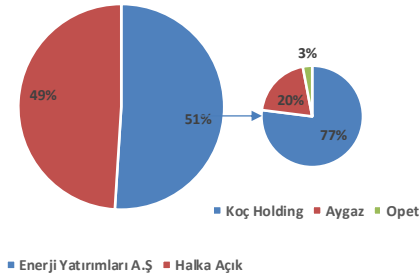


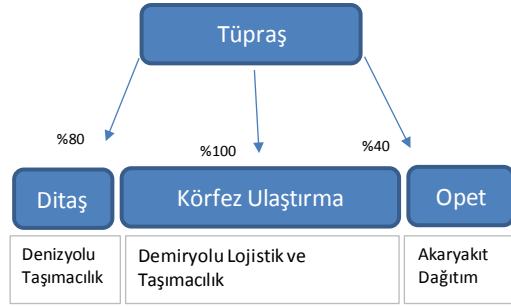
**ÖZET BİLGİLER**

1955 yılında faaliyete başlayan şirket, Kocaeli, İzmir, Kırıkkale ve Batman olmak üzere 4 rafineride kurulu toplam 28,1 milyon ton işleme kapasiteli 4 rafineri altında faaliyetlerine devam etmektedir. Türkiye'nin ilk petrol rafinerisi olması ile beraber Avrupa'nın 7'nci büyük, Dünya'nın ise 26'ncı büyük rafinaj kapasitesine sahiptir.

Şirket, %49'u halka açık olarak BIST'te işlem görmekte olup, kalan %51'lik bölümü Enerji Yatırımları adı altında Koç Holding, Aygaz ve Opet ortaklığında bulunmaktadır. Şirketin 3 iştiraki bulunmakta olup, DİTAŞ, Körfez Ulaştırma şirketlerini lojistik taşıma operasyonları için kullanmakta olup, dağıtım kanalları için bir diğer iştiraki olan Opet Akaryakıt Dağıtım şirketini kullanmaktadır.

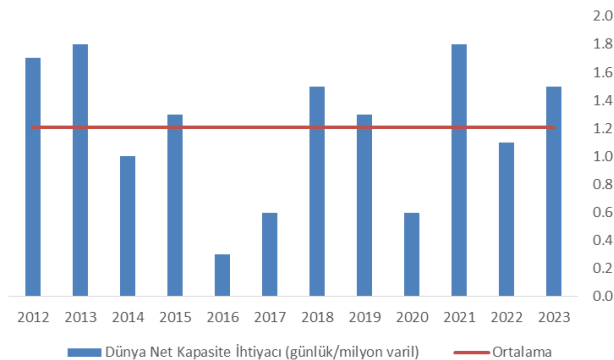
**Grup Ortaklık Yapısı**
**Tüpraş Ortaklık Yapısı**


Kaynak : Tüpraş

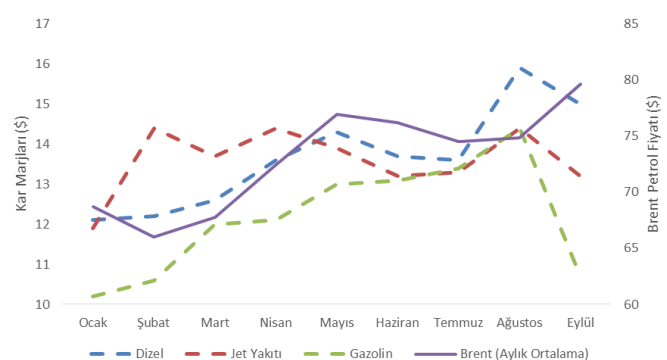
**Tüpraş İştirakleri ve İştirak Oranları**

**GLOBAL ve TÜRKİYE PETROL PİYASALARI**

2018 başında 65\$ seviyelerinde seyreden Brent, haftabaşı itibari ile 80\$ seviyelerinin üstüne çıkıp yaklaşık yıl bazında yaklaşık %25 değer kazancı göstermiştir. Global ölçekte piyasa beklentileri petrol talep artışının büyümeye devam edeceği yönünde. Amerikan Enerji Enstitüsü'ne göre 2023 yılına kadar talebin günlük 105 milyon varile kadar çıkması beklenmektedir. Bu tabin çoğunluğunun talebin %50 sini oluşturan Çin ve Hindistan üzerinden geleceği beklenmekte olup, Çin ekonomisinin ileri yönlü tüketim ekonomisine kayma olasılığına karşı bu talebin ağırlıklı Hindistan tarafından gelebileceği Enstitünün bir diğer olasılık senaryosunda bulunmaktadır. Mevcut global talep en çok petrokimya altında etan ve neft yan ürünleri bulunmakta olup, pek çok dayanıklı tüketim malzemelerinde kullanılmaktadır. Global ölçekli büyümenin sağlayacağı talep, rafineriler için olumlu ve kapasite kullanım oranlarını yüksek seviyede tutmalarına önemli bir faktör olarak görülebilir. Mevcut fiyat artışlarının Trump yönetimi tarafından açıklamalar ile baskı altına alınmaya çalışılırsa, İran'a yapılacak mevcut yaptırımların endişesi ile piyasa beklentilerinin 100\$ olduğunu görmekteyiz.

Kaynak : IEA, BP, Tüpraş, Alan Yatırım Araştırma

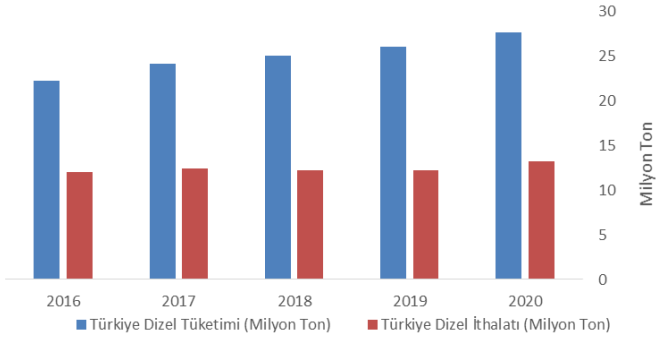
**Yıllık Dünya Kapasite Net İhtiyacı (Günlük Milyon Varil)**


Kaynak : Tüpraş

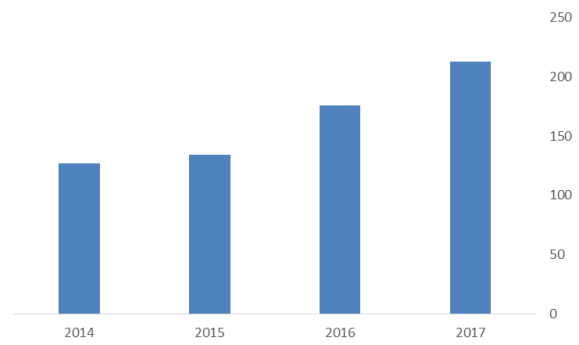
**Tüpraş Ürün Bazında Kar Marjları ve Brent Aylık Ortalama Fiyatı**


Türkiye, dizel tüketimi konusunda yıllık ortalama %9 büyüme ile 2018 yılında 25 milyon ton dizel tüketimine sahiptir. 2020 yılında bu tüketimin yaklaşık 28 milyon tona ulaşması beklenmektedir. Ayrıca her bin kişiye düşen araba sayısı son 3 yılda %67 artarak 2017 yıl sonunda 213 kişiye yükselmiştir. Ülkede diğer ürün bazında dengeli bir ithalat ve ihracat dengesi olmasına karşın Dizel ürün grubunda yaklaşık 2017 yıl sonu itibari ile 13 milyon ton net ithalatımız bulunmaktadır. LPG'de yaklaşık 3 milyon ton ithalat, benzinde ise yaklaşık 3 milyon ton ihracatımız bulunmaktadır. Ürün bazında mazot yaklaşık 700 bin, jet yakıtlarında ise 300 bin ton ihracatımız bulunmaktadır.

Türkiye Dizel Tüketimi (Milyon Ton)



Türkiye'de Bin Kişi Başına Düşen Araç Sayısı



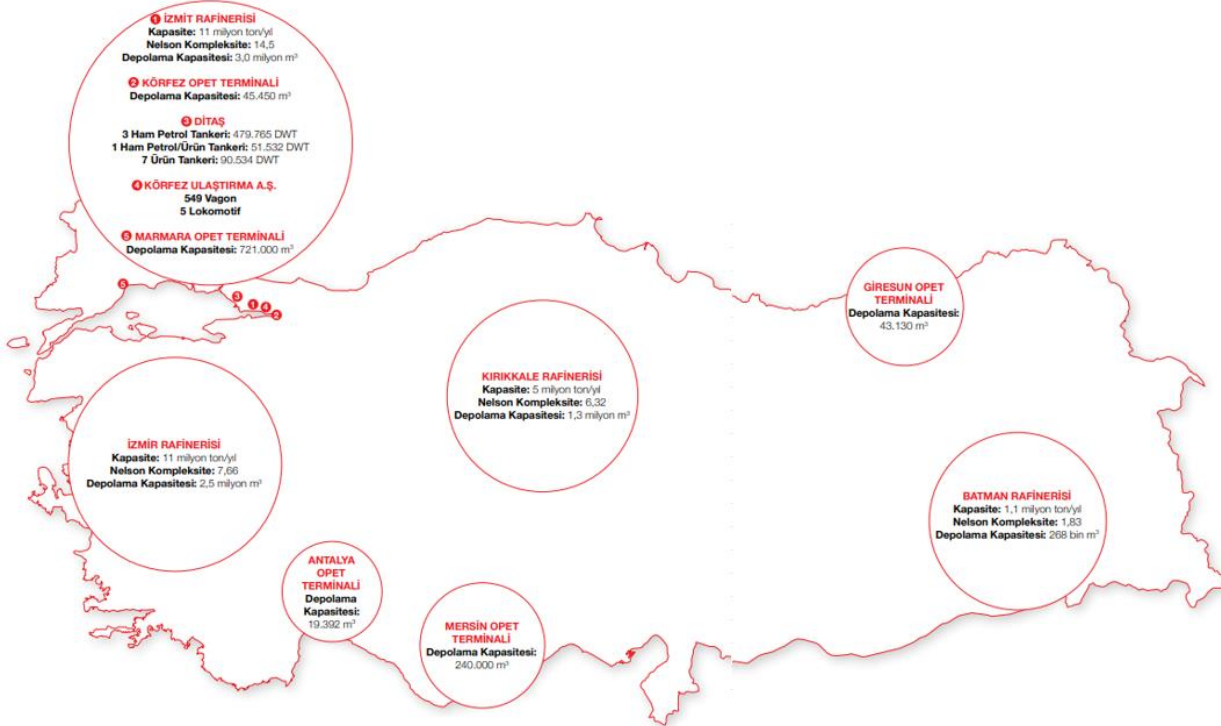
Kaynak : Tüpraş

## ÜRETİM TESİSLERİ VE KAPASİTE

### Genel Bakış

Tüpraş, 2018 itibari ile bünyesinde 4 adet rafinaj faaliyeti yürüten rafinerisi bulunmaktadır. Bunlardan en büyük 2 rafinerisi yıllık 11 milyon ton rafinaj kapasitesi bulunan İzmit ve İzmir Rafinerisidir. Kırıkkale Rafinerisi yıllık 5 milyon ton, Batman rafinerisi ise yıllık 1,1 milyon ton rafinaj kapasitesi bulunmaktadır. Dağıtım ağını olarak 1'i çok amaçlı olmak üzere 3 ham petrol ve 7 ürün tankeri üzerinden deniz yolu, 549 vagon ve 5 lokomotif ile kara yolu üzerinden dağıtımlarını gerçekleştirmektedir. Ayrıca dağıtım ağı içinde Marmara ve Akdeniz bölgesinde 2, Karadeniz'de ise 1 adet depolama terminali bulunmaktadır.

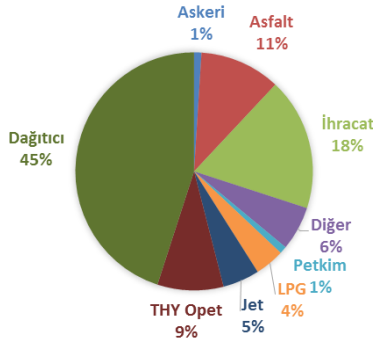
### Şirketin Mevcut Faaliyet Alanları



Kaynak : Tüpraş

Şirket, 2017 yıl sonu itibarı ile Türkiye akaryakıt pazarının %60'ına, rafinaj kapasitesinin ise %100'üne sahiptir. Şirket çevre ülkelerden kurduğu tedarik zinciri ile ülke bazlı riskleri dağıtmakta olup, 25 farklı tip ham petrolü 14 ülkeden tedarik etmektedir. Bu tedarik zincirinin %79'u Orta Doğu, %7'si Hazar Bölgesi-Orta Asya (CIS), %10'u Avrupa, %1'i Amerika ve %2 Afrikadan oluşan ülkelerdir. Rafineri Marjini olarak bölgedeki rakip şirketlerinin ortalamasına göre varil başına yüksek seviyelerdedir. Ayrıca şirket satış aktivitelerini arttırmak, uluslararası piyasalarda oluşabilecek fırsatları değerlendirmek için yıl sonunda Londra'ya ofis açmayı planlamaktadırlar.

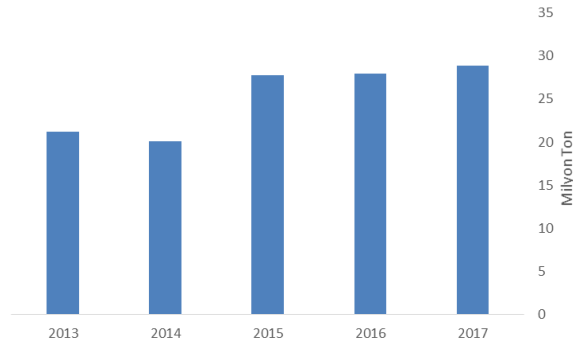
#### Müşteri Grubu



Kaynak : Tüpraş

Ayrıca şirket, 2,7 milyar dolarlık yatırım ile 2014 yılında devreye soktuğu Fuel Oil Dönüşüm Projesi ile siyah ürünü ağırlıklı olarak motorine çevirerek brüt marjini ortalama yaklaşık %10 lara yükseltmiştir. Türkiye'nin motorin arz açığına yönelik şirketin karlılığını arttıran bir yatırım olmuştur.

#### Tüpraş Yıllık Üretim (Milyon Ton)



Kaynak : Tüpraş

#### İştirakler

##### OPET

%40 Tüpraş'ın iştiraki olan Opet, 2018/2Ç itibarı ile 1143 istasyonu ve alt şirketi olan Sunpet'in 446 istasyonu ile toplamda 1589 dağıtım istasyonu ile faaliyetini sürdürmektedir. Şirketin 2018 Mayıs ayı itibarı ile pazar payı toplamda yaklaşık 17.3% Beyaz ürün, %29.9 Siyah üründe pazar payına sahiptir.

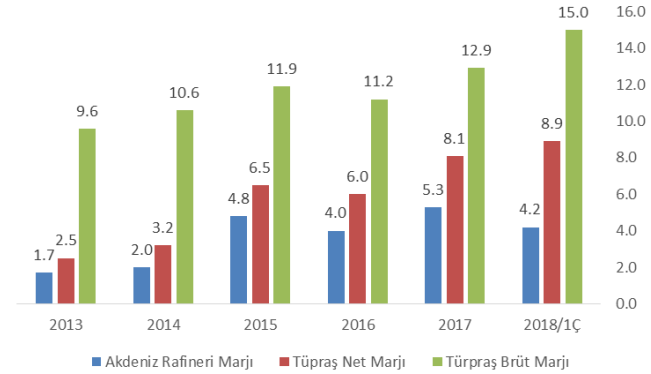
##### DİTAŞ

%80 Tüpraş'ın iştiraki olan Ditaş, şirketin deniz taşıma ve lojistik faaliyetlerini yürütmektedir. Yaklaşık 250 milyon US\$ net satış ve 50 milyon US\$ operasyonel kar eden şirketin, 3 adet ham petrol tankeri, 1 adet ham petrol ve ürün için kullanılabilen tanker ve 7 adet ürün tankeri bulunmaktadır.

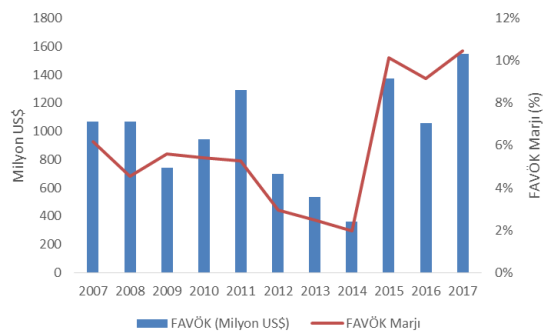
##### Körfez Ulaştırma A.Ş

Tüpraş'ın tamamına sahip olduğu şirket, demiryolu taşıma ve lojistik faaliyetlerini yürütmektedir. Şirketin 491 vagon ve 5 lokomotif bulunmaktadır. 2018 yılı hedefleri olarak şirket yaklaşık 2.5 milyon ton taşıma gerçekleştirme ve piyasanın %10'una sahip olmak istemektedirler.

#### Akdeniz ve Tüpraş Rafineri Marjları (\$/varil)



#### Tüpraş Yıllık FAVÖK Geliri ve FAVÖK Marjı



## DEĞERLEME

### Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Tüpraş, 2018 Haziran dönemi sonunda 344 milyon \$ net gelir açıklamıştır. Buna göre şirket için yıl sonu beklentilerimiz 893 milyon \$ net kar açıklaması yönündedir. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışında benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 22.23 \$ (133.38 TL) olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon \$)	2018 Tahmini Net Kar (milyon \$)	Tüpraş	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	5418	893	6.07	6.23	5567	22.23	133.38

### FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 Haziran döneminde 749 milyon \$ FAVÖK açıklamış olup, yıl sonu beklentimiz 1.6 milyar \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Tüpraş'ın 4.55 x ve global benzer şirketler ortalaması 4.89 x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 7% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 5.9 milyar \$ ve tahmini hisse değerini ise 23.86 \$ (143.13 TL) olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon \$)	2018 FAVÖK Tahmini (milyon \$)	Tüpraş	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	7355	1618	4.55	4.89	5974	23.86	143.13

### Satışlara Göre Değerleme

2018 Haziran sonu itibarıyla 8.2 milyar \$ ciro yapmış olan şirket için 2018 sonu ciro beklentimiz yaklaşık 15.3 milyar \$ seviyelerindedir. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 0.48x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %23 iskontolu ve tahmini hisse değerini ise 30.22 \$ (181.33TL) bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon \$)	2018 Satışlar Tahmini (milyon \$)	Tüpraş	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	7355	15329	0.48	0.62	7568	30.22	181.33

### Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri \$	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	Ülke
Polski Koncern Naftowy	11,604	5.33	3.52	0.37	Poland
OMV AG	18,377	8.78	3.33	0.96	Austria
Indian Oil Corp	20,015	5.94	4.33	0.46	India
GS Holding Corp	13,107	4.96	5.93	0.84	S.Korea
Delek US Holdings	4,750	5.29	7.51	0.49	USA
Thai Oil	5,537	7.10	4.72	0.60	Thailand
Tupras Rafinerileri	5,418	6.07	4.55	0.45	Türkiye
Ortalama		6.23	4.89	0.62	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyon\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme (BIST Sınai Ortalama ile)	6.07	6.23	5566.79	22.23	133.38
Satışlara Göre Değerleme	4.55	4.89	5974.15	23.86	143.13
FAVÖK'e göre değerlendirme	0.48	0.62	7568.18	30.22	181.33
Ortalama					152.61
Hisse Kapanış Fiyatı					135.50
Potansiyel (Yön-%)				Yükseliş	13%

Varsayımlar

\*USD/TRY kuru 6.00 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 05/10/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 135.50 üzerinden alınmıştır.

\*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.





**Genel Müdürlük**

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL  
+90 212 370 22 22  
[www.alanyatirim.com.tr](http://www.alanyatirim.com.tr)

**Ankara İrtibat Bürosu**

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA  
+90 312 312 69 80

**İzmir İrtibat Bürosu**

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR  
+90 232 445 64 66

[arastirma@alanyatirim.com.tr](mailto:arastirma@alanyatirim.com.tr)

**Yasal Uyarı :** Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.