019	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	114	135	152	170	188	208	228	250	273	296	
Serbest Nakit Akımları	345	418	428	440	454	473	495	521	553	591	591
İskonto Faktörü	1.14	1.30	1.48	1.68	1.92	2.18	2.49	2.84	3.23	3.68	0.27
İNA	303	322	289	261	237	216	199	184	171	161	2,153

Net Finansal Borçlar	(376)
Özsermaye	2,436
Borç %	(0.18)
Özsermaye %	1.18

Rf	0.09
Beta	0.92
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.14
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.14
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.06

İNA (2006-2015)	2,343
Terminal İNA değeri	2,153

Toplam	4,496
---------------	--------------

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	1,415	1,664	1,726	1,727	1,521	(12)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	1	1	1	5
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	0	2	242	226	143	(37)
Ticari Alacaklar	264	410	554	725	693	(4)
Hazır Değerler	587	834	733	522	604	16
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	867	1,084	1,015	1,147	1,195	4
Toplam Aktifler	3,136	3,996	4,272	4,348	4,157	(4)
Uzun Vadeli Borçlar	193	216	302	286	293	2
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	90	103	188	178	138	(23)
Kısa Vadeli Borçlar	596	787	586	689	667	(3)
Ticari Yükümlülükler	429	510	759	833	809	(3)
Toplam Yükümlülükler	1,308	1,616	1,835	1,986	1,906	(4)
Toplam Özsermaye	1,828	2,380	2,436	2,362	2,251	(5)
Toplam Pasifler	3,136	3,996	4,272	4,348	4,157	(4)

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Net Satışlar	6,633	8,559	11,072	7,978	10,623	33
SMM	6,212	7,830	10,310	7,383	9,957	35
Faaliyet Giderleri	156	171	175	124	162	31
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	265	557	587	471	505	7
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(11)	(12)	(5)	(3)	(23)	A.D.
Diğer Gelirler (Giderler)	208	149	75	69	110	58
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	462	695	657	537	591	10
Vergi Giderleri	162	201	165	135	105	(22)
Azınlık Payı	4	3	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	295	490	491	402	487	21

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
Özsermaye Karlılığı	23.5%	23.3%	20.4%	22.3%	27.7%
Aktif Karlılığı	11.9%	13.8%	11.9%	12.4%	15.4%
Brüt Kar Marjı	6.3%	8.5%	6.9%	7.5%	6.3%
Net Kar Marjı	4.5%	5.7%	4.4%	5.0%	4.6%
VAFÖK Marjı	9.4%	10.4%	7.6%	8.5%	6.8%
U.V. Borçlar/Özsermaye	10.5%	9.1%	12.4%	12.1%	13.0%
Satışlar/Toplam Aktifler	211.5%	214.2%	259.2%	244.8%	340.9%

Araştırma Müdürü: Mutlu Köseahmetođlu

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: arqe@alanyatirim.com.tr

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.