

## TÜPRAŞ

## Endeks Üzeri Getiri

## Beklentimizden zayıf sonuçlar...

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. Buna göre, Tüpraş'ın 1Ç24 net karı 320 milyon TL olurken (-%89 y/y) AK Yatırım tahmini ise 978 milyon TL seviyesindeydi. Tüpraş'ın 1Ç24'te FAVÖK'ü 9.461 milyon TL (-%54 y/y) seviyesinde gerçekleşirken, AK Yatırım tahmininin (11.609 milyon TL) altında kaldı. Zayıf operasyonel marjlar tahminlerimizdeki sapmanın temel sebebiydi. Bu arada, Tüpraş 1Ç24'te 5.609milyon TL parasal pozisyon kaybı yazdı (1Ç23: -3.387 milyon TL).

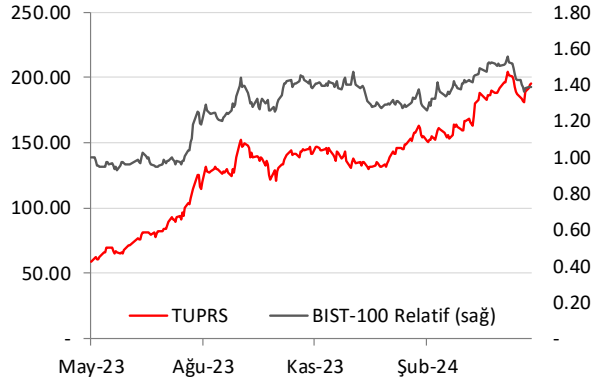
İzmit Rafinerisi'ndeki 1 Mart-1 Haziran dönemini kapsayan planlı bakım duruşuna rağmen **üretim hacmi** geçen seneye göre %19 artarak 5,9milyon ton seviyesinde gerçekleşerek %82'lik bir kapasite kullanım oranına denk geldi. Bu dönemde **satış hacmi** de %10 artarak 7mn ton seviyesine yükseldi. 1Ç24'te **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 14,5 USD/v seviyesinde bulunuyor. **FAVÖK'te** geçen seneye göre yüksek bozulma kuvvetli baz etkisiyle beraber ürün marjlarında gerileme, bir aylık bakım duruşu etkisi ve bakım duruşu sebebiyle daha hafif ham petrol kullanmak zorunda kalmaktan ötürü ham petrol maliyetindeki artıştan kaynaklandı. **Net nakit pozisyonu**, jeopolitik sebeplerle uzayan ham petrol tedarik süresine paralel olarak artan stok miktarı nedeniyle, 4Ç23'e göre bozularak 51,6 milyar TL (1,6 milyar USD) seviyesine geriledi (4Ç23: 62,7 milyar TL – 2,1 milyar USD).

**Yorum ve Tavsiye:** 1Ç24 finansal sonuçlarıyla ilgili açıklamanın hisseye olumsuz etki etmesini bekliyoruz. 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. Tüpraş için tahminlerimizi enflasyon muhasebesi, ürün marjları ve doğalgaz fiyatlarındaki son gelişmeler doğrultusunda gözden geçireceğiz. Hatırlanacağı gibi, 7 Mayıs'taki model portföy güncellememizde Tüpraş'ı azalan yükseliş potansiyeli ve zayıf 2Ç24 beklentileri sebebiyle model portföyümüzden çıkarmıştık.

Dönem Özeti	Özet Finansallar					1Ç23 Üzerindeki TMS29 Etkisi
	TMS29 Sonrası		TMS29 Öncesi		1Ç23 Üzerindeki TMS29 Etkisi	
	3A24	3A23	y/y	3A23		
Net Satışlar	165,473	160,251	3%	92,826	78%	73%
FAVÖK	9,462	20,645	(54%)	12,057	(22%)	71%
FAVÖK Marjı	5.7%	12.9%	(717bps)	13.0%	(727bps)	(11bps)
Parasal Kazanç / (Kayıp)	(5,609)	(3,387)	66%	-	n.m.	n.m.
Net Kar	320	2,811	(89%)	6,748	(95%)	(58%)
Operasyonel Nakit Akışı	(15,560)	12,110	n.m.	4,081	n.m.	197%
Serbest Nakit Akışı	(20,822)	12,329	n.m.	4,239	n.m.	191%
Net Borç / (Nakit)	(51,647)	(8,608)	500%	(8,608)	500%	-

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	212.00			
Güncel Fiyat, TL	194.90			
Getiri Potansiyeli	9%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	375,532			
Firma Değeri, mn TL	320,006			
Finansal Veriler				
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	481,765	561,105	774,187	906,780
FAVÖK, mn TL	55,587	78,581	72,160	65,090
Net Kâr, mn TL	41,045	55,209	49,965	48,638
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-16,501	-62,697	-61,697	-50,945
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.8	-0.9	-0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	11.5%	14.0%	9.3%	7.2%
Net Marj	8.5%	9.8%	6.5%	5.4%
Temettü Verimi	-	7.2%	10.7%	10.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	215.9%	16.5%	38.0%	17.1%
FAVÖK, y/y	315.0%	41.4%	-8.2%	-9.8%
Net Kâr, y/y	1074.4%	34.5%	-9.5%	-2.7%
Değerleme Verisi				
F/K	1.9	6.8	7.5	7.7
FD/FAVÖK	1.0	3.9	4.3	4.8
FD/Ciro	0.1	0.5	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	3.4%	26.3%	239.2%	44.8%
BİST-100 Relatif	-8.5%	8.3%	39.0%	-0.7%
AOİH, mn TL	4,890	4,328	4,318	4,151



Piyasa verileri 22 Mayıs 2024 tarihli.

<b>Özet Finansallar (milyon TL)</b>			
	<b>TMS29 Öncesi</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>
	<b>3A23</b>	<b>3A23</b>	<b>3A24</b>
<b>Gelir Tablosu</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>92,826</b>	<b>160,251</b>	<b>165,473</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>	78,829	136,485	152,298
<b>Brüt Kar</b>	<b>13,997</b>	<b>23,766</b>	<b>13,175</b>
Operasyonel Giderler	2,206	5,251	5,853
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>11,791</b>	<b>18,515</b>	<b>7,322</b>
Amortisman ve İtfa Payları	265	2,130	2,140
<b>FAVÖK</b>	<b>12,057</b>	<b>20,645</b>	<b>9,462</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,106)	(6,039)	(5,430)
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	(620)	(911)	(3,342)
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	257	(429)	282
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	9	16	(0)
Finansal Gelir / (Gider)	(752)	(1,328)	3,241
Monetary Gain / (Loss)	-	(3,387)	(5,609)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>10,686</b>	<b>12,476</b>	<b>1,892</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	(3,893)	(9,600)	(1,477)
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(3,037)	(5,208)	(525)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	(856)	(4,392)	(951)
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>6,793</b>	<b>2,876</b>	<b>415</b>
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-	-	-
Azınlık Payları	45	65	95
<b>Net Kar</b>	<b>6,748</b>	<b>2,811</b>	<b>320</b>
	<b>TMS29 Öncesi</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>
	<b>3A23</b>	<b>3A23</b>	<b>3A24</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>			
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	3.3%
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	11.5%
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	(60.5%)
FAVÖK	n.m.	n.m.	(54.2%)
Net Kar	n.m.	n.m.	(88.6%)
	<b>TMS29 Öncesi</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>
	<b>3A23</b>	<b>3A23</b>	<b>3A24</b>
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>			
Brüt Kar Marjı	15.1%	14.8%	8.0%
Operasyonel Gider Marjı	2.4%	3.3%	3.5%
Faaliyet Kar Marjı	12.7%	11.6%	4.4%
FAVÖK Marjı	13.0%	12.9%	5.7%
Efektif Vergi Oranı	36.4%	76.9%	78.1%
Net Kar Marjı	7.3%	1.8%	0.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	4.4%	7.6%	n.m.
Serbest Nakit Akımı Marjı	4.6%	7.7%	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	33.8%	58.7%	n.m.
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.2%	2.4%	1.2%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	4.0%	2.8%	9.5%
	<b>TMS29 Öncesi</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>
	<b>3A23</b>	<b>3A23</b>	<b>3A24</b>
<b>Nakit Akım Tablosu</b>			
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>4,081</b>	<b>12,110</b>	<b>(15,560)</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	6,793	2,876	415
Amortisman ve İtfa Payları	265	2,130	2,140
İşletme Sermayesindeki Değişim	(3,747)	(4,439)	(15,691)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	770	11,543	(2,424)
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>158</b>	<b>219</b>	<b>(5,261)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(1,997)	(3,864)	(1,966)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	2,155	4,082	(3,296)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>4,239</b>	<b>12,329</b>	<b>(20,822)</b>
<b>Finansman Faaliyetlerden Nakit</b>	<b>(11,444)</b>	<b>(21,907)</b>	<b>6,546</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	(3,335)	(5,766)	725
Temettü	(12,500)	(21,062)	1
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	4,392	4,921	5,820
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>(6,874)</b>	<b>(20,299)</b>	<b>(25,178)</b>

<b>Bilanço</b>	<b>TMS29 Öncesi 3A23</b>	<b>TMS29 Sonrası 3A23</b>	<b>TMS29 Sonrası 3A24</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>100,818</b>	<b>100,818</b>	<b>212,345</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	38,905	38,905	86,485
Finansal Yatırımlar	242	242	4,102
Ticari Alacaklar	17,067	17,067	38,753
Stoklar	35,412	35,412	62,304
Diğer Dönen Varlıklar	9,192	9,192	20,701
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>50,278</b>	<b>50,278</b>	<b>191,139</b>
Finansal Yatırımlar	72	72	480
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,985	2,985	9,117
Maddi Duran Varlıklar	34,582	34,582	153,435
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	594	594	4,864
Diğer Duran Varlıklar	12,045	12,045	23,244
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>151,096</b>	<b>151,096</b>	<b>403,484</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>68,225</b>	<b>68,225</b>	<b>165,291</b>
Finansal Borçlar	10,506	10,506	34,582
Ticari Borçlar	40,623	40,623	95,339
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,096	17,096	35,370
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>21,378</b>	<b>21,378</b>	<b>7,976</b>
Finansal Borçlar	20,033	20,033	4,358
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,345	1,345	3,618
<b>Özkaynaklar</b>	<b>61,493</b>	<b>61,493</b>	<b>230,217</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	60,998	60,998	227,569
Ödenmiş Sermaye	275	275	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	19,092	19,092	34,838
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	34,882	34,882	190,483
Dönem Net Karı / (Zararı)	6,748	6,748	320
Azınlık Payları	496	496	2,648
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>151,096</b>	<b>151,096</b>	<b>403,484</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	54,230	54,230	182,188
İşletme Sermayesi	11,856	11,856	5,717
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	n.m.
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D	3,952	3,952	(8,951)
Toplam Borç	30,539	30,539	38,940
Net Borç / (Nakit)	(8,608)	(8,608)	(51,647)
Net Borç / Son 12A FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Net Borç / Özkaynaklar	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(28,934)	(28,934)	(62,425)

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

## 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.