

TÜPRAŞ

Endeks Üzeri Getiri

Nakit pozisyonunda dikkat çekici artış...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Beklentilerin üzerinde net kar... Tüpraş'ın 3Ç23 net karı 21.306 milyon TL olurken (%84 y/y, %195 q/q), piyasa beklentisi 18.253 milyon TL, AK Yatırım tahmini ise 18.366 milyon TL seviyesindeydi. Tüpraş'ın 3Ç23'te FAVÖK'ü 29.358 milyon TL (%66 y/y, %94 q/q) seviyesinde gerçekleşti, piyasa beklentisi 27.322 milyon TL, AK Yatırım tahmini ise 27.810 milyon TL seviyesindeydi. 9 aylık dönemde Tüpraş'ın net karı ve FAVÖK'ü sırasıyla 35.272 milyon TL (+%50 y/y) ve 56.250 milyon TL (+%46 y/y) oldu.

Net rafineri marjı 3Ç23'te 19,0 USD/v seviyesindeyken, 3Ç22'de 18,3 USD/v, 2Ç23'te ise 9.8 USD/v olarak kaydedilmişti. Güçlü baz etkisine rağmen, Tüpraş'ın **FAVÖK'ü** bu çeyrekte 3Ç22'ye göre USD bazında %11 artarak 1.096 milyon USD seviyesine ulaştı. Ürün marjlarının pozitif etkisi, doğalgaz tarifesinde gerileme ve stok karlarının bu dönemde karlılığa katkısı oldu. Daha yüksek vergi oranına rağmen, yüksek faaliyet karı 3Ç23'te **net karı** destekledi.

Tüpraş'ın **net nakit pozisyonu**, 2Ç23 sonunda 10,1 milyar TL (391 milyon USD) seviyesindeyken, güçlü faaliyet karı ve işletme sermayesindeki önemli iyileşme sayesinde 53,3 milyar TL (1,9 milyar USD) seviyesine yükseldi. Hatırlanacağı gibi, Tüpraş Eylül sonunda 14,5 milyar TL'lik ikinci temettüyü ödemişti. Dolaşımda olmayan hisselerle ilgili temettü Eylül sonunda, dolaşımda olan hisselerle ilgili temettü ise 3 Ekim'de hesaplara geçtiğinden bu temettünün sadece 7,7 milyar TL'lik kısmı 3Ç23'te nakit çıkışı olarak kaydedildi.

Şirket yönetimi, güçlü seyreden ürün marjları sebebiyle net rafineri marjı beklentisini 10-11 USD/v bandından 11-12 USD/v bandına yükseltti (9A23: 13,3, 2022: 16,5).

Yorum ve Tavsiye: 3Ç23 finansal sonuçlarıyla ilgili açıklamanın hisseye olumlu etki etmesini bekliyoruz. Net nakitteki ciddi artış sebebiyle 2023 net kar tahminimizi %28 yukarıya çektik. Tüpraş için hedef hisse fiyatımızı %7 artırarak 200 TL'ye yükseltiyor ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Farkı
Net Satışlar	185,137	150,609	23%	104,405	77%	180,959	183,135	2%
FAVÖK	29,358	17,735	66%	15,105	94%	27,322	27,810	7%
FAVÖK Marjı	15.9%	11.8%	408 bps	14.5%	139 bps	15.1%	15.2%	76 bps
Net Kar	21,306	11,554	84%	7,217	195%	18,523	18,366	15%
Op. Nakit Ak.	53,049	-698	a.d.	1,757	2919%			
Serbest Nakit Ak.	48,688	-1,484	a.d.	846	5653%			
Net Borç	-53,266	-5,795	819%	-10,089	428%			

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	200.00 (önceki 187.50)
Güncel Fiyat, TL	128.50
Getiri Potansiyeli	56%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	247,593
Firma Değeri, mn TL	190,449

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro, mn TL	481,765	589,567	757,676	907,607
FAVÖK, mn TL	55,477	74,808	71,183	56,933
Net Kâr, mn TL	41,045	47,756	45,209	36,096

Borçluluk

	2022	2023T	2024T	2025T
Net Borç, mn TL	-16,501	-47,498	-41,962	-17,150
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.6	-0.6	-0.3

Kârlılık

	2022	2023T	2024T	2025T
FAVÖK Marjı	11.5%	12.7%	9.4%	6.3%
Net Marj	8.5%	8.1%	6.0%	4.0%
Temettü Verimi	-	10.9%	15.9%	14.7%

Büyüme

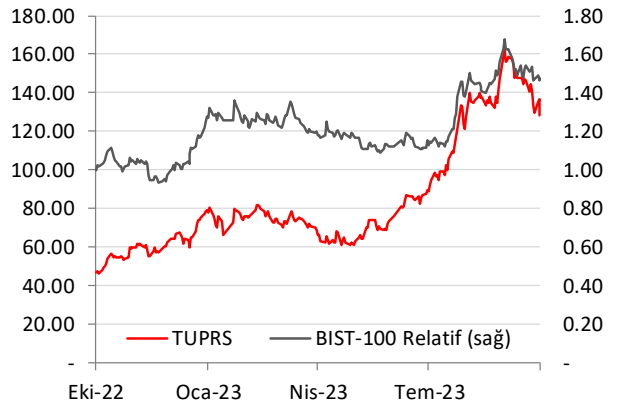
	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro, y/y	215.9%	22.4%	28.5%	19.8%
FAVÖK, y/y	314.1%	34.8%	-4.8%	-20.0%
Net Kâr, y/y	1074.4%	16.4%	-5.3%	-20.2%

Değerleme Verisi

	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	1.9	5.2	5.5	6.9
FD/FAVÖK	1.0	2.6	2.8	4.0
FD/Ciro	0.1	0.3	0.3	0.2

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-18.9%	44.1%	171.0%	91.5%
BİST-100 Relatif	-9.3%	28.2%	45.1%	42.1%
AOİH, mn TL	5,914	5,971	3,741	3,864



Piyasa verileri 25 Ekim 2023 tarihli.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	589,567	757,676	907,607	595,815	722,029	905,733
% büyüme	22%	29%	20%	24%	21%	25%
FAVÖK	74,808	71,183	56,933	70,718	68,887	60,216
FAVÖK Marjı	12.7%	9.4%	6.3%	11.9%	9.5%	6.6%
Net Kar	47,756	45,209	36,096	37,396	43,163	37,097
% büyüme	16.4%	-5.3%	-20.2%	-8.9%	15.4%	-14.1%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	-1%	5%	0%			
FAVÖK	6%	3%	-5%			
Net Kar	28%	5%	-3%			
Hedef Fiyat	200.0			187.5		
Hedef Fiyat Değişimi	7%					

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	150,609	116,026	92,826	104,405	185,137	365,739	382,369
Brüt Kar	19,498	19,466	13,997	17,474	32,803	43,311	64,274
Operasyonel Giderler	1,989	3,084	2,206	2,644	3,752	5,150	8,601
Faaliyet Karı	17,508	16,382	11,791	14,830	29,052	38,160	55,673
FAVÖK	17,735	16,636	12,057	15,105	29,358	38,840	56,520
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-4,261	-2,265	-1,106	-8,292	-1,911	-12,401	-11,308
Vergi Öncesi Kar	13,247	14,116	10,686	6,538	27,141	25,759	44,365
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,629	3,527	-3,893	793	-5,715	-2,142	-8,815
Vergi Sonrası Net Kar	11,619	17,643	6,793	7,331	21,425	23,618	35,550
Azınlık Payları	64	54	45	114	119	162	278
Net Kar	11,554	17,589	6,748	7,217	21,306	23,456	35,272
Büyüme (Yıllık)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	263.0%	103.9%	19.6%	-24.1%	22.9%	282.6%	4.5%
Operasyonel Giderler	146.7%	149.3%	104.1%	27.1%	88.6%	147.6%	67.0%
Faaliyet Karı	626.3%	143.2%	155.5%	-7.5%	65.9%	557.2%	45.9%
FAVÖK	569%	139%	149.8%	-7.2%	65.5%	503.3%	45.5%
Net Kar	1007.3%	1135.2%	511.9%	-33.2%	84.4%	1032.6%	50.4%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Brüt Kar Marjı	12.9%	16.8%	15.1%	16.7%	17.7%	11.8%	16.8%
Operasyonel Gider Marjı	1.3%	2.7%	2.4%	2.5%	2.0%	1.4%	2.2%
Faaliyet Kar Marjı	11.6%	14.1%	12.7%	14.2%	15.7%	10.4%	14.6%
FAVÖK Marjı	11.8%	14.3%	13.0%	14.5%	15.9%	10.62%	14.78%
Efektif Vergi Oranı	12.3%	-25.0%	36.4%	-12.1%	21.1%	8.3%	19.9%
Net Kar Marjı	7.7%	15.2%	7.3%	6.9%	11.5%	6.4%	9.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-0.5%	11.9%	4.4%	1.7%	28.7%	8.2%	15.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-1.0%	9.0%	4.6%	0.8%	26.3%	7.8%	14.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-4%	83%	34%	12%	181%	78%	104%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.5%	0.9%	2.2%	1.0%	0.7%	0.5%	1.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-11.3%	-2.4%	-4.0%	-1.6%	15.7%	-3.2%	6.2%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-698	13,777	4,081	1,757	53,049	30,137	58,887
Düzeltilme Öncesi Kar	11,619	17,643	6,793	7,331	21,425	23,618	35,550
Amortisman ve İtfa Payları	227	255	265	275	307	680	847
İşletme Sermayesindeki Değişim	-17,034	-2,772	-3,747	-1,659	28,995	-11,544	23,588
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	4,491	-1,348	770	-4,190	2,321	17,383	-1,098
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-787	-3,308	158	-911	-4,360	-1,459	-5,113
Sabit Sermaye Yatırımları	-787	-1,060	-1,997	-1,077	-1,359	-1,699	-4,432
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	-2,248	2,155	166	-3,002	240	-681
Serbest Nakit Akımı	-1,484	10,469	4,239	846	48,688	28,678	53,774
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	3,882	-4,998	-11,444	784	-14,352	-15,048	-25,012
Finansal Borçlardaki Değişim	-280	-3,208	-3,335	-1,606	-4,862	-3,677	-9,803
Temettü	0	-40	-12,500	0	-7,707	0	-20,207
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	4,161	-1,750	4,392	2,390	-1,784	-11,371	4,998
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	4,343	5,593	-6,874	5,109	34,971	18,069	33,206

Bilanço (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	121,809	119,711	100,818	128,564	196,666
Nakit ve Nakit Benzerleri	40,094	47,635	38,905	46,343	83,467
Finansal Yatırımlar	2,226	2,135	242	66	3,154
Ticari Alacaklar	29,300	21,418	17,067	30,631	42,096
Stoklar	35,169	36,046	35,412	39,450	52,182
Diğer Dönen Varlıklar	17,247	14,612	9,434	12,141	18,920
Duran Varlıklar	42,678	49,182	50,278	53,388	54,433
Finansal Yatırımlar	86	66	72	197	213
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,560	2,963	2,985	3,489	4,377
Maddi Duran Varlıklar	28,878	32,904	34,582	35,385	36,370
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	534	557	594	584	575
Diğer Duran Varlıklar	10,620	12,692	12,045	13,734	12,898
Toplam Varlıklar	164,487	168,892	151,096	181,952	251,099
Kısa Vadeli Yükümlülükler	94,699	78,895	68,225	85,488	152,675
Finansal Borçlar	13,497	11,994	10,506	10,154	9,470
Ticari Borçlar	68,217	52,699	40,623	59,047	101,225
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,984	14,202	17,096	16,287	41,981
Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,888	22,811	21,378	28,108	25,859
Finansal Borçlar	23,027	21,274	20,033	26,166	23,885
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	861	1,537	1,345	1,942	1,974
Özkaynaklar	45,900	67,186	61,493	68,356	72,565
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	45,482	66,743	60,998	67,775	71,854
Azınlık Payları	419	442	496	581	711
Toplam Kaynaklar	164,487	168,892	151,096	181,952	251,099
Yatırım Sermayesi (IC)	43,192	54,356	54,472	60,275	24,427
İşletme Sermayesi	-3,749	4,765	11,856	11,034	-6,946
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	-1%	1%	2%	2%	-1%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yül	514	5,175	4,194	6,887	-30,007
Toplam Borç	36,525	33,269	30,539	36,320	33,355
Net Borç / (Nakit)	-5,795	-16,501	-8,608	-10,089	-53,266
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.7
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.7
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-37,133	-35,797	-28,934	-39,631	-49,840

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.