

## TÜPRAŞ

## Endeks Üzeri Getiri

## Beklentilerin üzerinde gelen net kar ve FAVÖK...

Analist: Ezgi Yılmaz

[ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr)

Tüpraş 2023 yılsonundan itibaren finansal tablolarını UMS29 ile uyumlu, enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş olarak açıklamaya başladı. Ancak, 4Ç23 piyasa beklentileri ile karşılaştırma imkanı sunabilmesi adına şirket sunumunda bazı kalemlerle ilgili enflasyonla düzeltilmemiş veriler de açıklandı. Buna göre, Tüpraş'ın 4Ç23 düzeltilmemiş net karı 19.937 milyon TL olurken (+%13 y/y, +%176 ç/ç), piyasa beklentisi 12.235 milyon TL, AK Yatırım tahmini ise 16.110 milyon TL seviyesindeydi. Tüpraş'ın 4Ç23'te FAVÖK'ü 21.145 milyon TL (+%29 y/y, +%30 ç/ç) seviyesinde gerçekleşti, piyasa beklentisi 18.722 milyon TL, AK Yatırım tahmini ise 18.154 milyon TL seviyesindeydi.

**Net rafineri marjı** (düzeltilmemiş) 2023'te 12,7 USD/v ile şirket yönetiminin beklentisi olan 11-12 USD/v bandının üzerinde geldi. Ürün marjlarında güçlü baz etkisi ve ağır-hafif ham petrol makasında daralma sebebiyle Tüpraş'ın **FAVÖK'ü** 4Ç23'te geçen seneye göre USD bazında %16 düşerek 742 milyon USD seviyesinde gerçekleşti. Tüpraş'ın **net nakit pozisyonu**, 3Ç23 sonunda 53,3 milyar TL (1,9 milyar USD) seviyesindeyken, güçlü faaliyet karı ve işletme sermayesindeki önemli iyileşme sayesinde 62,7 milyar TL (2,1 milyar USD) seviyesine yükseldi.

**Şirket yönetiminin 2024 beklentileri...** Şirket yönetimi 2024'te kapasite kullanımının %85-90 bandında (2023: %87,5), üretim hacminin 26 milyon ton (2023: 24,9 milyon) ve satış hacminin 30mn ton seviyesinde (2023: 30,1mn) olmasını bekliyor. Şirket yönetimi 2024'te ağırlıklı ortalama ürün marjını 14 USD/v seviyesinde beklerken 2023'te 16,2 civarında olduğunu hesaplıyoruz. 2024 için planlanan yatırım bütçesi ise 500 milyon USD. Daha yüksek satış hacmi beklentisi nedeniyle bizim tahminlerimize yukarı yönlü risk olabilir.

**Yorum ve Tavsiye:** 4Ç23 finansal sonuçlarıyla ilgili açıklamanın hisseye hafif olumlu etki etmesini bekliyoruz. Tüpraş **hisse başına 10,37993TL nakit temettü (%6,4 verim, tarih 3 Nisan)** dağıtmayı teklif edeceğini açıklarken 2Y24'te finansal koşullara bağlı olarak ek temettü dağıtma ihtimaline de işaret etti. Biz 2024'te temettünün tek taksitte hisse başına 21TL olarak ödenmesini bekliyorduk. Ancak, toplam dağıtılabilir kar 55 milyar TL iken 20 milyar TL'lik ilk temettü teklifi düşünüldüğünde şirketin ikinci temettü için de imkanı var. Tüpraş için tahminlerimizi enflasyon muhasebesi ve son şirket beklentilerine paralel olarak güncelleyeceğiz.

## Çeyrek Özet (Enflasyon Muhasebesine Göre Düzeltilmemiş)

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	4Ç23	4Ç22	y/y	3Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa
Net Satışlar	178,736	116,026	54%	104,405	71%	182,768	184,649	-2%
FAVÖK	21,145	16,366	29%	30,096	-30%	18,722	18,154	13%
FAVÖK Marjı	11.8%	14.1%	-228 bps	28.8%	-1700	10.2%	9.8%	159 bps
Net Kar	19,937	17,589	13%	7,217	176%	12,235	16,110	63%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	212.00
Güncel Fiyat, TL	161.40
Getiri Potansiyeli	31%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	310,985
Firma Değeri, mn TL	244,409

## Finansal Veriler

## Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	561,105	774,187	906,780	964,389
FAVÖK, mn TL	78,581	72,160	65,090	80,140
Net Kâr, mn TL	55,209	49,965	48,638	62,118

## Borçluluk

Net Borç, mn TL	-62,697	-61,697	-50,945	-67,961
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8

## Kârlılık

FAVÖK Marjı	14.0%	9.3%	7.2%	8.3%
Net Marj	9.8%	6.5%	5.4%	6.4%
Temettü Verimi	13.2%	13.0%	12.1%	11.6%

## Büyüme

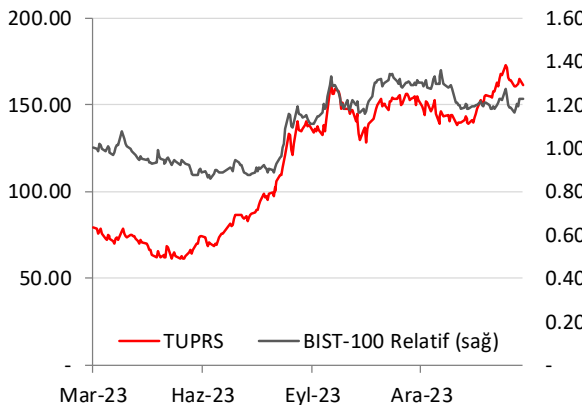
Ciro, y/y	16.5%	38.0%	17.1%	6.4%
FAVÖK, y/y	41.4%	-8.2%	-9.8%	23.1%
Net Kâr, y/y	34.5%	-9.5%	-2.7%	27.7%

## Değerleme Verisi

F/K	3.7	6.2	6.4	5.0
FD/FAVÖK	1.8	3.4	3.8	2.8
FD/Ciro	0.2	0.3	0.3	0.2

## Hisse Verileri

Nominal Getiri	3.9%	4.7%	108.8%	12.9%
BİST-100 Relatif	1.1%	-4.9%	22.2%	-5.3%
AOİH, mn TL	4,864	3,672	3,837	3,865



Piyasa verileri 4 Mart 2024 tarihlidir.

**Çeyreksel Özet (Enflasyon Muhasebesine Göre Düzeltilmemiş)**

milyon TL	Özet Finansallar								Beklentilerle Karşılaştırma		
	4Ç23	4Ç22	y/y	3Ç23	ç/ç	2023	2022	y/y	Piyasa	AK	Piyasa
Net Satışlar	178,736	116,026	54%	104,405	71%	561,105	481,765	16%	182,768	184,649	-2%
FAVÖK	21,145	16,366	29%	30,096	-30%	78,581	55,587	41%	18,722	18,154	13%
FAVÖK Marjı	11.8%	14.1%	-228 bps	28.8%	-1700	14.0%	11.5%	247 bps	10.2%	9.8%	159 bps
Net Kar	19,937	17,589	13%	7,217	176%	55,209	41,045	35%	12,235	16,110	63%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

**Enflasyon Muhasebesine Göre Finansal Sonuçlar**

milyon TL	12A23	12A22	y/y
Net Satışlar	686,529	916,751	-25%
FAVÖK	96,240	103,202	-7%
FAVÖK Marjı	14.0%	11.3%	276 bps
Parasal Pozisyon Kayıp/Kazanç	-11,747	13,280	n.m.
Net Kar	53,577	61,314	-13%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

**2023 Finansal Tablolarıyla İlgili Diğer Önemli Noktalar:**

Enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş sonuçlarda karşılaştırmayı sadece tüm yıl verileri üzerinden yapabiliyoruz. Buna göre, enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş şekilde, Tüpraş'ın FAVÖK'ü 2023'te %7 daralarak 96,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Daha düşük kapasite kullanımı ve ürün marjlarının tarihi yüksek seviyelerinden gerilemiş olması FAVÖK'teki düşüşün temel nedenleriydi. Tüpraş 2023'te 3 milyar TL'lik stok karı yazarken, 2022'de 176 milyon TL'lik stok zararı kaydetmişti. Enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş net kar 2023'te yıllık %13 düşerek 53,6 milyar TL seviyesine geriledi. Net kardaki düşüş faaliyet karındaki gerileme ve parasal pozisyon kayıp/kazancındaki farklardan kaynaklandı.



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 dayanılarak 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. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet 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.