

TÜPRAŞ

Endeksin Üzerinde Getiri
(Değişiklik yok)

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Zayıf 1Y24 finansal performansı fiyatlanmış olabilir...

Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı %15 artırarak 244TL'ye yükseltiyoruz... 1Ç24 sonuçları, ürün marjları için revize beklentilerimiz, yeni makro tahminlerimiz ve USD bazlı bir değerlemeye geçmemiz sebebiyle tahminlerimizde değişiklik yaptık. Tüpraş için i) yüksek faiz ortamına uyum sağlayabilen defansif iş modeli, ii) 32 milyar TL'lik (1 milyar USD) net nakdi ile güçlü bilançosu, iii) %52'lik yükseliş potansiyeline işaret eden cazip değerlemesiyle beraber ikinci bir temettü ihtimali ve iv) doğalgaz fiyatlarındaki gerilemeye rağmen nispeten güçlü kalan ürün marjları sebebiyle "Endeksi Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Cazip değerlendirme... Tüpraş, 6,7x 2024T F/K ve 3,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre %30 iskontolu işlem görmektedir. Tüpraş hissesi, 7 Mayıs'ta model portföyden çıkardığımızdan beri %20 düşerek endeksin %18 altında performans gösterdi. Her ne kadar 2Ç24 karlılığı zayıf görünse de, %52 yükseliş potansiyeline işaret eden mevcut değerlemenin cazip olduğunu düşünüyoruz.

Stok harici rafinaj faaliyetlerinde elde edilen FAVÖK'ün 2024'te daralmasını bekliyoruz... İzmit Rafinerisi'nde 196 milyon USD'lik FAVÖK kaybına yol açan planlı büyük bakım durumu, ürün marjlarında tarihi ortalamaların üzerinde seyretse de hafif gerileme ve ağır-hafif ham petrol makasında Tüpraş aleyhine bozulma beklentimize paralel olarak, stok harici rafinaj FAVÖK'ünün 2023'teki 2,8 milyar USD seviyesinden 2024'te 2,1 milyar USD'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Enflasyon muhasebesine göre, 2024'te TL bazında FAVÖK ve net karda sırasıyla %7 ve %13 reel daralma öngörüyoruz... Reel daralmanın, daha önce bahsettiğimiz gibi ürün marjlarında normalleşme, RUP bakım durumunun etkisi ve daralan ağır-hafif ham petrol makasının olumsuz etkisinden kaynaklanacağını düşünüyoruz. Bu arada Tüpraş'ın 2024'te 8,4 milyar TL'lik parasal pozisyon kaybı (1Ç24: -5,6 milyar TL) yazacağını tahmin ediyoruz.

Tahminlerimize riskler... Küresel büyümenin aşağı yönlü baskılanması, bölgesel ürün arzında yaşanabilecek artış ve beklentimizden yüksek gelebilecek doğalgaz tarife artışı değerlememize aşağı yönlü risk oluşturabilir. Öte yandan, Entek'in depolamalı enerji santrali yatırımlarıyla ilgili olumlu gelişmeler, doğalgaz tarifesinde beklediğimizden daha uzun bir zamana yayılacak fiyat artışı ve ağır ham petrol bulunabilirliğinin artması değerlememize yukarı yönlü risk oluşturabilir.

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	244.00
Güncel Fiyat, TL	160.90
Getiri Potansiyeli	52%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	310,021
Firma Değeri, mn TL	249,257

Finansal Veriler**Özet UFRS Finansallar - UMS29**

	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	686,529	924,234	1,013,687	1,064,689
FAVÖK, mn TL	96,240	84,174	78,399	85,962
Net Kâr, mn TL	53,577	47,793	40,580	60,083

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-62,697	-58,730	-72,260	-91,337
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-0.7	-0.9	-1.1

Kârlılık

FAVÖK Marjı	14.0%	9.1%	7.7%	8.1%
Net Marj	7.8%	5.2%	4.0%	5.6%
Temettü Verimi	8.7%	14.0%	12.2%	12.8%

Büyüme, Reel

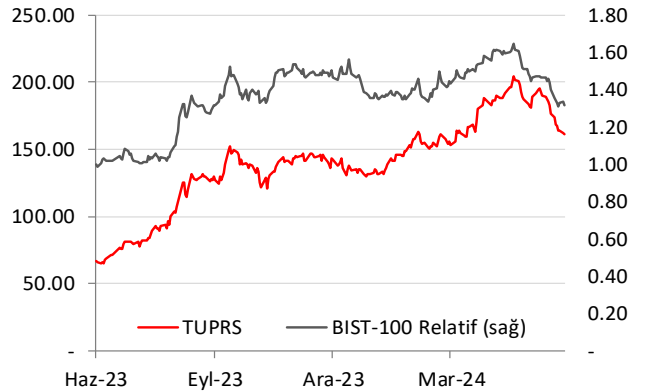
Ciro, y/y	-25.1%	-6.2%	-12.2%	-7.8%
FAVÖK, y/y	-6.7%	-39.0%	-25.5%	-3.8%
Net Kâr, y/y	-12.6%	-37.8%	-32.1%	29.9%

Değerleme Verisi

	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.8	6.5	7.6	5.2
FD/FAVÖK	2.5	2.9	2.8	2.3
FD/Ciro	0.4	0.3	0.2	0.2

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-14.0%	2.2%	131.3%	19.6%
BİST-100 Relatif	-12.6%	-7.1%	29.4%	-11.1%
AOİH, mn TL	5,274	4,421	4,474	4,215



Piyasa verileri 11 Haziran 2024 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon USD)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	29,048	23,321	24,440	23,790	22,616
Brüt Kar	3,785	3,728	2,777	2,384	2,326
Operasyonel Giderler	-497	-664	-721	-729	-696
Faaliyet Karı	3,289	3,063	2,057	1,655	1,631
FAVÖK	3,345	3,269	2,226	1,829	1,807
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-539	-562	-336	-225	-203
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	19	36	54	70	84
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	3	3	3	4	4
Finansal Gelir / (Gider)	-368	-575	-184	-82	11
Vergi Öncesi Kar	2,404	1,964	1,594	1,421	1,527
Vergi Geliri / (Gideri)	84	-134	-149	-113	-136
Azınlık Payları	13	10	8	7	8
Net Kar	2,475	1,820	1,438	1,301	1,383
Hisse Başı Net Kar	168	28	27	29	35
Hisse Başı Temettü	0	18	25	21	22

Nakit Akım Tablosu (milyon USD)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Faaliyet Karı	3,289	3,063	2,057	1,655	1,631
Amortisman ve İtfa Payları	56	206	169	174	177
İşletme Sermayesindeki Değişim	-863	903	-499	204	-10
Ödenen Vergi	-141	-359	-404	-317	-304
Sabit Sermaye Yatırımları	-166	-421	-500	-400	-400
Serbest Nakit Akımı	2,174	3,393	823	1,316	1,092
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	7%	15%	3%	6%	5%
Ödenen Temettü	-2	-1,163	-1,314	-964	-877
Net Nakitteki Artış (Azalış)	-425	-982	-27	-253	-51

Büyüme	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	71.4%	-19.7%	4.8%	-2.7%	-4.9%
Brüt Kar	140.0%	-6.9%	-32.9%	-19.5%	-1.5%
FAVÖK	129.3%	-2.3%	-31.9%	-17.8%	-1.2%
Net Kar	564.3%	-26.5%	-21.0%	-9.5%	6.3%

Karlılık	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Brüt Kar Marjı	13.0%	16.0%	11.4%	10.0%	10.3%
Operasyonel Gider Marjı	-1.7%	-2.8%	-2.9%	-3.1%	-3.1%
Faaliyet Kar Marjı	11.3%	13.1%	8.4%	7.0%	7.2%
FAVÖK Marjı	11.5%	14.0%	9.1%	7.7%	8.0%
Net Kar Marjı	8.5%	7.8%	5.9%	5.5%	6.1%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	69.3%	26.7%	20.8%	17.9%	17.8%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	46.3%	22.7%	17.8%	15.8%	16.1%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon USD)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Dönen Varlıklar	6,402	6,833	7,084	6,780	6,661
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,662	3,330	2,766	2,675	2,696
Ticari Alacaklar	1,145	1,374	1,561	1,520	1,445
Stoklar	1,928	1,510	2,106	1,903	1,804
Diğer Dönen Varlıklar	667	619	650	682	717
Duran Varlıklar	2,630	5,627	6,119	6,499	6,888
Maddi Duran Varlıklar	1,760	4,546	4,878	5,103	5,327
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30	145	152	159	167
Kullanım Hakkı Varlıkları	12	24	25	26	27
Diğer Duran Varlıklar	829	912	1,065	1,211	1,367
Toplam Varlıklar	9,032	12,460	13,203	13,279	13,549
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,219	5,274	5,186	5,108	4,999
Finansal Borçlar	641	1,018	254	265	275
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	2,818	3,328	3,610	3,568	3,382
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	760	929	1,321	1,276	1,342
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,220	292	1,016	822	676
Finansal Borçlar	1,138	182	900	699	545
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	82	110	116	123	131
Özkaynaklar	3,593	6,894	7,001	7,349	7,874
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,569	6,820	6,926	7,270	7,790
Ödenmiş Sermaye	15	65	53	46	40
Rezerv ve Diğer Kalemler	958	1,131	1,126	1,140	1,159
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararı)	401	3,803	4,310	4,783	5,208
Dönem Net Karı / (Zararı)	2,195	1,820	1,438	1,301	1,383
Azınlık payları	24	74	75	79	84
Toplam Kaynaklar	9,032	12,460	13,203	13,279	13,549

Borçluluk	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Borç (Nakit)	-883	-2,130	-1,612	-1,711	-1,875
Net Borç / FAVÖK	-0.3	-0.7	-0.7	-0.9	-1.0

Rasyo Analizi	2022	2023	2024E	2025E	2026E
F / K	3.9	5.3	6.7	7.4	6.9
FD / FAVÖK	1.6	1.2	3.5	4.1	4.1
FD / Net Satışlar	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Temettü Verimi	0.0%	12.1%	13.7%	10.0%	9.1%

Makro Tahminler	2022	2023	2024E	2025E	2026E
US\$/TL Ortalama	16.59	23.79	32.94	39.38	45.40
US\$/TL Yıl sonu	18.70	29.44	36.43	42.23	48.70
EUR/TL Ortalama	17.40	25.72	35.43	43.53	51.08
EUR/TL Yıl sonu	19.93	32.57	39.35	47.30	55.03
TÜFE Ortalama	72.0%	53.9%	57.8%	31.2%	18.4%

Gelir Tablosu (milyon TL) - UMS29	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	916,751	686,529	924,234	1,013,687	1,064,689
Brüt Kar	113,080	109,732	105,037	101,594	109,508
Operasyonel Giderler	-16,159	-19,556	-27,251	-31,068	-32,744
Faaliyet Karı	96,921	90,177	77,786	70,527	76,764
FAVÖK	103,202	96,240	84,174	78,399	85,962
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-20,668	-16,549	-12,232	-9,500	-9,874
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-16	1,051	2,026	2,968	3,935
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-7,548	82	127	157	191
Finansal Gelir / (Gider)	-13,461	-5,194	-6,699	-3,477	543
Parasal Kazanç / (Kayıp)	13,280	-11,747	-8,390	-16,401	-5,208
Vergi Öncesi Kar	68,508	57,820	52,616	44,274	66,351
Vergi Geliri / (Gideri)	-6,963	-3,948	-4,560	-3,471	-5,937
Azınlık Payları	232	295	263	223	331
Net Kar	61,314	53,577	47,793	40,580	60,083
Hisse Başı Net Kar	222.8	27.8	24.8	21.1	31.2
Hisse Başı Temettü	0.2	17.8	22.5	19.7	20.7

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - UMS29	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Faaliyet Karı	96,921	90,177	77,786	70,527	76,764
Amortisman ve İtfa Payları	6,282	6,064	6,388	7,872	9,198
İşletme Sermayesindeki Değişim	-25,948	26,585	-22,874	12,220	3,784
Ödenen Vergi	-4,047	-10,564	-14,158	-12,468	-13,144
Sabit Sermaye Yatırımları	-4,283	-12,384	-18,217	-16,891	-19,481
Serbest Nakit Akımı	68,924	99,876	28,925	61,260	57,121
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	8%	15%	3%	6%	5%
Ödenen Temettü	-69	-34,248	-43,286	-37,967	-39,814
Net Nakitteki Artış (Azalış)	-30,448	-30,121	10,394	-9,764	1,770

Büyüme, Reel	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	-25.1%	-6.2%	-12.2%	-7.8%	-7.8%
Brüt Kar	-7.0%	-39.9%	-27.4%	-4.5%	-4.5%
FAVÖK	-6.7%	-39.0%	-25.5%	-3.8%	-3.8%
Net Kar	-12.6%	-37.8%	-32.1%	29.9%	

Karlılık	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Brüt Kar Marjı	12.3%	16.0%	11.4%	10.0%	10.3%
Operasyonel Gider Marjı	-1.8%	-2.8%	-2.9%	-3.1%	-3.1%
Faaliyet Kar Marjı	10.6%	13.1%	8.4%	7.0%	7.2%
FAVÖK Marjı	11.3%	14.0%	9.1%	7.7%	8.1%
Net Kar Marjı	6.7%	7.8%	5.2%	4.0%	5.6%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	34.5%	26.7%	16.4%	11.1%	13.7%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	26.3%	22.7%	14.3%	10.0%	12.6%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL) - UMS29	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Dönen Varlıklar	197,510	201,149	267,305	292,729	328,805
Nakit ve Nakit Benzerleri	82,008	98,024	100,794	112,949	131,304
Ticari Alacaklar	35,290	40,439	56,889	64,184	70,372
Stoklar	59,453	44,464	85,940	86,777	92,230
Diğer Dönen Varlıklar	20,759	18,222	23,681	28,819	34,899
Duran Varlıklar	150,191	165,644	253,478	327,712	390,143
Maddi Duran Varlıklar	128,588	133,839	206,602	267,195	314,798
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,809	4,255	6,105	7,628	8,693
Kullanım Hakkı Varlıkları	671	693	994	1,242	1,415
Diğer Duran Varlıklar	18,123	26,857	39,777	51,648	65,237
Toplam Varlıklar	347,700	366,794	520,783	620,441	718,949
Kısa Vadeli Yükümlülükler	130,004	155,271	188,442	214,641	242,858
Finansal Borçlar	19,764	29,968	9,273	11,177	13,406
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	86,839	97,956	131,541	150,655	164,697
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,401	27,347	47,629	52,809	64,755
Uzun Vadeli Yükümlülükler	38,284	8,582	37,439	35,128	33,428
Finansal Borçlar	35,055	5,358	32,791	29,512	26,561
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,230	3,224	4,648	5,616	6,867
Özkaynaklar	179,413	202,941	294,901	370,672	442,662
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	177,884	200,763	291,737	366,695	437,913
Ödenmiş Sermaye	275	1,927	1,927	1,927	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	27,531	33,291	47,768	59,692	68,030
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	88,765	111,968	194,249	264,496	307,873
Dönem Net Karı / (Zararı)	61,314	53,577	47,793	40,580	60,083
Azınlık payları	1,528	2,178	3,164	3,977	4,750
Toplam Kaynaklar	347,700	366,794	520,783	620,441	718,949

Borçluluk	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Borç (Nakit)	-27,190	-62,697	-58,730	-72,260	-91,337
Net Borç / FAVÖK	-0.3	-0.7	-0.7	-0.9	-1.1

Rasyo Analizi	2022	2023	2024E	2025E	2026E
F / K	5.1	5.8	6.5	7.6	5.2
FD / FAVÖK	0.4	1.4	2.9	2.8	2.3
FD / Net Satışlar	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
Temettü Verimi	0.0%	11.0%	14.0%	12.2%	12.8%

Makro Tahminler	2022	2023	2024E	2025E	2026E
US\$/TL Ortalama	16.59	23.79	32.94	39.38	45.40
US\$/TL Yıl sonu	18.70	29.44	36.43	42.23	48.70
EUR/TL Ortalama	17.40	25.72	35.43	43.53	51.08
EUR/TL Yıl sonu	19.93	32.57	39.35	47.30	55.03
TÜFE Ortalama	72.0%	53.9%	57.8%	31.2%	18.4%

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı %15 artırarak 244TL'ye yükseltiyoruz... 1Ç24 finansal sonuçları, ürün marjlarıyla ilgili beklentilerimizdeki değişiklik, yeni makro tahminlerimiz ve USD bazlı bir değerlemeye geçmemiz sebebiyle Tüpraş için hedef fiyat ve tahminlerimizde değişiklik yaptık. Tüpraş için i) yüksek faiz ortamına uyum sağlayabilen defansif iş modeli, ii) 32 milyar TL'lik (1 milyar USD) net nakdi ile güçlü bilançosu, iii) %52'lik yükseliş potansiyeline işaret eden cazip değerlemesiyle beraber ikinci bir temettü ihtimali ve iv) doğalgaz fiyatlarındaki gerilemeye rağmen nispeten güçlü kalan ürün marjları sebebiyle "Endeksi Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Cazip değerlendirme... Tüpraş, 6,7x 2024T F/K ve 3,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %30 iskontolu işlem görmektedir. Tüpraş hissesi, 7 Mayıs'ta model portföyümüzden çıkardığımızdan beri %20 düşerek endeksin %18 altında performans gösterdi. Her ne kadar 2Ç24 karlılığı zayıf görünse de, %52 yükseliş potansiyeline işaret eden mevcut değerlemenin cazip olduğunu düşünüyoruz.

Tüpraş için hem İNA'da hem de çarpan analizinde USD bazlı bir değerlendirme uyguluyoruz. İNA için USD bazlı risksiz getiri oranını %8,0 alırken, sonsuz dönemde risksiz getiri oranı varsayımımızı %6,0'a düşürüyoruz.

Tüpraş Değerleme		
Özkaynak Değeri	Milyon USD	Ağırlık
İNA	11,224	50%
2024T FD/FAVÖK çarpanı @5.3x	12,965	25%
2024T F/K çarpanı @9.7x	13,984	25%
Makul Değer	12,349	
1Ç25 sonu USD/TL	38.04	
Hedef Piyasa Değeri, milyon TL	469,795	
12-Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	243.8	
Güncel Fiyat, TL	160.9	
12-Aylık Toplam Beklenen Getiri	52%	

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Tüpraş İNA Analizi

milyon USD	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Brent Petrol Tahmini (USD/v)	85.0	85.0	80.0	80.0	80.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Net Satışlar	24,440	23,790	22,616	22,717	22,565	20,993	21,099	21,159	21,161	21,163
% büyüme	5%	-3%	-5%	0%	-1%	-7%	1%	0%	0%	0%
FAVÖK- Rafinaj	2,165	1,772	1,750	1,663	1,467	1,167	1,584	1,571	1,540	1,509
FAVÖK - Elektrik Üretimi	62	58	57	57	58	58	70	70	71	71
FAVÖK	2,226	1,829	1,807	1,720	1,524	1,225	1,654	1,642	1,611	1,580
FAVÖK Marjı	9.1%	7.7%	8.0%	7.6%	6.8%	5.8%	7.8%	7.8%	7.6%	7.5%
Ağırlıklı Ortalama Ürün Marjı (USD/v)	9.4	9.7	9.1	8.7	7.7	6.8	8.1	8.0	7.9	7.7
Ödenen Vergiler	-404	-317	-304	-285	-246	-191	-260	-255	-248	-241
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-499	204	-10	9	14	4	-32	1	1	1
Yatırım Harcamaları	-500	-400	-400	-400	-400	-420	-360	-360	-360	-360

Serbest Nakit Akışı	823	1,316	1,092	1,045	893	619	1,002	1,027	1,005	980
İndirgeme Oranı	0.92	0.81	0.72	0.64	0.57	0.51	0.45	0.40	0.36	0.32
SNA Bugünkü Değer (2024-2033)	5,662									
Sonsuz Değer (@ %0.5)	3,013									
Net Nakit (1Ç24 sonu düzeltilmiş)	975									
İştirak ve Azınlık Düzeltmeleri	215									
12- Aylık Hedef Piyasa Değeri @ (1+özkaynak m	11,224									

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Defansif gelir yapısı... İç piyasada motorin ve benzin talebi 2023 yılında sırasıyla %6,0 (2012-2022: %4,6) ve %23,6 (2012-2022: %5,9) büyüdü. Yüksek faiz ve zayıf ekonomik aktiviteye rağmen 1Ç24'te motorin talebi %3,0 büyürken, benzin talebi %18,0 artış gösterdi.

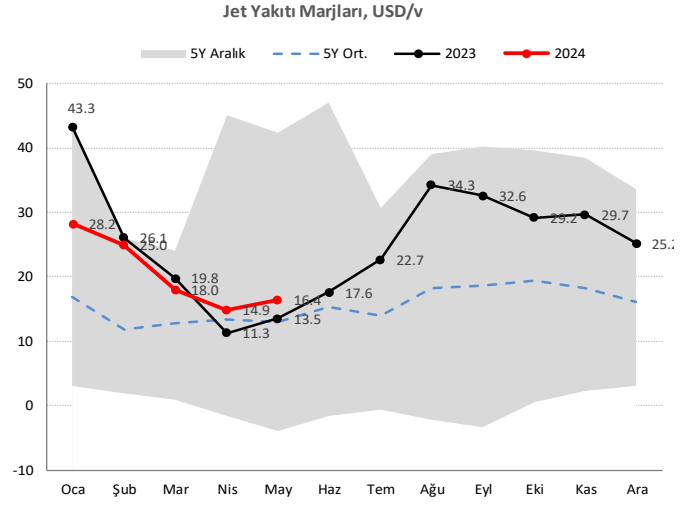
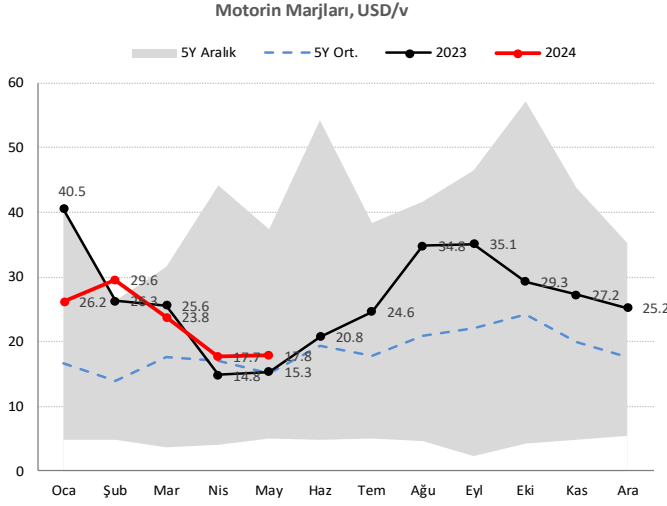
Tüpraş, güçlü net nakit pozisyonuyla yüksek faiz ortamına uyum sağlıyor... Tüpraş'ın 1Ç24 sonunda net nakit pozisyonu 52 milyar TL (1,6 milyar USD) seviyesinde bulunurken, şirket Nisan ayında 20 milyar TL'lik temettü dağıtımını gerçekleştirdi. Net nakit, Kızıldeniz'deki jeopolitik gelişmelerden dolayı yoldaki stoklar kaynaklı artan işletme sermayesi sebebiyle 4Ç23'e göre azaldı (4Ç23: 62,7 milyar TL – 2,1 milyar USD). Tüpraş değişen finansal koşullara göre net nakit pozisyonunu efektif bir şekilde yönetmektedir. 1Ç24 sonundaki finansal dipnotlardan okuduğumuz kadarıyla, şirketin brüt nakdinin %80'i (70 milyar TL) vadeli mevduatta değerlendirilirken, bu tutarın %60 kadarı (38 milyar TL) ortalama %50,3 faizle TL vadeli mevduatta tutulmaktadır. Yüksek nakit akışının yanı sıra düşük yatırım ihtiyacı sebebiyle Tüpraş'ın serbest nakit akışının önümüzdeki 5 yıl içerisinde yıllık 0,8-1,3 bandında olacağını tahmin ediyoruz. Buna göre, yüksek temettü dağıtılmasına rağmen net nakit pozisyonunun 1,6-2,0 milyar USD seviyelerinde korunmasını bekliyoruz.

2024'ün ikinci yarısında tekrar bir nakit temettü dağıtma ihtimali... Tüpraş Nisan-24'te hisse başına 10,37993TL nakit temettü dağıtırken yılın ikinci yarısında finansal koşullara bağlı olarak ek temettü dağıtma ihtimaline de işaret etti. Toplam dağıtılabılır kar 55 milyar TL iken 20 milyar TL'lik ilk temettü ödemesi düşünüldüğünde şirketin ikinci temettü için de imkanı bulunuyor. Tüpraş'ın 2Y24'te 23 milyar TL'lik ek temettü dağıtmasını bekliyoruz.

Beklenen doğalgaz zamlarında öteleme olması muhtemel... Sanayi ve elektrik üretimi amaçlı tüketim için doğalgaz tarifeleri 1Y24'te sırasıyla 11.391 TL/m³ ve 12.000 TL/m³ seviyelerinde olurken, geçen senenin aynı dönemine göre %10 ve %4'lük gerilemeye denk geldi. Öte yandan, USD bazında tarifeler geçen seneye göre yaklaşık %40 düşmüş oldu. Yerel seçimler sonrasında piyasada, doğalgaza verilen sübvansiyonun kademeli olarak kaldırılacağı beklentisi vardı. Ancak, şu ana kadar tarifede bir değişiklik olmamakla birlikte enflasyonla mücadele kapsamında bu zamların ötelenmesi/zamana yayılması ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Biz yine de değerlememizde Temmuz ve Ekim aylarında %20'şer doğalgaz zammı varsayımını kullandık. Bu zamların 2-3 sene gibi daha uzun zamana yayılma ihtimali değerlememiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

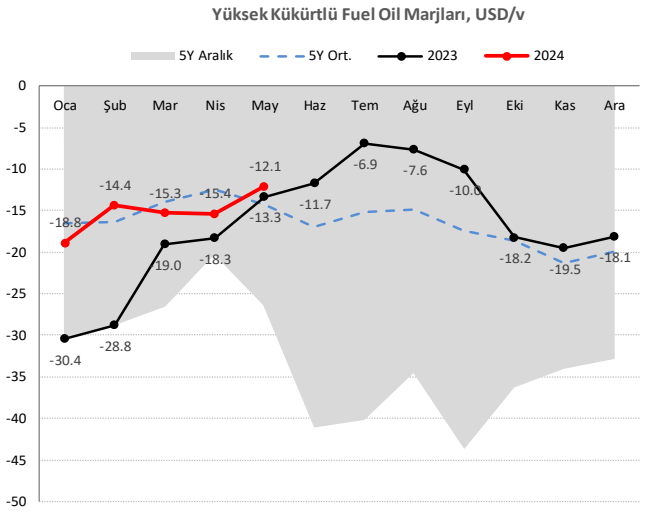
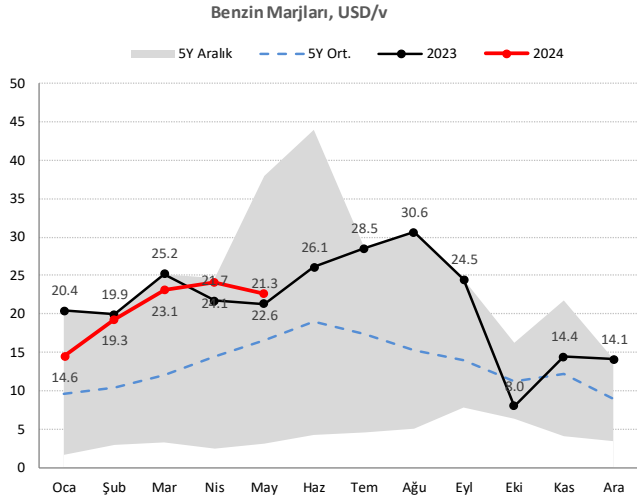
Ürün marjlarında 2Ç24'te bir gerileme olsa da tarihi ortalamaların üstü seviyeler devam ediyor... Motorin ve jet yakıtı marjları Ocak-Mayıs 2024 döneminde geçen seneye göre sırasıyla %10 ve %6 düşerek 23,0 USD/v ve 20,5 USD/v seviyelerine geriledi. Benzin marjları aynı dönemde geçen seneye göre %4 düşerek 20,7 USD/v seviyesinde seyretti. Öte yandan, Covid öncesi dönemde, 2009-2019 ortalama motorin, jet yakıtı ve benzin marjları sırasıyla 13,9 USD/v, 12,3 USD/v ve 10,8 USD/v seviyelerinde seyretmişti. Jeopolitik gelişmelerden dolayı (Süveyş Kanalı, Rusya rafinerilerine saldırılar gibi) ürün arzında yaşanan problemler, Rusya işlenmiş petrol ürünlerine karşı yaptırımlar, güçlü taleple beraber yeni rafineri kapasitelerinin yetersiz olması ürün marjlarının ortalamalar üstünde kalmasına neden oldu. Son değerlememizde, jeopolitik gerginliklerin devamının ürün marjlarında olası bir normalleşmeyi erteleme ihtimalini düşünerek özellikle 2025 ürün marjı tahminlerimizi yukarı çektik.

Ürün Marjları (USD/v)



Kaynak: Tüpraş

Ürün Marjları (USD/v)



Kaynak: Tüpraş

1Y24'te zayıf karlılık... Tüpraş'ın enflasyon muhasebesi (UMS29) ile uyumlu 1Ç24 net karı 320 milyon TL olurken (-%89 y/y) FAVÖK'ü 9.461 milyon TL (-%54 y/y) seviyesinde gerçekleşti. Bu arada, Tüpraş 1Ç24'te 5.609milyon TL parasal pozisyon kaybı yazdı (1Ç23: -3.387 milyon TL). 1Ç24'te hem FAVÖK hem net kar kalemleri beklentimizin altında kaldı. FAVÖK'teki y/y %54'lük düşüş, kuvvetli baz, büyük bakım duruşunun bir aylık etkisi ve daha hafif ham petrol kullanılmasıyla beraber Tüpraş için ağır-hafif ham petrol makasının daralmasından kaynaklandı. Öte yandan, bu dönemde 3,3 milyar TL'lik stok karı FAVÖK'ü destekledi. 1Ç24'te ağırlıklı ortalama ürün marjı 14,5 USD/v olurken, 1Ç23 seviyesi 18,7 USD/v, 4Ç23 seviyesi ise 15,7 USD/v idi. Şirket Yönetimi'nin 2024 ağırlıklı ortalama ürün marjı beklentisi 14,0 USD/v seviyesinde bulunuyor. Şirket Yönetimi, yılın ikinci yarısında yüksek sezon ve bakım duruşlarının tamamlanmasının etkisiyle daha iyi bir finansal performans görmeyi beklerken, 2024 tahminlerinde herhangi bir değişiklik yapmadı. Bu arada, 2Ç24'te iki aylık bakım duruşu etkisi sebebiyle yine zayıf sonuçlar gelebilir. Öte yandan, bakım duruşunun yüksek sezon olan Haziran ayında bitmiş olması daha zayıf sonuçlar görmemizi önleyebilir.

Dönem Özeti	Özet Finansallar				
	TMS29 Sonrası			TMS29 Öncesi	
	3A24	3A23	y/y	3A23	y/y
(milyon TL)					
Net Satışlar	165,473	160,251	3%	92,826	78%
FAVÖK	9,462	20,645	(54%)	12,057	(22%)
FAVÖK Marjı	5.7%	12.9%	(717bps)	13.0%	(727bps)
Parasal Kazanç / (Kayıp)	(5,609)	(3,387)	66%	-	n.m.
Net Kar	320	2,811	(89%)	6,748	(95%)
Operasyonel Nakit Akışı	(15,560)	12,110	n.m.	4,081	n.m.
Serbest Nakit Akışı	(20,822)	12,329	n.m.	4,239	n.m.
Net Borç / (Nakit)	(51,647)	(8,608)	500%	(8,608)	500%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

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 15,9 civarında olduğunu hesaplıyoruz. 2024 için planlanan yatırım bütçesi ise 500 milyon USD. Tüpraş için revize tahminlerimiz şirket yönetiminin beklentileriyle büyük ölçüde uyumludur.

Stratejik Dönüşüm Planında Son Gelişmeler:

Tüpraş'ın stratejik dönüşüm planı 4 ana başlık altında toplanıyor: i) mevcut varlıkları daha rekabetçi ve karlı hale getirebilmek için sürdürülebilir rafinaj faaliyetlerine yatırım, ii) Türkiye'de öncü bir SAF (Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı) üreticisi olmak için yatırım, iii) sıfır-karbon elektrik üretimi ve iv) yeşil hidrojen üretimi.

Sürdürülebilir rafinaj faaliyetleri kapsamında, Tüpraş katma değerli ürünler üretmek ve Kapsam 3 emisyonlarını azaltmak için iki projeye 256 milyon USD'lik yatırım yapacak. "Stratejik Dönüşüm Planı" kapsamında, i) İzmit ve İzmir Rafinerisi Propilen Splitter Projesi ve ii) İzmir Rafinerisi Propan Propilen Depolama ve Satış Sistemi Tesisi Projesi olmak üzere iki projeye toplam 256 milyon USD'lik yatırım kararı alındı. Yeni yatırımın birkaç yıl içerisinde tamamlanması planlanırken yatırım tutarının bir kısmı şirket yönetiminin 2024 yılı için 500 milyon USD'lik yatırım planına dahil edilmiştir.

SAF üretim yatırımı kapsamında, Tüpraş, Tiryaki Agro ile SAF hammaddesi tedariki için bir anlaşma imzaladı. Bu anlaşmaya göre, Ocak 2029'dan itibaren Tiryaki Agro, Tüpraş'a minimum 300bin tonluk bitkisel ve hayvansal atık tedarik edecek. Bu miktar Tüpraş'ın SAF üretimi için yıllık 450bin tonluk bitkisel ve hayvansal atık ihtiyacının üçte ikisine denk geliyor. Ayrıca, anlaşmaya göre Ocak 2025'ten itibaren Tüpraş, Tüpraş Trading üzerinden bu atıkların ticaretini de yapacak.

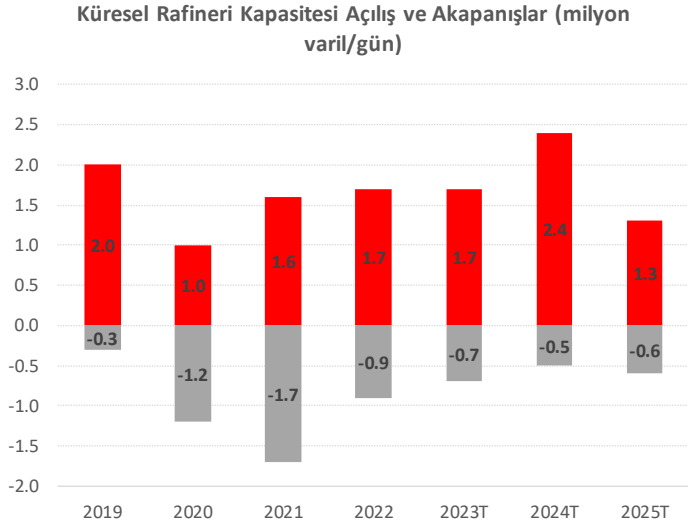
Sıfır-karbon elektrik üretiminde, iştiraki Entek, EPDK'dan toplam kapasitesi 653,3 MW'a ulaşan toplam 11 adet depolamalı güneş/rüzgar santrali kurulumuna dair ön-lisans aldı. Şirket ilerleyen dönemde yatırım miktarları ve finansman ile ilgili ek bilgi paylaşımı yapacak. Mevcut durumda Entek'in kurulu kapasitesi 492MW seviyesinde bulunuyor.

Değerlememizde SAF satışlarından katkının 2027'den itibaren alınacağını, sıfır-karbon elektrik üretiminin Tüpraş'ın kendi elektrik maliyetlerini 2025'ten itibaren hafif azaltacağını varsayıyoruz. Değerlememizde bu sıfır-karbon kapasite artırımı projelerinden herhangi bir katkı dahil etmiyoruz.

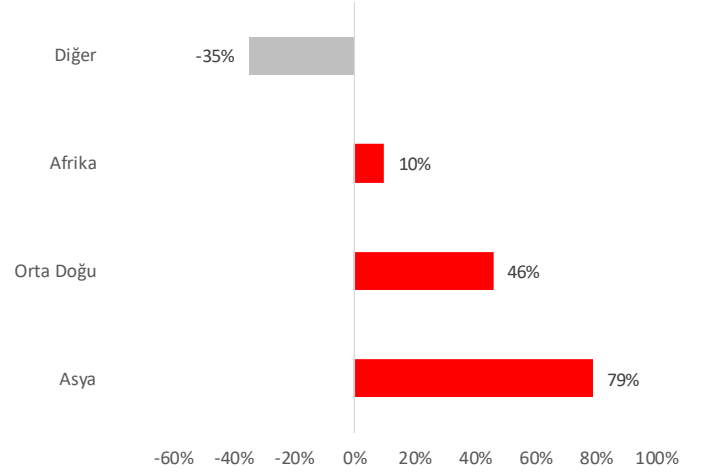
FİNANSALLARA İLİŞKİN BEKLENTİLER

Brent petrol varsayımları... Brent petrol fiyatının 2023'te 82,6 USD/v seviyesinde gerçekleşirken, 2024 Brent varsayımımız 85 USD/v seviyesindedir. Brent petrol fiyatının 2025'te 85 USD/v seviyesinde sabit kalacağını, orta vadede 80 USD/v'e, uzun vadede 75 USD/v'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan, jeopolitik gerginlikler ve elektrikli araç parkının beklenenden daha yavaş artması Brent tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Küresel Rafineri Kapasite Değişimleri

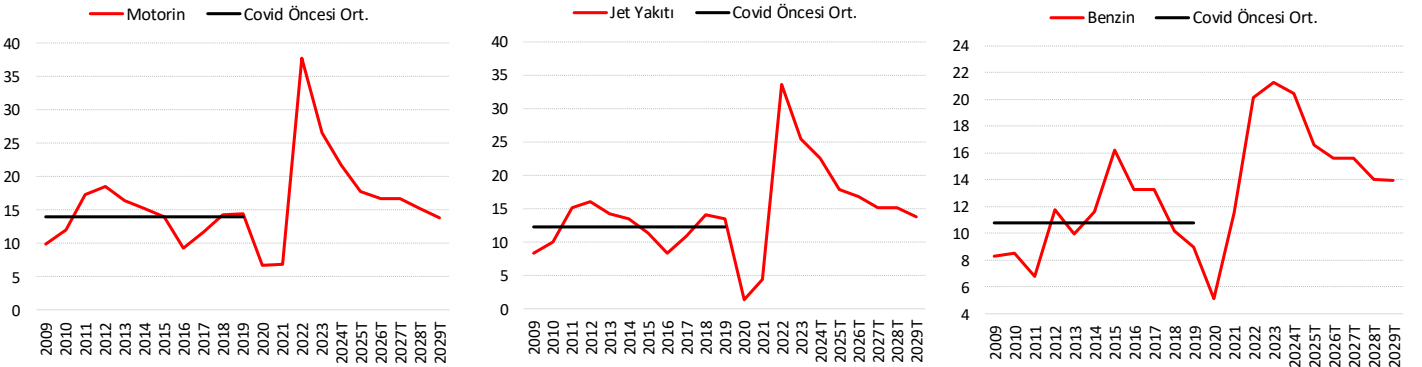


Bölgelere Göre Küresel Rafineri Kapasite Değişimi



Kaynak: Tüpraş

Ürün Marj Tahminleri (USD/bl)



Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Ürün marjlarında 2024'te bir normalleşme başlamasını bekliyoruz... En yüksek seviyelerden aşağıya gelmiş olsa da ürün marjlarının jeopolitik gerginlikler, Rusya rafinerilerine saldırılar gibi sebeplerle tarihi ortalamalarının üzerinde seyretmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Öte yandan, 4Ç24'ten itibaren yeni rafineri kapasitelerinin tam katkısıyla bölgesel ürün arzının destekleneceğini ve ürün marjlarında bir normalleşmenin başlayacağını düşünüyoruz. Orta distilat ürün marjlarının 2023'teki 26 USD/v seviyesinden 2024'te 22 USD/v seviyesine, benzin marjlarının 2023'teki 21 USD/v seviyesinden 2024'te 20 USD/v seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Tüpraş'ın ağırlıklı ortalama ürün marjının ise 2024'te şirket yönetiminin 14,0 USD/v olan beklentisine paralel olarak USD14,1/v

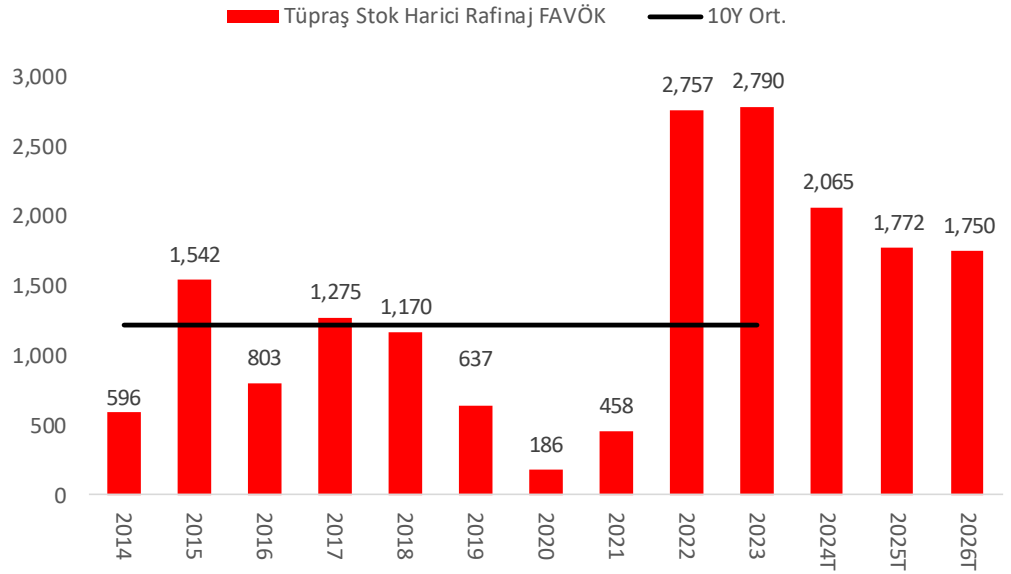
seviyesinde olacağını (2023: 15,9 USD/v) tahmin ediyoruz. 2025-2027 döneminde ağırlıklı ortalama ürün marjının 10,0 USD/v, uzun vadede ağırlıklı ortalama ürün marjının 8,0 USD/v seviyelerine gerileyeceğini öngörüyoruz.

Doğalgaz maliyetlerinde 2024'te USD bazında düşüş... Sanayi ve elektrik üretimi amaçlı tüketim için doğalgaz tarifeleri 1Y24'te sırasıyla 11.391 TL/m³ ve 12.000 TL/m³ seviyelerinde olurken, geçen senenin aynı dönemine göre %10 ve %4'lük gerilemeye denk geldi. Öte yandan, USD bazında tarifeler geçen seneye göre yaklaşık %40 düşmüş oldu. Yerel seçimler sonrasında piyasada, doğalgaza verilen sübvansiyonun kademeli olarak kaldırılacağı beklentisi vardı. Ancak, şu ana kadar tarifede bir değişiklik olmamakla birlikte enflasyonla mücadele kapsamında bu zamların ötelenmesi/zamana yayılması ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Biz yine de değerlememizde Temmuz ve Ekim aylarında %20'şer doğalgaz zammı varsayımını kullandık. Bu zamların 2-3 sene gibi daha uzun zamana yayılma ihtimali değerlememiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Ağır-hafif ham petrol makası 2024'te çok destekleyici olmayabilir... OPEC+ üretim kesintileri, jeopolitik gerginlikler, Rus petrolünün bulunabilirliğinin devamı ile ilgili soru işaretleri 2024'te ağır-hafif ham petrol makasını baskılayabilir. Değerlememizde Tüpraş için ağır-hafif ham petrol makasının 2024'te daralacağını varsaydık.

Stok harici rafinaj faaliyetlerinde elde edilen FAVÖK'ün 2024'te daralmasını bekliyoruz... İzmit Rafinerisi'nde 196 milyon USD'lik FAVÖK kaybına yol açan planlı büyük bakım duruşu, ürün marjlarında tarihi ortalamaların üzerinde seyretse de hafif gerileme ve ağır-hafif ham petrol makasında Tüpraş aleyhine bozulma beklentimize paralel olarak, stok harici rafinaj FAVÖK'ünün 2023'teki 2,8 milyar USD seviyesinden 2024'te 2,1 milyar USD'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Tüpraş Stok Harici Rafinaj FAVÖK (milyon USD)



Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Orta-uzun vadeli beklentiler... 2025 ve 2026'da ürün marjlarındaki normalleşmeden dolayı stok harici rafinaj FAVÖK'ünün 1,8 milyar USD'ye gerilemesini bekliyoruz. Öte yandan, 10 yıllık ortalama FAVÖK 1,2 milyar seviyesinde bulunurken Covid öncesi dönem ortalaması ise 892 milyon USD seviyelerindeydi. Uzun vadede, düşük karbonlu yakıt

alternatiflerine geçilmesi ile beraber talebin daralması varsayımıyla stok harici rafinaj FAVÖK'ünün, stratejik dönüşüm planında SAF katkısı ve elektrik üretim maliyetlerinde olası düşüşü de dahil ederek 1,5 milyar USD seviyelerinde seyretmesini bekliyoruz.

Enflasyon muhasebesine göre finansallara baktığımızda, 2024'te TL bazında FAVÖK ve net karda sırasıyla %7 ve %13 reel daralma öngörüyoruz... Tüpraş'ın 2024'te enflasyon muhasebesi sonrası 84 milyar TL FAVÖK, 48 milyar TL net kar elde etmesini bekliyoruz. Reel daralmanın, daha önce bahsettiğimiz gibi ürün marjlarında normalleşme, RUP bakım duruşunun etkisi ve daralan ağır-hafif ham petrol makasının olumsuz etkisinden kaynaklanacağını düşünüyoruz. Bu arada Tüpraş'ın 2024'te 8,4 milyar TL'lik parasal pozisyon kaybı (1Ç24: -5,6 milyar TL) yazacağını tahmin ediyoruz.

Tahminlerimize riskler... Faiz indirimlerinde olası ertelemelerle birlikte küresel büyümenin aşağı yönlü baskılanması, jeopolitik gerginliklerin sona ermesiyle beraber bölgesel ürün arzında yaşanabilecek artış ve beklentimizden yüksek gelebilecek doğalgaz tarife artışı değerlememize aşağı yönlü risk oluşturabilir. Öte yandan, Entek'in depolamalı enerji santrali yatırımlarıyla ilgili olumlu gelişmeler, doğalgaz tarifesinde beklediğimizden daha uzun bir zamana yayılacak fiyat artışı ve ağır ham petrol bulunabilirliğinin artması değerlememize yukarı yönlü risk oluşturabilir.

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 bilgiler dayanak 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 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.