

Tüpraş (TUPRS.IS)

ÖNERİ: "AL"

22.11.2006

Yıllık 27.6 milyon ton ham petrol işleme kapasitesi ile Türkiye'nin tek petrol rafinaj kuruluşu durumunda olan Tüpraş, dünya rafineri kapasitesinin %0,7'sine sahip olup, aynı zamanda Avrupa'nın en büyük 7. rafineri şirketi konumundadır.

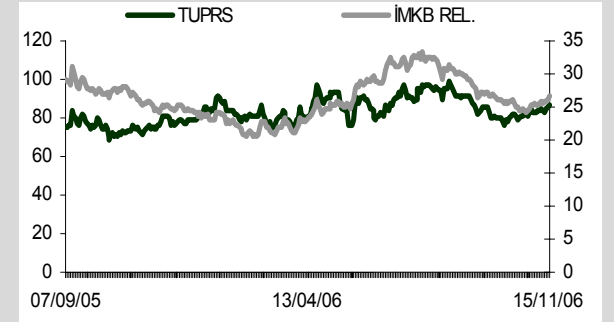
- Yatırımlar sonrasında siyah ürünlere göre daha değerli olan beyaz ürünlere ağırlık verecek olan Tüpraş, bu değişen ürün yapısı dolayısıyla üretilen katma değeri yüksek ürünlere bağlı olarak esas faaliyet karlılığını artıracaktır.
- Artan karlılıkla birlikte, temettü verimi bakımından İMKB'nin en önde gelen şirketlerinden biri olan Tüpraş'ın, önümüzdeki dönemlerde bu temettü performansını sürdüreceğini öngörüyoruz. Tüpraş'ın, 2007 yılında 752 milyon YTL temettü dağıtacağını ve 2007-2010 döneminde ortalama %9,1 temettü verimi sağlayacağını öngörüyoruz.
- Son dönemde başta Lukoil olmak üzere OMV-Petrol Ofisi, Indian Oil-Çalık Enerji ve KazumnayGas'ın Türkiye'de yeni rafineri kurma yönünde girişimleri olsa da, hem yasal hem de teknik süreçlere bağlı olarak, yeni bir rafinerinin 2010-2011 yıllarından önce faaliyete geçmesinin zor olduğunu ve orta vadede Tüpraş'ın Türkiye'nin tek rafinerisi olarak yoluna devam edeceğini düşünüyoruz.
- İNA analizi ve uluslararası benzer şirketler karşılaştırmasına göre Tüpraş için 9,177 milyon YTL (hisse başına 36,65 YTL) hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. Cari piyasa değerine göre %50 kazandırma potansiyeli olan Tüpraş hisseleri ile ilgili olarak "AL" önerisinde bulunuyoruz.

Hisse Bilgisi

Reuters Kodu	TUPRS.IS
Halka Açıklık	49,00%
Tarih	22/11/2006
Piyasa Değeri	6.110 mn YTL / 4.165 mn \$
Hedef PD	9,177 mn YTL / 6.255 mn \$
Hisse Fiyatı	24.40 YTL / 16,63 \$
Hedef Hisse Fiyatı	36.65 YTL / 24,98 \$
Prim Potansiyeli	50%

Hisse Performans

	Hisse	İMKB Rel.
1 Ay	8%	3%
6 Ay	3%	7%
YBG	1%	13%



UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Hisse Bilgisi

Piyasa Çarpanları	2004	2005	2006T	2007T	Marjlar, %	2004	2005	2006T	2007T
F/K	9,27	9,28	9,76	9,33	Brüt Kar	8,51%	7,03%	6,52%	6,79%
Fiyat/Satış	0,53	0,41	0,46	0,44	EFK	6,51%	5,45%	5,00%	5,06%
FD/Satış	0,50	0,39	0,43	0,41	FAVÖK	9,78%	7,32%	6,05%	6,12%
FD/FAVÖK	5,11	5,27	7,10	6,69	Net Kar	5,73%	4,43%	4,69%	4,68%

Kaynak: Şirket Mali tabloları, Şeker Yatırım Araştırma Bölümü

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

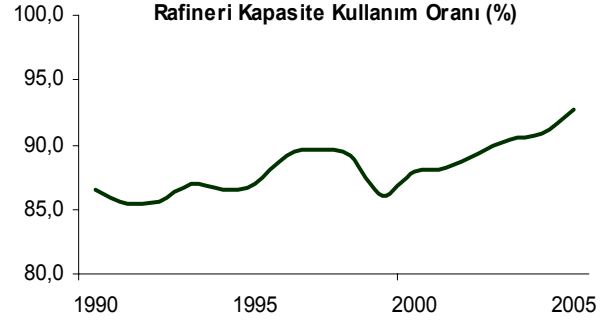
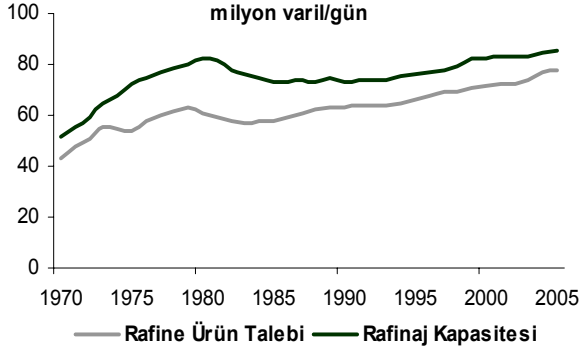
Fulya Mahallesi Şenol Sok. No:13/3 Gayrettepe - İstanbul

Tel: 0212 213 43 70, Pbx Fax: 0212 213 43 90, arastirma@sekeryatirim.com

85.5 milyon varil/gün düzeyindeki dünya rafinaj kapasitesinde, 2010 yılından sonra yeni yatırımların devreye alınmasıyla artış yaşanması beklenmektedir...

Rafine edilmiş ürün talebi artmaya devam ediyor...

Ham petrol, petrol rafinerilerinde rafinaj işlemine tabii tutularak lpg, nafta, benzin, solvent, jet yakıtı, gaz yağı, motorin, kalorifer yakıtı, madeni yağ vb. bir çok petrol ürününe dönüştürülmektedir. Ülke ekonomilerinde görülen büyümelere bağlı olarak dünya rafine edilmiş ürün talebi son dönemde sürekli bir artış göstermiştir. 1990 yılında 63,4 milyon varil/gün olan dünya rafine edilmiş ürün talebi, 2005 yılsonu itibariyle 77,5 milyon varil/gün düzeyine ulaşırken, 1990-2005 döneminde yıllık ortalama %1.35 düzeyinde büyüme kaydetmiştir.



Kaynak: OPEC Annual Statistical Bulletin 2005

Rafinerilerin kapasite kullanım oranları yükseliyor...

Dünya rafineri kapasitesindeki gelişime bakıldığında, 1990 yılındaki 73 milyon varil/gün düzeyindeki rafinaj kapasitesinin, 2005 yılsonu itibariyle 85,5 milyon varil/gün düzeyine yükseldiği ve yıllık ortalama %1 düzeyinde büyüdüğü görülmüştür. Rafinaj kapasitesine göre daha hızlı gelişim gösteren ürün talebi, rafinerilerin kapasite kullanımlarını artırmalarını da beraberinde getirirken, kapasite kullanım oranları 1990 yılındaki %86,5 seviyesinden, 2005 yılına gelindiğinde %92,7 seviyesine yükselmiştir.

Dünya rafinaj kapasitesinin %20'si ABD'nin elinde...

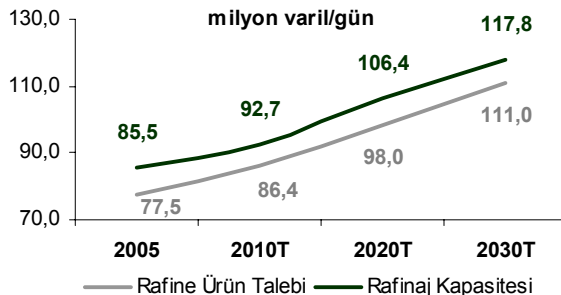
Rafineri Kapasiteleri (bin varil/gün)	%	
ABD	17.126	20,04%
Rusya Federasyonu	8.223	9,62%
Çin	6.587	7,71%
Japonya	4.671	5,47%
Güney Kore	2.576	3,01%
Hindistan	2.558	2,99%
Almanya	2.428	2,84%
İtalya	2.324	2,72%
Suudi Arabistan	2.091	2,45%
Kanada	2.017	2,36%
Dünya Toplamı	85.448	

2005 yılsonu itibariyle dünya rafineri kapasitesi yaklaşık 85,5 milyon varil/gün düzeyinde gerçekleşirken, mevcut durum itibariyle en yüksek rafineri kapasitesinin 17,1 milyon varil/gün ile ABD'de bulunduğu görülmektedir. Bu kapasitesi ile ABD, dünya rafineri kapasitesinin %20'sine tek başına sahiptir. Rafinaj kapasitesi büyüklüğüne göre Rusya Federasyonu, Çin ve Japonya ABD'yi izleyen ülkeler olurken, bu dört ülke, dünya rafineri kapasitesinin %43'üne sahiptir. Diğer ülkeler ise kapasite bakımından bu ülkelerden oldukça geridedirler.

Kaynak: OPEC Annual Statistical Bulletin 2005

Dünya rafineri kapasitesinin kısa vadedeki gelişimine ilişkin beklentilere baktığımızda, başta Ortaasya ve Asya bölgelerindeki rafinerilerde toplamı 11 milyon/varil düzeyine ulaşması beklenen yatırımların 2010 yılı sonrasında devreye alınacağı öngörülmektedir. Buna bağlı olarak rafineri kapasite kullanım oranlarının 2006-2009 yılları arasında da artış eğilimi göstereceği görülmektedir. Buna karşın yeni kapasitelerin devreye alınmasının ardından, rafineri kapasite kullanım oranlarında yeniden bir gevşeme yaşanacağı öngörülmektedir.

Rafine ürün talebi, rafinaj kapasitesinin üzerinde artış gösterecek...



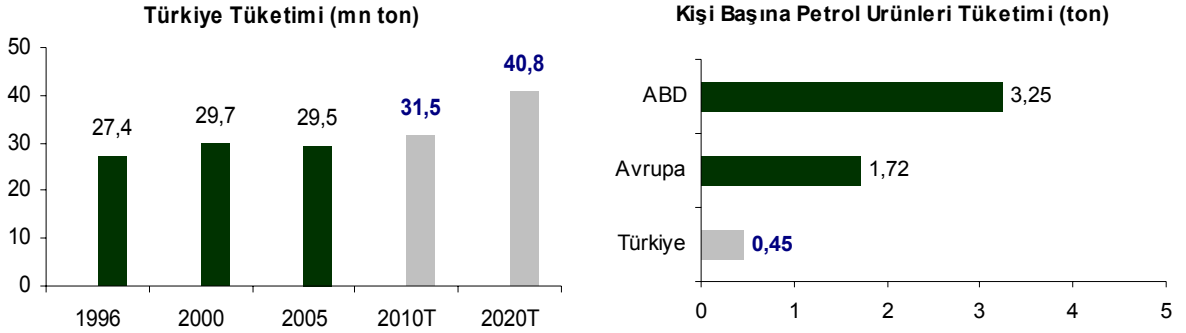
Uzun vadeye yönelik yapılan projeksiyonlarda; 2005 yılsonu itibariyle 77,5 milyon varil/gün olan rafine ürün talebinin, yıllık ortalama %1,4 artarak 2030 yılına gelindiğinde 111 milyon varil/gün'e yükselmesi öngörülmektedir. Global rafineri kapasitesinin ise, 2005 itibariyle 85,5 milyon varil/gün düzeyinden yıllık ortalama %1,3 artışla 2030 yılına gelindiğinde 117,8 milyon varil/gün seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

Kaynak: IEA, Şeker Yatırım

Türkiye'deki petrol ürünleri talebinin, global talebe göre daha hızlı bir büyüme göstereceği öngörülmektedir...

2005 yılsonu itibariyle rafine ürün talebi, 29,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşti...

Dünya genelinde petrol ürünleri tüketimi ekonomilerdeki büyümeye paralel bir görünüm sergilemektedir. Petrol ürünlerine olan talebi Türkiye açısından değerlendirdiğimizde de aynı görünüme ulaşmaktayız. Ekonominin canlı olduğu dönemlerde artan tüketim, kriz dönemlerinde önemli bir azalma göstermektedir. 2000 yılında 29,7 milyon ton olan Türkiye'nin yıllık petrol ürünü tüketimi, 2001 yılındaki kriz döneminde 28 milyon ton seviyesine kadar kadar gerilemiştir. Bu yılın ardından artmaya başlayan tüketim, 2001-2005 arasında yıllık ortalama %1,2 artarak 2005 yılına gelindiğinde 29,5 milyon tona ulaşırken, 2000 yılındaki kriz öncesi dönemin altında gerçekleşmiştir. Türkiye'de tüketilen ürünlerin yaklaşık olarak %35'lik kısmı motorin, %20'lik kısmı fuel-oiller, %11'lik kısmı LPG ve %10'luk kısmı benzin olup, bu dört ürün toplam tüketimin yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır, aynı zamanda, tüketimin %70'lik kısmı, ülkenin tek rafinaj kuruluşu olan Tüpraş tarafından, geri kalan kısım ise ithalat yoluyla karşılanmaktadır.



Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

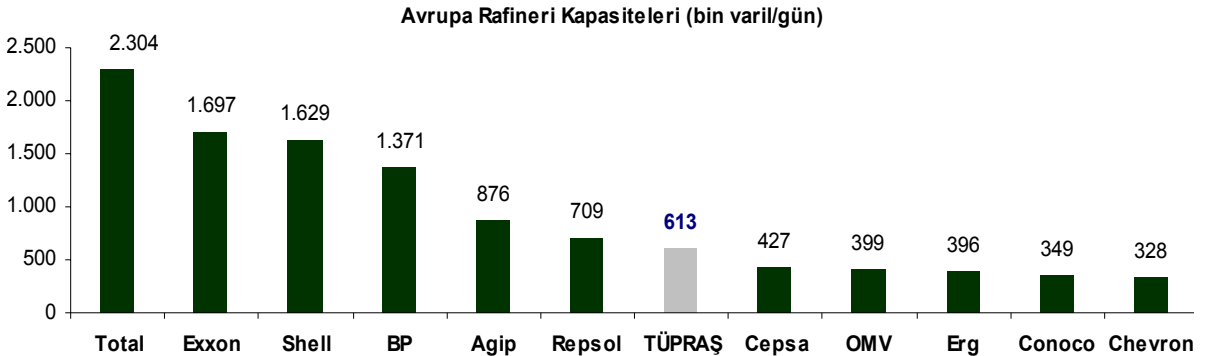
Türkiye'de kişi başı petrol ürünü tüketimi Avrupa'nın oldukça gerisindedir...

Kişi başı petrol ürünleri tüketimi Türkiye'de 0,45 ton iken, ABD'de 3,25 ton ve Avrupa'da 1,72 ton düzeyindedir. Bu oran ise Türkiye'deki tüketimin büyüme potansiyelini açıkça göstermektedir. Nitekim Türkiye petrol ürünleri tüketimine ilişkin yapılan projeksiyonlarda; Petrol tüketiminin 2010 yılında 31.5 milyon ton, 2020 yılında ise 40.8 milyon ton olacağı öngörülmektedir. Bu öngörüye göre Türkiye'deki mevcut tüketimin 2020 yılına kadar yıllık ortalama %2,2 seviyesinde artması beklenmektedir. Global petrol ürünleri talebinin 2020 yılına kadar yıllık ortalama %1,6 artacağını gözönüne aldığımızda, Türkiye petrol ürünleri tüketiminin büyüme hızının global talebin büyüme hızına göre yıllık ortalama %40 daha yüksek olacağı öngörülmektedir.

Tüpraş, Türkiye rafinaj kapasitesinin %100'üne sahiptir...

Tüpraş, Avrupa'nın en büyük 7. rafinerisidir...

Tüpraş (Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.), kamuya ait rafinerilerin tek bir çatı altında yeniden yapılanması amacıyla yönelik olarak 1983 yılında kurulmuştur. 2004 yılında, yıllık 4.4 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahip olan ATAŞ rafinerisinin üretimini durdurması sonrasında Tüpraş, 613 bin varil/gün (yıllık 27.6 milyon ton) ham petrol işleme kapasitesi ile Türkiye'nin tek petrol rafinaj kuruluşu durumuna gelmiştir. İzmit, İzmir, Kırıkkale ve Batman'da bulunan rafinerilerinin mevcut kapasitesi ile dünya rafineri kapasitesinin %0,7'sine sahip olan Tüpraş, Avrupa'nın ise en büyük 7. rafineri şirketi konumundadır.



Kaynak: Tüpraş

Özel sektöre devredilmesinin ardından faaliyetlerini Koç Holding bünyesinde sürdürüyor...

Türkiye'nin tek rafinaj kuruluşu durumundaki Tüpraş'ın, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nda (ÖİB) bulunan %51 hissesi, yerli ve yabancı kurumların katılımı ve açık artırma usulüyle yapılan ihale sonucunda Koç-Shell Ortak Girişim Grubu'na geçmiştir. Grup, ÖİB'nin elindeki %51 Tüpraş hissesi

Koç-Shell Ortak Girişim Grubu, Tüpraş'ın %51'i için 4.14 milyar dolar ödedi...

in 4.14 milyar dolar ile en yüksek teklifi vererek ihaleyi kazanmıştır. Grup ile ÖİB arasında imzalanan hisse satış sözleşmesinin ardından, 26 Ocak 2006 tarihinde devir bedelinin tamamı peşin ödenerek Tüpraş'ın %51 hissesinin blok satış süreci tamamlanmıştır. İhale şartnamesi gereği, Tüpraş hisselerini devralması için grup tarafından Enerji Yatırımları A.Ş. kurularak ÖİB'nin elindeki %51'lik Tüpraş hissesi Enerji Yatırımları A.Ş. tarafından devralınmıştır.

Özelleştirme Sonrasında Ortaklık Yapısı	
Enerji Yatırımları A.Ş.*	51%
Halka Açık	49%
*Enerji Yatırımları A.Ş.	
= Koç Holding	75,00%
= Aygaz	20,00%
= OPET	3,00%
= Shell Overseas Inv. B.V.	1,90%
= Shell Türkiye	0,10%

Bu satın alma sonrasında Tüpraş, 2005 yılsonu itibariyle 24,3 milyar YTL cirosu ile Türkiye'nin en büyük holdinglerinden olan Koç Holding bünyesine katılmış ve topluluğu enerji alanındaki en önemli holding konumuna taşımıştır. Tüpraş dışında holdingin bünyesinde, Türkiye akaryakıt pazarında %12'nin üzerinde pazar payı ile 4. sırada bulunan Opet ve Türkiye'nin en büyük LPG dağıtım şirketi konumundaki Aygaz bulunmaktadır.

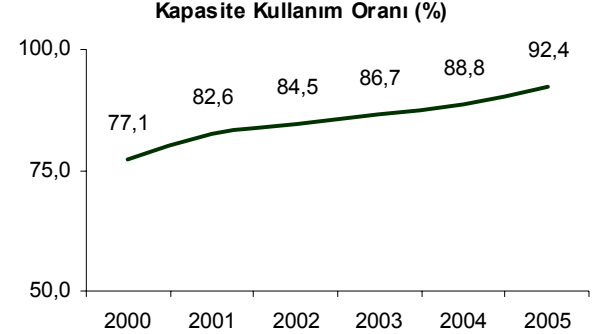
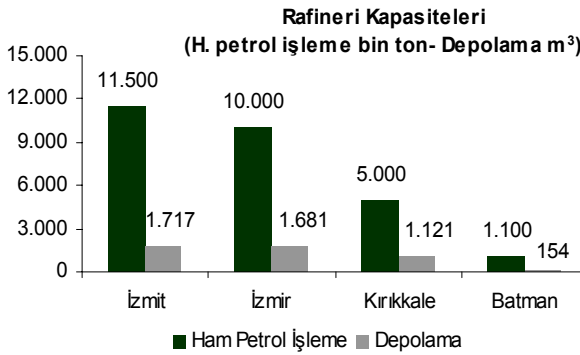
Kaynak: Tüpraş

Devir işlemlerinin ardından Tüpraş'ın yönetimi değişirken, hem teknik hem de mali anlamda verimlilik ve kalite artışı sağlayıcı yatırımlara hız verilmiş, rafineri lisansları 49 yıllığına uzatılmış, hampetrol alımlarında ilave opsiyon sağlanmış, işgücünde yeniden yapılanmaya gidilmiştir. Şirkete ilişkin stratejiler yeniden yapılandırılarak Tüpraş'ın, global bir oyuncu olması hedeflenmiştir.

Tüpraş, faaliyetlerini sahip olduğu dört adet rafineri ile devam ettirmektedir...

Tüpraş, 27.6 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahip....

İzmit, İzmir, Kırıkkale ve Batman'da olmak üzere dört adet rafinerisi bulunan Tüpraş'ın, ham petrol işleme ve depolama kapasitesi bakımından en büyük üç rafinerisi durumundaki İzmit, İzmir ve Kırıkkale rafinerileri, petrol ürünleri talebinin en yoğun olduğu bölgelerde konumlanmıştır. Toplam 27,6 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahip olan bu rafinerilerin ise, 2 milyon m³ ham petrol ve 2.7 milyon m³ ürün-ana ürün depolama kapasitesi olmak üzere toplam depolama kapasitesi 4,7 milyon m³ seviyesindedir.



Kaynak: Tüpraş

2006 KKO 2005 yılına göre düşüş gösterecek...

Global rafinerilerdekine paralel olarak Tüpraş'ın da kapasite kullanım oranlarında 2000 yılından itibaren yükseliş trendi devam etmektedir. 2000 yılında %77 olan Tüpraş'ın kapasite kullanım oranı, 2005 yıl sonu itibariyle %92,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2006 yılında ise İzmit ve İzmir rafinerilerinde bakım onarım çalışmaları gerçekleştiren Tüpraş, İzmit Rafinerisi'nin faaliyetine 1,5 ay ara vermiştir. Bu nedenle de Tüpraş'ın 2006 yılsonu itibariyle kapasite kullanım oranının %90,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Yüksek kükürtlü ham petrolü işleyebilmesi, şirkete maliyet avantajı sağlamaktadır...

Ham petrol kaynaklarına yakın olması Tüpraş için avantaj...

Rafinerilerinin ihtiyacı olan ham petrol alımlarını ağırlıklı olarak yurtdışı spot piyasalardan karşılayan Tüpraş bu alımlarını, başta Rusya, İran, Libya, Suudi Arabistan, Irak ve Suriye gibi çevre ülkelerden gerçekleştirmektedir. Ham petrol ikmal kaynaklarına olan bu derece yakınlık ise şirkete taşıma maliyetlerinde avantaj sağlarken ayrıca, sayıca bir çok hammadde kaynağından yararlanılması Tüpraş'ın operasyonel riskini de sınırlandırmaktadır. Rafinerilerinde Ural ve İran Heavy gibi yüksek kükürtlü ham petroleri işleyebilmesi Tüpraş'a ham petrol alımlarını daha düşük maliyetle gerçekleştirme fırsatı vermektedir. Bunun nedeni ise, yüksek kükürtlü ham petrolün referans ham petrole (brent) göre daha uygun fiyatlarla ithal edilebilmesi oluşturmaktadır. 2006 yılı programında 23,2 milyon ton ham petrol ithalatı öngören Tüpraş'ın, ithal edeceği ham petrolün %80'i aşan kısmının yine yüksek kükürtlü olacağı beklenmektedir.

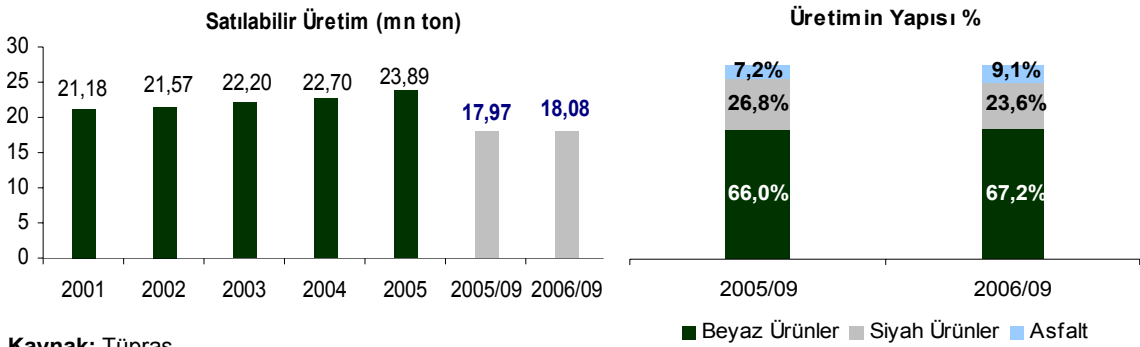
Tüpraş Ham Petrol Maliyet Tablosu (\$/varil)				
	API	Brent Petrol	Tüpraş'ın Maliyeti	Fark
2004	32,86	38,20	34,20	-4,00
2005	33,26	54,38	50,04	-4,34
2005/09	33,27	53,54	49,24	-4,30
2006/09	33,26	66,96	62,49	-4,47

Kaynak: Tüpraş

Kriz sonrasında satılabilir üretim hacmini sürekli artırmıştır...

Ocak-Eylül döneminde üretimini %0,7 artırdı...

2005 yılsonu itibariyle 23,9 milyon ton satılabilir ürün üretiminde bulunan Tüpraş, 2001 krizi sonrasında satılabilir üretim hacmini sürekli artırmıştır. 2006 yılının ilk dokuz ayı sonrasında 19.2 milyon ton ham petrol işleyen Tüpraş, İzmit ve İzmir rafinerilerinde yapılan bakım ve duruşlara karşın üretimini, 2005 yılı aynı dönemdeki 17,97 milyon seviyesinden %0,7 artışla 18,08 milyon ton düzeyine yükseltmiştir. Dokuz aylık bu süreçte ise, Tüpraş'ın kapasite kullanımı 2005 yılının ilk dokuz ayındaki %92,7 seviyesinden %93,1 seviyesine yükselmiştir.



Kaynak: Tüpraş

Beyaz ürün verimliliği artıyor...

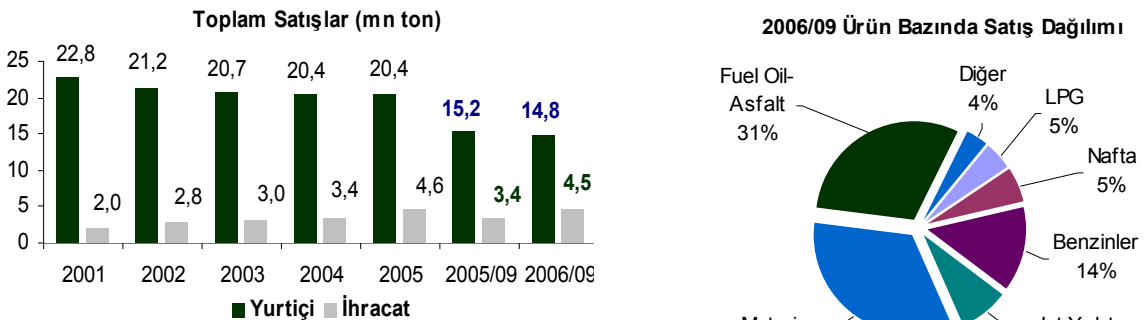
2006 yılının ilk dokuz aylık üretimine bakıldığında, siyah ürünlere (kalorifer yakıtı, fuel oil) göre daha değerli olan beyaz ürünlerin (benzin, motorin ve gazyağı) verimliliğinde, bu dönemde geçen yılın ilk yarısına göre %1,2 düzeyinde artış görülmüştür. 2005 yılının ilk dokuz ayında %66 olarak gerçekleşen beyaz ürün verimliliği, 2006 yılının aynı döneminde %67,2 seviyesine yükselmiştir.

Tüpraş, satışlarını ağırlıklı olarak yurtiçine gerçekleştirmektedir...

Yurtiçi pazar payı %70 düzeyinde...

Tüpraş, 2005 yılsonu itibariyle yurtiçine 20.3 milyon ton satış gerçekleştirerek Türkiye tüketiminin %70'ini karşılamıştır. 2006 yılının ilk dokuz ayı geride kaldığında Tüpraş'ın toplam satış hacminde, 2005 yılının aynı dönemine göre %3,2 büyüme görülmüştür. Bu büyümede, yurtiçi satış hacminde yaşanan %3,2 gerilemeye karşın, aynı dönemde ihracat hacminde yaşanan %32 seviyesindeki artış etkili olmuştur. Bunun sonucunda ise, 2004 yılında toplam satışlarının %86'sını, 2005 yılında ise %81,5'ini yurtiçine gerçekleştiren Tüpraş'ın, 2006 yılı dokuz aylık verilerine göre yurtiçi satışları, toplam satışlarının %76,7'si seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ocak-Eylül döneminde toplam satış hacminde %3 büyüme görülüyor...



Kaynak: Tüpraş

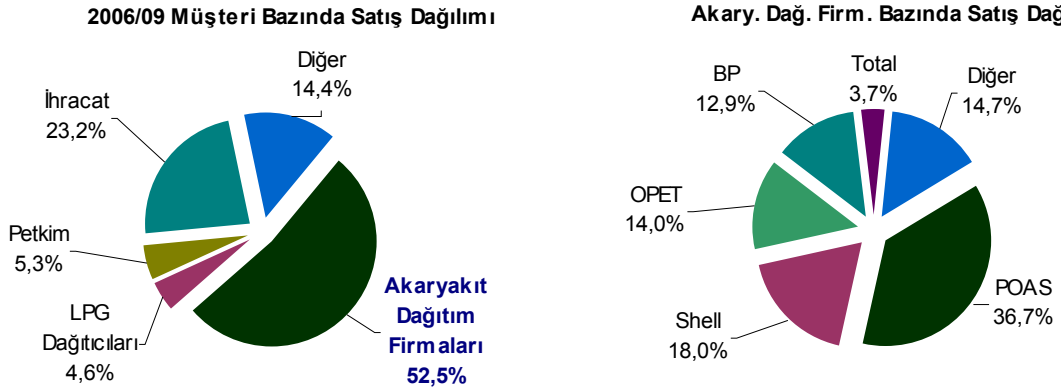
Son durum itibariyle ürün bazındaki gelişmelere bakıldığında; Tüpraş'ın LPG satışlarında artan ithalata bağlı bir azalma olduğu, benzin satışlarında artan otogaz kullanımı nedeniyle gerileme yaşandığı ve fuel-oil satışlarında ise doğalgaz kullanımı nedeniyle düşüş yaşandığı görülmektedir. Buna karşın, İzmir Rafinerisi dizel kükürt giderme ünitesinin tamamlanması ile Avrupa Birliği standartlarında motorin üretimine başlanmıştır. Tüpraş'ın %100'ünü karşıladığı asfalt satışlarında ise tüketimde yaşanan artışın devam ettiği görülmüştür.

Yurtiçi pazarın mevsimsel nedenlerle daraldığı veya yurtiçi talebin tamamının karşılanması sonrasında kalan miktarı ihraç eden Tüpraş aynı zamanda, aynı nedenden dolayı ürün ithalatında da bulunmaktadır. Hem üretim hem de satış bazında bakıldığında en yüksek hacimli ürünlerinin motorin ve fuel-oil olduğu görülürken, aynı zamanda bu iki ürün, kış koşulları nedeniyle yaşanan talep daralmasına bağlı olarak ihracata da konu olmaktadır.

Tüpraş'ın en önemli müşterilerini, yurtiçi akaryakıt dağıtım firmaları oluşturmaktadır...

POAS, Shell, OPET, BP ve Total en önemli müşterileri...

2006 yılının dokuz aylık verilerini dikkate aldığımızda, 19.2 milyon ton düzeyindeki toplam satışlarının %76'sını yurtiçine gerçekleştiren Tüpraş'ın, yurtiçindeki en önemli müşterilerinin ise akaryakıt dağıtım firmaları olduğu görülmektedir. Tüpraş tarafından bu firmalara gerçekleştirilen satışlar, şirketin yurtiçi satışlarının %52,5'ine denk gelmektedir. Akaryakıt firmaları içerisinde ise Tüpraş'ın en önemli müşterisi Petrol Ofisi (POAS) olurken, Shell, OPET, BP ve Total, Tüpraş'ın diğer müşteri portföyünü oluşturmaktadır. İlk beş sıradaki bu akaryakıt firmalarına Tüpraş tarafından gerçekleştirilen satışlar, yurtiçi akaryakıt firmalarına gerçekleştirilen satışların %85'ini oluşturmaktadır.



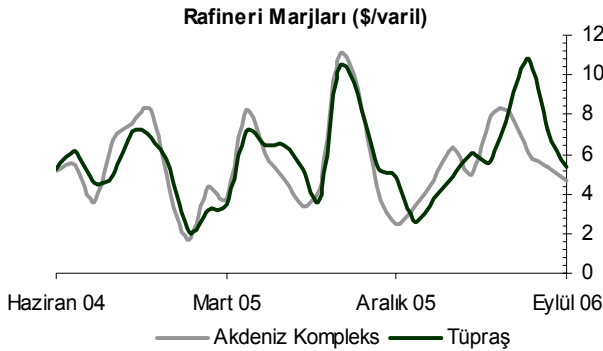
Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

Tüpraş, 2006 yılının dokuz ayı geride kaldığında akaryakıt firmaları dışındaki toplam satışlarının %23'ünü ihracata yönlendirmiştir. Toplam satışlarının geri kalan kısmının dağılımına bakıldığında toplam satışların %5'i Petkim'e, %4,6'sı yurtiçi LPG dağıtıcılarına ve geri kalan kısmı ise diğer müşterilere gerçekleştirilmektedir.

Rafineri marjlarındaki yukarı yönlü seyir devam etmektedir...

2005 yılında rafineri marjı 5,61 varil/dolar düzeyinde gerçekleşti...

Tüpraş yurtiçi satış fiyatlamasına giderken Akdeniz piyasası ürün fiyatlarını baz aldığı için rafineri marjları, Akdeniz piyasası ile doğrudan ilişkili olmaktadır. Tüpraş'ın rafineri marjları; i) farklı türdeki hampetrolleri işleyebilmesi, ii) ham petrol kaynaklarına yakın olması nedeniyle navlun giderlerinin az olması, iii) hacimli alım nedeniyle fiyat avantajı, iv) müşterilere boru hattı ile bağlantıları nedeniyle düşük depolama ihtiyacı gibi nedenlerden dolayı Akdeniz rafineri marjlarından yüksek gerçekleşmektedir. 2005 yılı rafineri marjları incelendiğinde, 2005 yılı ortalama Akdeniz rafineri marjının 5,31 dolar/varil olarak gerçekleştiği, Tüpraş'ın brüt rafineri marjı ortalaması ise aynı dönemde 5,61 dolar/varil seviyesinde ve Akdeniz rafineri marjının 30 cent/varil üzerinde olduğu görülmüştür.



Rafineri Marjı (\$/Varil)	1Ç05	2Ç05	3Ç05	4Ç05	2005	1Ç06	2Ç06	3Ç06
TÜPRAŞ	2,91	6,65	6,44	6,43	5,61	3,72	6,68	7,80
Akdeniz Kompleks	3,26	6,37	6,19	5,41	5,31	4,81	6,99	5,38

Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

3Ç06 itibariyle rafineri marjı 7,80 varil/dolar düzeyinde...

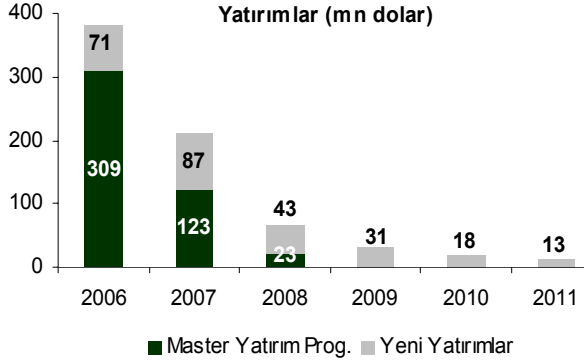
Tüpraş'ın 2006 yılı ortalama rafineri marjlarına bakıldığında ise, rafineri marjlarındaki büyümenin devam ettiği ve 3Ç06 itibariyle rafineri marjının 7,80 dolar/varil'e ulaştığı görülmektedir. Bu değer, geçen yılın aynı dönemine göre %21 düzeyinde büyümeyi ifade ederken, Akdeniz rafineri marjının 2,42 dolar/varil üzerinde bir gerçekleşmeye işaret etmektedir.

Yatırımların tamamlanması sonrasında katma değeri yüksek ürünlere ağırlık verecek...

Master yatırım programı 2008 yılında sona erecek...

1989 yılında başladığı ve toplam tutarı 2,14 milyar dolarlık master yatırım programının 2005 yılsonu itibariyle 1,4 milyar dolarlık kısmını tamamlayan Tüpraş'ın bu yatırım programı 2008 yılı itibariyle sona erecektir. Devam etmekte olan İzmit ve Kırıkkale dizel kükürt giderme ve reformer yatırımlarının ardından Tüpraş'ın, İzmit Rafinerisi'ndeki ünitelerini 2007 yılının başında, Kırıkkale Rafinerisi'ndeki ünitelerini ise 2007 yılının sonunda devralacağını öngörmekteyiz. Bu yatırımların tamamlanması sonrasında Tüpraş'ın rafinerilerinde, motorinin kükürt içeriği 10 ppm seviyesine inecek olup, motorindeki kükürt içeriğinin 10 ppm seviyesine çekilmesi, AB ülkelerinden önce gerçekleştirilmiş olacaktır.

Nelson kompleksite endeksi 7,25 seviyesine yükselecek...

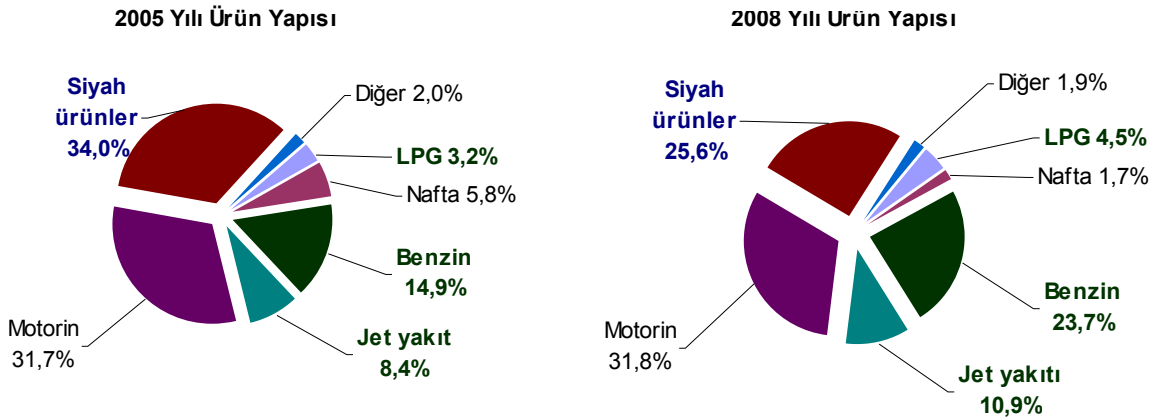


Yatırımların tamamlanmasının ardından, rafinerilerin değerli ürün yaratma kapasitesini gösteren Nelson kompleksite endeksi, İzmit rafinerisi için 6,17'den 7,78'e, Kırıkkale rafinerisi için ise 5,32'den 6,32'ye yükselecektir. Tüpraş'ın Nelson kompleksitesi ise 6,43'den 7,25 seviyesine yükselecek olup bu değer, Akdeniz rafinerilerinin ortalama kompleksitesi olan 5,67'nin oldukça üzerinde gerçekleşecek ve Tüpraş'ın rafineri marjlarına olumlu olarak yansıtacaktır.

Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

Yatırımlar sonrasında siyah ürünlere göre daha değerli olan beyaz ürünlere ağırlık verecek olan Tüpraş, bu değişen ürün yapısı dolayısıyla üretilen katma değeri yüksek ürünlere bağlı olarak esas faaliyet karlılığını artıracaktır. Karlılıktaki artışın mali verilere yansımaları ise, İzmit ve Kırıkkale rafinerilerindeki ünitelerin yatırımlarının tamamlanma sürelerine bağlı olarak değişecektir.

Katma değeri yüksek beyaz ürünlere ağırlık verecek....



Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

2005 yılı ürün yapısı ile yatırımlar sonrasında ulaşılması planlanan 2008 yılı ürün yapısını incelediğimizde; 2005 yılında siyah ürünlerin toplam üretim içerisinde sahip olduğu %34 seviyesindeki payın 2008 yılı itibariyle %25,6 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir. Buna karşın, motorin, LPG, jet yakıtı ve benzinin toplam üretim içindeki payında artış yaşanması beklenmektedir.

Tüpraş'ın, operasyonel ve mali performansının orta vadede olumlu bir seyir izleyeceğini öngörmekteyiz...

Petrol fiyatlarının yukarı yönlü seyri sürüyor...

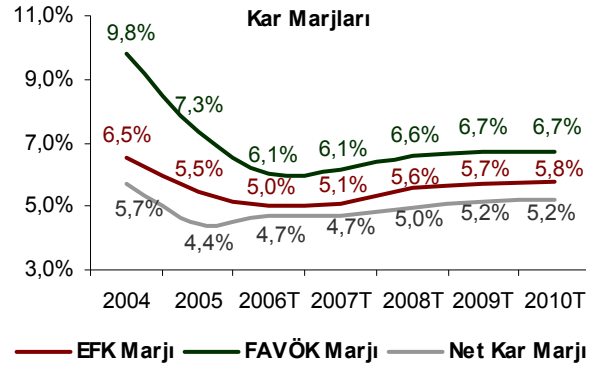
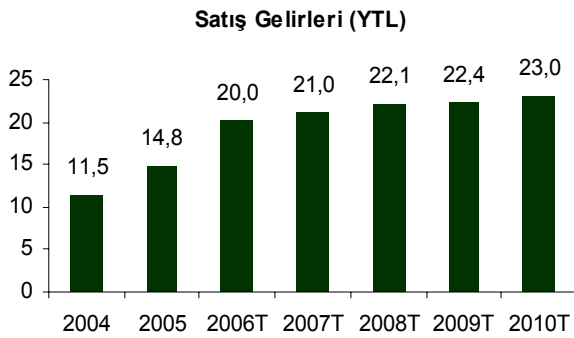
2001 yılı mali krizinin sonrasında artış eğilimine giren iç talep, yükselen petrol fiyatlarının önce ham petrol daha sonra da ürün fiyatlarına yansımaları ve satış hacmindeki yaşanan yükselişler, Tüpraş'ın 2001-2005 yılları arasında operasyonel ve mali performansında görülen gelişmenin esas nedenini oluşturmuştur. 2006 yılına baktığımızda; 2004 yılında 38 dolar, 2005 yılında ise 54 dolar olan Brent petrolün varil başı ortalama fiyatının, 2006 yılının Kasım ayına gelindiğinde 60 dolar seviyelerinde seyretmesi ve bu yükselişin ürün fiyatlarına yansımaları nedeniyle şirketin cirosunun olumlu etkilendiği görülmektedir.

Buna karşın maliyetlerde yaşanan artış hızının, cirodaki büyümenin üzerinde olması 2006 yılında Tüpraş'ın kar marjlarının, 2005 yılının altında gerçekleşmesini de beraberinde getirmiştir. 2006-2010 yılları arasında Tüpraş'a ilişkin olarak hazırladığımız projeksiyonlarda, şirketin hem satış gelirlerinde hemde kar marjlarında yukarı yönlü bir seyir görüleceğini öngörmekteyiz.

Bu dönemde Tüpraş'ın operasyonel ve mali performansı ile ilgili olarak;

Rafineri marjlarını önümüzdeki dönemlerde ortalama 6-7 dolar/varil seviyesinde öngörüyoruz...

- Global büyüme beklentileri ve dünyanın en yüksek petrol rezervlerine sahip olan Ortadoğu'da devam eden siyasi belirsizlikler nedeniyle petrol fiyatlarının ortalama bazda azalan bir ivme ile de olsa yukarı yönlü seyrini sürdüreceğini düşünüyoruz. Buna paralel olarak, Tüpraş'ın ürün fiyatlarındaki yukarı yönlü seyrin devam edeceğini ve satış gelirlerindeki büyüme hızının yavaşlansa da yukarı yönlü seyrini koruyacağını öngörüyoruz.
- 2006 yılının Temmuz ayında 10,81 dolar/varil seviyesinde gerçekleşerek rekor seviyelere yükselmesi sonrasında Ekim ayı itibarıyla 5,39 dolar/varil seviyelerine gerileyen Tüpraş'ın rafineri marjının, 2006 yılı sonu için ortalama 6 dolar/varil seviyelerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Orta vadede Tüpraş'ın rafineri marjlarının ortalama 6-7 dolar/varil aralığında dalgalanacağını düşünüyoruz.



Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

- Master planın tamamlanması sonrasında artan 7,25 seviyesine yükselecek kompleksite endeksine bağlı olarak daha değerli ürün yaratma kapasitesine kavuşacak olan Tüpraş'ın, beyaz ürünlere ağırlık vermesi sayesinde faaliyet karlılığını artıracığını öngörmekteyiz. Faaliyet karlılığındaki bu artışın, İzmit ve Kırıkkale rafinerilerindeki yatırımların tamamlanma seviyesine göre, 2007 ve ağırlıklı olarak 2008 yıllarında mali verilere yansımaları bekliyoruz.

2007-2010 yılları arasında ortalama %9,1 temettü verimi sağlayacağını öngörüyoruz...

	Nakit Temettü mn YTL	Net Dağıtım Oranı (%/)	Temettü Verimi (%)
2006	438,1	66,54	6,6
2007T	752,2	80	8,2
2008T	787,1	80	8,6
2009T	879,4	80	9,6
2010T	923,1	80	10,0

Artan karlılıkla birlikte, temettü verimi bakımından İMKB'nin en önde gelen şirketlerinden biri olan Tüpraş'ın, önümüzdeki dönemlerde bu temettü performansını sürdüreceğini öngörüyoruz. Tüpraş'ın, 2007 yılında 752 milyon YTL temettü dağıtacağını ve 2007-2010 döneminde ortalama %9,1 temettü verimi sağlayacağını öngörüyoruz.

Kaynak: Şeker Yatırım

Yeni rafineri kurmaya yönelik planları değerlememize yansıtıyoruz...

- Son dönemde başta Lukoil olmak üzere OMV-Petrol Ofisi, İndian Oil-Çalık Enerji ve KazumnayGas'ın Türkiye'de yeni rafineri kurma yönünde girişimleri görülmektedir. Hem yasal hem de teknik süreçlere bağlı olarak, yeni bir rafinerinin 2010-2011 yıllarından önce faaliyete geçmesinin zor olduğunu ve orta vadede Tüpraş'ın Türkiye'nin tek rafinerisi olarak yoluna devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak, Türkiye'deki petrol ürünleri talebinin büyümesi ve mevcut rafineri açığı gözönüne alındığında, bu şirketlerin rafineri kurma yolundaki planlarını en kısa sürede eyleme geçireceğini öngörmekle birlikte, bu aşamada, Tüpraş'a ilişkin değerlendirme çalışmamıza ve projeksiyonlarımıza bu olasılığı dahil etmiyoruz.

İNA ve uluslararası benzer şirketler karşılaştırması sonucu hesapladığımız hedef piyasa değerine göre Tüpraş, %50 kazandırma potansiyeli sunuyor...

Tüpraş için, %8 risksiz faiz oranı, %13,2 sermaye maliyeti ve %1 sonsuz büyüme oranı kullanarak yapmış olduğumuz İNA analizine göre 7,596 milyon YTL (hisse başı 30,33 YTL) hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Cari piyasa değeri 6,110 milyon YTL seviyesinde olan Tüpraş, 2006-2010 yıllarına ilişkin olarak yaptığımız indirgenmiş nakit akımları analizimizde bulmuş olduğumuz 7,596 milyon YTL hedef piyasa değeri ile karşılaştırdığımızda %24 kazandırma potansiyeli taşıyor

İNA analizine göre %24 kazandırma potansiyeli hesaplıyoruz...

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (mn YTL)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T
FAVÖK	1.212	1.288	1.449	1.503	1.542
Yatırım Harcamaları	(511)	(269)	(135)	(130)	(130)
Vergi	(235)	(246)	(275)	(288)	(299)
İşletme Sermayesindeki Değişim	(22)	(45)	(46)	(54)	(31)
Serbest Nakit Akımları	444	728	994	1.031	1.082
İskonto Oranı :	13,2%				
Sonsuz Büyüme Oranı:	1%				
Hedef Firma Değeri	7.033				
Kısa+Uzun Finansal Borçlar	450				
Nakit+Menkul Değerler	1.154				
Finansal Borcun Vergi Kalkanı	(141)				
Hedef Piyasa Değeri	7.596				
Hedef Hisse Başı Fiyat	30,33				

Uluslararası rafineri şirketlerini kullanarak yapmış olduğumuz analizde Tüpraş için; Firma Değeri/FAVÖK oranı karşılaştırmasına göre 7,977 milyon YTL (hisse başına 31,85 YTL) hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Macaristan'ın rafineri şirketi olan MOL'u uç değer olması nedeniyle değerlendirmeye almadığımız Firma Değeri/Satış oranı karşılaştırmamızda ise Tüpraş için 11,957 milyon YTL (hisse başına 47,74 YTL) hedef piyasa değeri hesaplamaktayız.

Uluslararası benzer şirketler karşılaştırması yöntemine göre oldukça cazip seviyelerde....

Uluslararası Rafineri Şirketleri	FD/FAVÖK		FD/SATIŞ	
	2005	2006E	2005	2006E
OMV - Avusturya	5,6	4,6	0,95	0,85
PKN - Polonya	4,3	5,1	0,65	0,50
Erg - İtalya	4,1	7,9	0,40	0,39
Hellenic - Yunanistan	6,0	7,3	0,61	0,53
MOL - Macaristan	6,8	5,7	1,13	1,00
ORTALAMA	5,4	6,1	0,7	0,6
TUPRAS Hedef Piyasa Değeri	7.977		11.957	

Kaynak: Şeker Yatırım, Bloomberg

Tüpraş için önerimiz "AL" yönündedir...

Tüpraş için hedef piyasa değeri belirlerken, her üç yaklaşıma göre hesapladığımız hedef piyasa değerlerine eşit ağırlık veriyor, bunun sonucunda ise Tüpraş için 9,177 milyon YTL (hisse başına 36,65 YTL) hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. Cari piyasa değerine göre %50 kazandırma potansiyeli olan Tüpraş hisseleri ile ilgili olarak "AL" önerisinde bulunuyoruz.

Ek.1 – TÜPRAŞ / Bilanço

(milyon YTL)	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006T
VARLIKLAR			
Cari / Dönen Varlıklar	3.124	3.091	3.474
Hazır Değerler + Menkul Kıymetler	1.119	984	1.154
Ticari Alacaklar (net)	550	745	850
Diğer Alacaklar (net)	7	7	50
Stoklar (net)	1.271	1.319	1.350
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	177	36	70
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	2.239	2.646	2.932
Ticari Alacaklar (net)	1	1	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0	0
Finansal Varlıklar (net)	0	0	0
Maddi Varlıklar (net)	2.232	2.318	2.650
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	3	2	2
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	3	326	280
TOPLAM VARLIKLAR	5.363	5.737	6.406

(milyon YTL)	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006T
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.741	1.807	2.010
Finansal Boçlar (net)	71	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0	74	100
Ticari Borçlar (net)	685	1.020	1.150
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	16	30
Alınan Avanslar	16	9	50
Borç Karşılıkları	315	135	80
Diğer Yükümlülükler (net)	654	554	600
Uzun Vadeli Yükümlülükler	429	658	500
Finansal Borçlar (net)	290	405	350
Borç Karşılıkları	135	114	70
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	101	40
Diğer Yükümlülükler (net)	3	38	40
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	19	19	30
ÖZSERMAYE	3.175	3.253	3.866
Sermaye	250	250	250
Sermaye Yedekleri	2.265	1.763	1.940
Kar Yedekleri	0	222	260
Net Dönem Karı/Zararı	659	658	940
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	0	358	476
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	5.363	5.737	6.406

Ek.2 – TÜPRAŞ / Gelir Tablosu

(milyon YTL)	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006T
Satış Gelirleri (net)	11.486,9	14.868,4	20.040,4
Satışların Maliyeti (-)	10.509,0	13.823,2	18.739,5
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	977,9	1.045,2	1.300,9
Faaliyet Giderleri (-)	229,9	234,6	300,6
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	748,0	810,6	1.000,3
Diğer Faaliyetler Gelir ve Gider -net-	195,3	80,8	207,7
Finansman Giderleri (-)	15,5	6,9	25,0
FAALİYET KARI/ZARARI	927,8	884,5	1.183,0
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	4,9	-	-
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	932,7	884,5	1.183,0
Vergiler	269,1	221,9	235,1
Ana Ortaklık Dışı Kar/Zarar	-4,4	-4,2	-7,7
NET DÖNEM KARI/ZARARI	659,2	658,4	940,2

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.