

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 275.00 TL

27.05.2024
09.00

Yeni Normal, Güçlü Performans

- TUPRS için 275 TL hedef fiyat ve **Endeks Üstü Getiri (EÜ)** tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %45 getiri potansiyeli sunuyor.

Ürün marjları 2024'e de güçlü başladı. Dizel, benzin ve jet yakıtı marjlarında son 5 yıl ortalamasının üzerinde seyir devam ediyor. Yılın ilk çeyreğinde ortalama dizel marjı 26.50\$ ile son 5 yılın ortalaması olan 17 \$'lık Akdeniz marjının yaklaşık %55 üzerinde gerçekleşti. Benzin ve jet yakıtı ürün marjları da sırasıyla 19\$ (5Y ort: 17\$) ve 23.75\$ (5Y Ort: 13\$) ile ilk çeyreği geride bıraktı. Buna karşılık Tüpraş ilk çeyrek bilançosunda; 2023'ün aynı döneminde daha güçlü ürün marjı ve diferansiyellere bağlı oluşan baz etki, aktif RUP bakımı kaynaklı düşen beyaz ürün verimliliği ve enflasyon muhasebesinin yarattığı dezavantaj nedeniyle zayıf bir performans sergiledi. Diğer yandan bu gidişatın 2. çeyrekte tamamlanması planlanan RUP bakımının ardından belirgin biçimde iyileşmesini ve şirketin güçlü bir ikinci yarıyı geçirmesini bekliyoruz.

Yılın kalanında ortalama üzeri ürün marjlarının korunmasını bekliyoruz. Marjlardaki ortalama üzeri seyrin jeopolitik gerginlikler (Kızıldeniz'de Husi saldırıları, Rus rafinerilerine drone saldırıları) nedeniyle güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. ABD'de son 5 yılın ortalamasının altına düşen dizel üretimi ve Avrupa'da ortalamaların altında seyreden dizel stokları, dizel marjlarında yukarı yönlü riskleri daha olası görmemize neden oluyor. 2023'ün son çeyreğinde ABD'den Avrupa'ya rekor kıran dizel ihracatının normalleşebileceğini ve net ithalatçı olan Avrupa bölgesinde dizel fiyatlarının yüksek kalabileceğini düşünüyoruz. Jet yakıtı marjlarında yüksek talebe bağlı fiyatlamaların bu yıl da korunmasını beklerken, benzin marjlarında ortalama üstü hareketin yatay biçimde devamını öngörüyoruz. Değerleme yaparken modelimizde 2024 için şirket beklentisine paralel 14.00\$ net rafineri marjı (NRM) kullanıyoruz. 2024'ten sonra NRM'nin kademeli şekilde normalleşmeye devam etmesini bekliyoruz.

Stratejik dönüşüm Tüpraş'ın uzun vadeli hikayesi olacak. Her ne kadar projeksiyon dönemimizde önemli bir FVAÖK katkısı sağlansa da uzun vadede şirketin kârlılığı üzerinde oluşan risklerin indirgenmesi açısından stratejik dönüşüm planının oldukça önemli olduğunu düşünüyoruz. 2050'ye kadar karbon nötr şirket olmayı hedefleyen Tüpraş'ın dönüşüm planı dört ana segmentten oluşuyor. Başta sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) üretimi olmak üzere, rafineri ürünlerinde sürdürülebilir yapıya dönüşümün ve Entek'in sıfır karbonlu satışlarının, şirketin ürün marjlarına pozitif katkı sağlayacağını öngörüyoruz.

Değerleme: TUPRS için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları ve benzer şirket çarpanları yaklaşımını kullandık. Her iki yöntemde de eşit ağırlık verdik. Değerlememize göre hedef fiyat 275.00 TL ile %45 getiri potansiyeli sunuyor.

Riskler: 1) Pandemi sonrası dönemde kapanan rafineriler, rafine ürün fiyatlarının yükselmesine neden olmuştu. Artık bu trendin tersine dönebileceği bir döneme geçiş yapıyoruz. IEA, Asya bölgesi öncülüğünde 2028 sonuna kadar günlük ham petrol damıtma kapasitesinin net 4.4 mn varil/gün artacağını öngörüyor. 2) Yeşil enerjiye dönüşümle birlikte elektrikli araçların kazandığı pazar payı, benzin ve dizel marjlarını etkileme potansiyeli taşıyor. IEA'ya göre 2023'te günlük 710 bin varil petrol ihtiyacı elektrikli araçlar nedeniyle ortadan kalktı. 3) Ham petrol ve rafineri ürün fiyatlarında olası istikrarsızlık, net kâr ve nakit akışlarında istenmeyen ve beklenmedik dalgalanmalara neden olabilir.

| Mevcut Hisse Fiyatı | 12A Hedef Fiyat | Potansiyel Getiri |
|---------------------|-----------------|-------------------|
| TL190.30 | TL275.00 | 45% |
| Piyasa Değeri | | Firma Değeri |
| TL366,669mn | USD11,407mn | TL315,022mn |

Hisse Senedi Bilgileri (24 Mayıs 2024)

| | | | |
|---------------------------------|---------------------|----------|-------|
| Bloomberg/Reuters: | TUPRS.TI / TUPRS.IS | | |
| Relatif Performans: | 1 ay | 3 ay | 12 ay |
| | -8% | 8% | 38% |
| 12 Ay Fiyat Aralığı (TL): | 57.37 / 204 | | |
| Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay: | 4,390 | | |
| YBB TL Getiri: | 41% | | |
| Beta (2 yıllık, haftalık) | 1.07 | | |
| BIST-100'deki ağırlığı | 4.0% | | |
| Ödenmiş Sermaye (mnTL): | 1,926.8 | | |
| Yabancı Payı: | Mevcut | 12A önce | |
| | 45% | 43% | |

Kısaca Şirket

1983 yılında kurulan ve 2006 yılında özelleştirilen Tüpraş, Türkiye'de petrol rafineri ve dağıtım sektöründe faaliyet gösteren entegre bir petrol şirkettir. Merkezi Kocaeli'nde bulunan Tüpraş, 30 milyon ton rafinaj kapasitesi ve 9.5 Nelson Kompleksitesi ile Türkiye'nin en büyük rafinerisidir. Şirket ayrıca; OPET'in (petrol perakendecisi) %41.7'sine, Ditaş'ın (deniz işletmeciliği ve tanker hizmetleri) %79.98'ine, Entek'in (yenilenebilir enerji) %99.23'üne, Körfez Ulaştırma, Tüpraş Ventures ve Tüpraş Trading'in ise %100'üne sahiptir.

Ortaklık Yapısı

| Enerji Yatırımları (EY) | 46.4% |
|--------------------------|-------|
| Koç Holding ve Diğer Koç | 6.8% |
| Halka Açık | 46.8% |
| EY ortaklık yapısı | |
| Koç Holding | 77.0% |
| Aygaz | 20.0% |
| OPET | 3.0% |

Özet Finansallar*

| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar (TLmn) | 916,751 | 686,529 | 891,160 | 888,688 |
| Yıllık Değişim | 501% | -25% | 30% | 0% |
| FVAÖK (TLmn) | 103,202 | 96,240 | 89,663 | 80,872 |
| Yıllık Değişim | 670% | -7% | -7% | -10% |
| Net Kar (TLmn) | 61,314 | 53,577 | 47,739 | 45,269 |
| Yıllık Değişim | 1654% | -13% | -11% | -5% |
| FVAÖK marjı | 11.3% | 14.0% | 10.1% | 9.1% |
| Net Kar marjı | 6.7% | 7.8% | 5.4% | 5.1% |
| F/K (x) | 6.0 | 6.8 | 7.7 | 8.1 |
| FD/FVAÖK (x) | 3.1 | 3.3 | 3.5 | 3.9 |
| FD/Net Satışlar (x) | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| Hisse Başına Kar(TL) | 31.82 | 27.81 | 24.78 | 23.49 |
| Hisse Başına Temettü | 0.00 | 14.01 | 20.76 | 19.82 |
| Temettü Verimi | 0.0% | 11.7% | 11.4% | 10.7% |
| Özkaynak Kârlılığı | 30% | 36% | 20% | 17% |

*TMS29 etkisi dahilidir.

Analist: Cenk Özdemir

+90 (212) 384 1119

cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

| Gelir Tablosu | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Satış Gelirleri | 916,751 | 686,529 | 891,160 | 888,688 |
| Satışların Maliyeti | -803,671 | -576,796 | -788,171 | -794,619 |
| Brüt Kâr/Zarar | 113,080 | 109,732 | 102,989 | 94,070 |
| Faaliyet Geliri | 96,921 | 90,177 | 70,224 | 62,804 |
| Amortisman | 6,282 | 6,064 | 19,439 | 18,068 |
| FVAÖK | 103,202 | 96,240 | 89,663 | 80,872 |
| Net Diğer Gelir/Gider | -20,668 | -16,549 | -12,310 | -10,958 |
| Net Finansal Gelir/Gider | -181 | -16,941 | -10,153 | -11,840 |
| Vergi Öncesi Kâr/Zarar | 68,508 | 57,820 | 62,911 | 59,619 |
| Vergi | -6,963 | -3,948 | -14,878 | -14,055 |
| Net Kâr | 61,314 | 53,577 | 47,739 | 45,269 |
| Brüt Kâr Marjı | 12.3% | 16.0% | 11.6% | 10.6% |
| FVAÖK Marjı | 11.3% | 14.0% | 10.1% | 9.1% |
| Net Kâr Marjı | 6.7% | 7.8% | 5.4% | 5.1% |
| <i>Satış Büyümesi</i> | <i>501%</i> | <i>-25%</i> | <i>30%</i> | <i>0%</i> |
| <i>EBITDA Büyümesi</i> | <i>670%</i> | <i>-7%</i> | <i>-7%</i> | <i>-10%</i> |
| <i>Net Kâr Büyümesi</i> | <i>1654%</i> | <i>-13%</i> | <i>-11%</i> | <i>-5%</i> |

| Bilanço | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Dönen Varlıklar | 197,510 | 231,451 | 262,196 | 271,882 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 78,490 | 111,982 | 125,654 | 148,861 |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 35,290 | 46,531 | 40,885 | 39,174 |
| Stoklar | 59,453 | 51,162 | 76,628 | 64,862 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 24,277 | 21,775 | 19,029 | 18,985 |
| Duran Varlıklar | 150,191 | 190,597 | 198,424 | 230,541 |
| Toplam Varlıklar | 347,700 | 422,047 | 460,620 | 502,423 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 130,004 | 178,661 | 206,470 | 201,291 |
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar | 19,764 | 34,482 | 40,064 | 48,574 |
| Kısa Vadeli Ticari Borçlar | 86,839 | 112,712 | 122,609 | 108,556 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 23,401 | 31,466 | 43,797 | 44,160 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 38,284 | 9,875 | 19,486 | 30,934 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar | 35,055 | 6,165 | 15,792 | 27,240 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 3,230 | 3,709 | 3,694 | 3,694 |
| Özkaynaklar | 179,413 | 233,512 | 234,664 | 270,197 |
| Toplam Özkaynaklar | 347,700 | 422,047 | 460,620 | 502,423 |

| Özet Nakit Akım Tablosu | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| FVAÖK | 103,202 | 96,240 | 89,663 | 80,872 |
| İşletme Sermayesi Değişimi | 14,188 | -22,923 | 9,923 | 575 |
| Faaliyetlerden Nakit Akımı | 118,638 | 102,471 | 42,693 | 53,153 |
| Sermaye Yatırımları | -4,968 | -4,768 | -18,250 | -15,743 |
| Yat. Faaliyetlerinden Nakit Akımı | -25,636 | -21,316 | -30,560 | -26,701 |
| Ödenen Temettü | 0 | -27,000 | -40,000 | -38,191 |
| Net Borç Değişimi | -35,689 | -47,663 | 1,536 | -3,248 |
| Fin. Faaliyetlerden Nakit Akımı | -35,689 | -47,662 | 1,538 | -3,245 |
| Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri | 21,176 | 78,490 | 111,982 | 125,654 |
| Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri | 78,490 | 111,982 | 125,654 | 148,861 |

| Rasyo Analizi | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|----------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Net Borç/FVAÖK (x) | -0.2 | -0.7 | -0.8 | -0.9 |
| Net Borç/Özkaynaklar (x) | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.3 |
| Yatırım Harcamaları/Satışlar (%) | 1% | 1% | 2% | 2% |
| İş. Ser. Değişimi/Satışlar (%) | 2% | -3% | 1% | 0% |
| Yatırılan Sermaye Getirisi (%) | 35% | 30% | 28% | 21% |
| Serbest Nakit Akımı Verimi (%) | 6.9% | 11.7% | 4.7% | 5.4% |

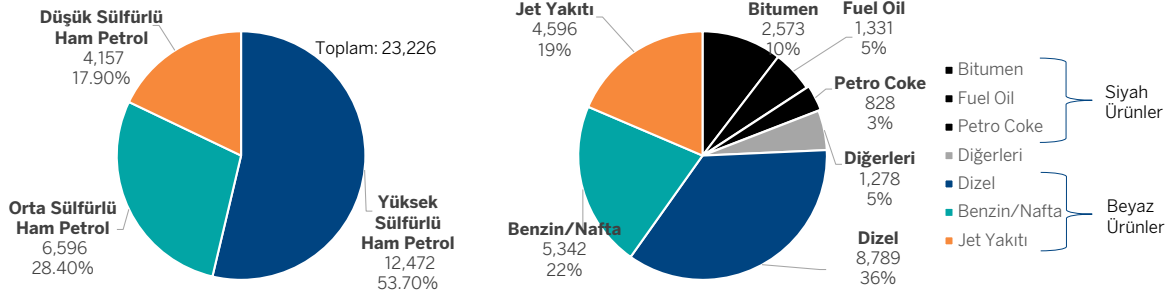
Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım
TMS29 etkisi dahildir.

Yatırım Tezi

Güçlü Marjlar, Yüksek Kârlılık

Bir rafinerinin kârlılığı, işlediği ham petrol ile ürettiği petrol ürünleri arasındaki değer farkından etkilenir. Rafinerilerde kâr marjı, üretilen yüksek değerli beyaz ürünlerden (benzin, dizel ve jet yakıtı) sağlanır. Tüpraş'ın 2023 yılında işlediği ham petrol kalitesinin dağılımı ve üretilen ürün miktarı aşağıdaki gibidir.

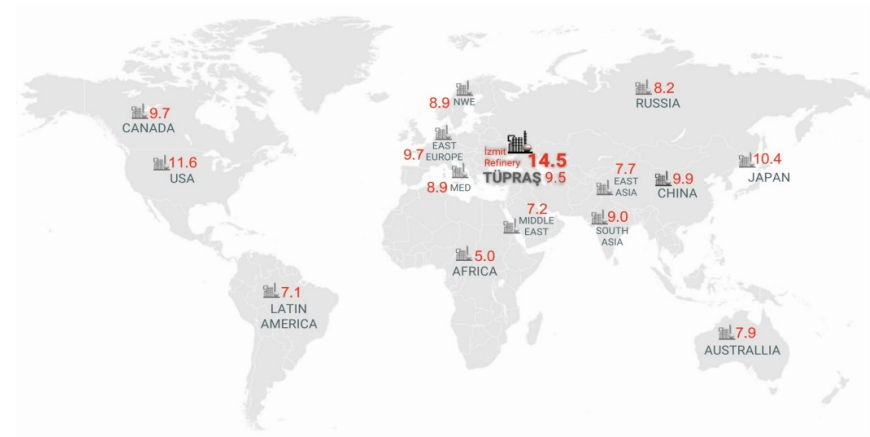
2023 Tüpraş İşlenen Ham Petrol ve Üretim Kırılımı (bin ton)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Tüpraş, düşük kaliteli (yüksek sülfürlü) ve ucuz ham petroleri işleme kabiliyetini artırmak ve beyaz ürün verimliliğini yükseltmek için dönüştürme ünitelerine yatırım yapmıştır. 2015'te tamamlanan ve devreye giren RUP¹ tesisiyle İzmit rafinerisinin Nelson Kompleksitesi² 14.5'e, Tüpraş'ın ortalaması ise 9.5'e yükselmiştir. Tüpraş yüksek Nelson Kompleksite Endeksi'yle dünyadaki birçok rafineri şirketinden pozitif ayrılmaktadır. Tüpraş'ın ağır ve ucuz petroleri işleme kabiliyetinin uzun vadede şirketin kâr marjını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

Dünyada Nelson Kompleksite Endeksi



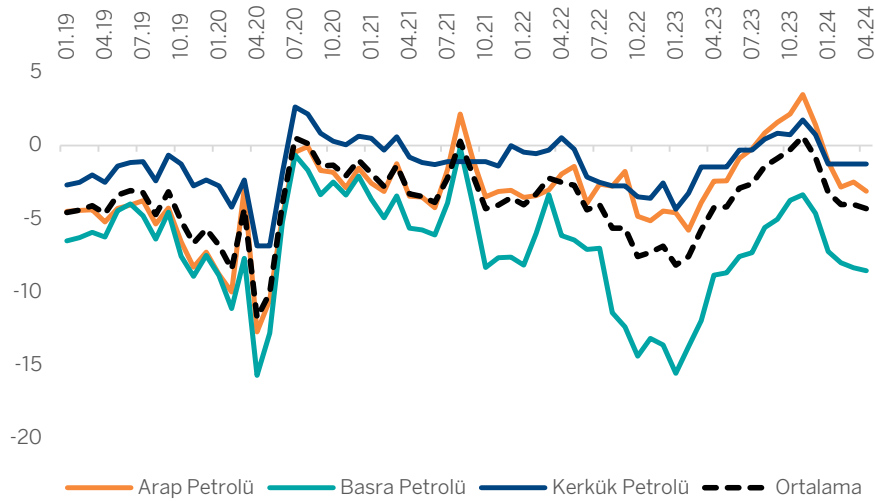
Kaynak: Şirket

¹ Petrol damıtıldıktan sonra damıtma kulesinde artık ürünler birikir. Tüpraş bu artık ürünleri daha hafif ürünlere dönüştürmek amacıyla Residium Upgrade Projesi'ni (RUP) tamamlamıştır. RUP altında damıtma süreci sonrası oluşan artık fuel oil, benzin ve dizel gibi yüksek verimli (kârlı) beyaz ürünlere dönüştürülür.

² Nelson Kompleksite Endeksi, rafinerilerin bir varil petrolden ne kadar hafif, değerli ürünler üretebildiğinin ölçüsüdür. Nelson Kompleksite Endeksi yüksek olan rafineriler, daha düşük kaliteli ham petrolü işleme veya daha katma değerli ürünler üretme yetenekleri nedeniyle emsallerine göre daha yüksek değerlidir.

Yakın geçmişe bakıldığında; brent petrol fiyatları 2024'e jeopolitik gerginlikler nedeniyle yükselişe başladı. 2023'ü 78\$ bölgesinde kapatan brent petrol vadeli, İsrail-Hamas savaşı ve Kızıldeniz'de Husi saldırıları gibi jeopolitik nedenlerle 2024'ün ilk çeyreğinde ~%15 değer kazanarak 90\$'ın üzerine yükseldi. Ağır petroler ve brent petrol arasındaki diferansiyel de 2023'ün son çeyreğine kıyasla artış gösterdi. Diğer yandan İzmit rafinerisinde RUP tesisinin planlı bakıma girmesi ve 2023'ün ilk çeyreğinde güçlü diferansiyel performansının yarattığı baz etki, Tüpraş'ın ilk çeyrekte maliyet anlamında zayıf bir performans sergilemesine neden oldu. Şirket, RUP bakımının devam edeceği ikinci çeyrekte de diferansiyellerin faydasını kısmi olarak hissedebilir. Diğer yandan yılın ikinci yarısında; petrol fiyatlarındaki mevcut diferansiyellerin korunması ve rafine ürün talebinin mevsimsel artışına bağlı olarak yeniden yüksek kârlılık öngörüyoruz.

Orta Doğu Petrolü ve Brent Petrol Fiyat Farkları

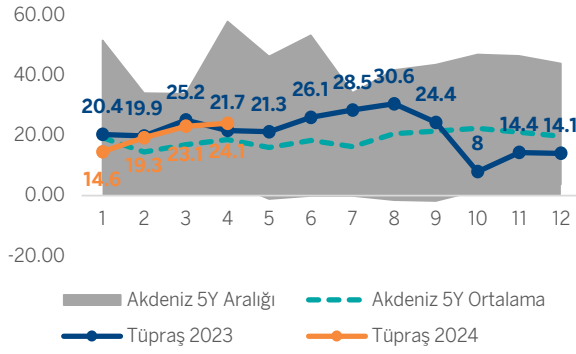


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Pandemi sonrası ortalamasının üzerinde seyreden beyaz ürün marjları şirketin kârlılığına pozitif etki etmeye devam ediyor. Her ne kadar marjlar 2022 zirvelerinden geri çekilmiş olsa da ağırlıklı olarak son 5 yıl ortalamasının üzerinde kalmayı sürdürüyor. 2024'te de jeopolitik gerginliklerin bozduğu fiyat dengeleri, Tüpraş'ın kâr marjlarında ortalama üzeri bir seyir öngörmemizi sağlıyor.

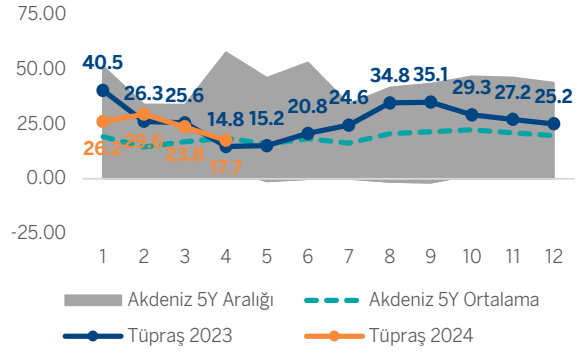
2030'a kadar dizel yakıt marjlarındaki zayıflamanın benzine kıyasla daha sınırlı olacağını öngörüyoruz. Bu projeksiyonumuzda Avrupa bölgesinin net benzin ihracatçısı konumundayken önemli bir dizel ithalatçısı konumunda yer alması ve jeopolitik gerginliklere bağlı olarak Avrupa'da dizel fiyatlarının yüksek kalacağı beklentimiz önemli rol oynuyor.

Benzin Ürün Kârlılıkları (Varil başına, \$)



Kaynak: Şirket, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım³

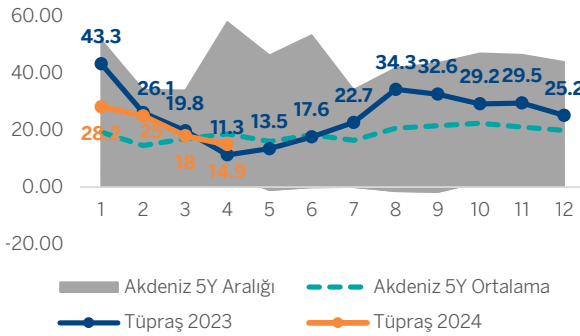
Dizel Ürün Kârlılıkları (Varil başına, \$)



Kaynak: Şirket, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım³

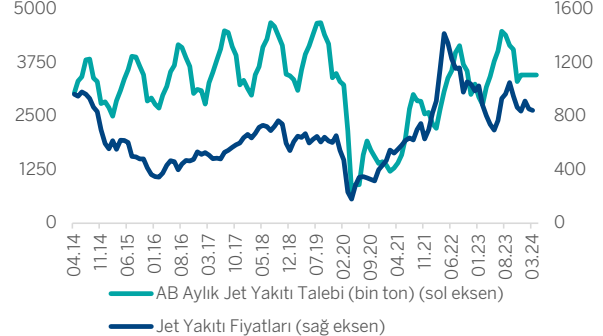
Jet yakıtına ayrı bir parantez açmak istiyoruz. Şirketin jet yakıtı marjlarının kısa ve uzun vadede iki nedenle güçlü kalacağını düşünüyoruz. İlk olarak sürdürülebilir havacılık yakıtının (SAF) 2030'a kadar şirketin toplam jet satışlarının %10'unu oluşturması hedefleniyor. Bu durumun uzun vadede, ilerleyen bölümlerde vurguladığımız nedenlerle, şirketin jet yakıtı marjlarına pozitif yansımaları bekliyoruz.

Jet Yakıtı Kârlılıkları (Varil başına, \$)



Kaynak: Şirket, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Avrupa Bölgesi Aylık Jet Yakıtı Talebi



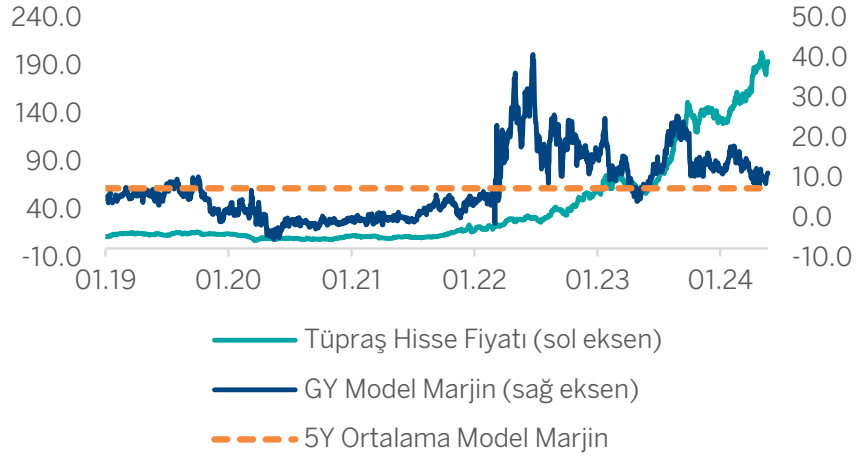
Kaynak: Eurostat, Garanti BBVA Yatırım

İkinci olarak, pandemi sonrası normalleşme trendinin bir süre daha jet yakıtı fiyatlarına destek olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Projeksiyonlarımızda 2024 için ~14\$ NRM kullanıyoruz. 2025'te NRM'nin varil başına 12\$'a geri çekilmesini, 2026'dan itibaren ise riskler bölümünde vurguladığımız nedenlerle 11\$'a doğru hareket etmesini bekliyoruz. Rafineri marjı beklentilerimize paralel olarak; 2024'te 2.48milyar \$ FVAÖK öngörüyoruz. 2028'e kadar ise FVAÖK'te 1.8milyar \$'a kadar kademeli olarak normalleşme bekliyoruz.

³Benzin, dizel, jet yakıtı kârlılıkları ve 5 yıllık ortalamalar hesaplanırken rafine ürün fiyatı olarak General-Index'in Akdeniz fiyatları, petrol fiyatı olarak ise Brent petrol fiyatı kullanılmıştır, Tüpraş verileri ise şirket sunumlarından alınmıştır.

GY Model Rafineri Marjı (\$/varil) ve Tüpraş Hisse Fiyatı (TL)



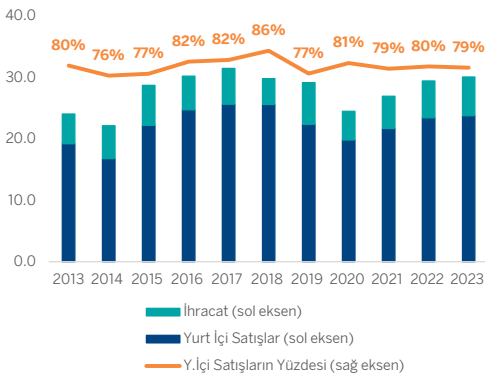
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Marjlara Jeopolitik Gerginlik Katkısı

Tüpraş'ın ürünlerinin satış fiyatı, 5015 sayılı Petrol Piyasası Kanunu kapsamında en yakın serbest piyasa olan Akdeniz ürün fiyatları baz alınarak belirlenmektedir. Akdeniz petrol ürünü fiyatları ve dolar kurundaki değişiklikler şirket tarafından günlük olarak değerlendirilir ve mevcut fiyattan önemli sapmalar olması durumunda yeni satış fiyatı belirlenir.

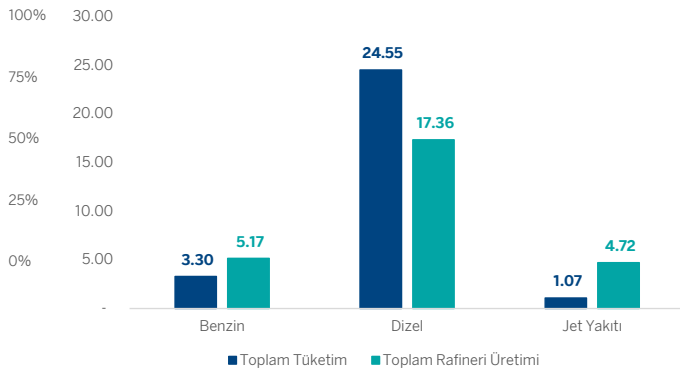
Yurt içi piyasada çok önemli bir talep şoku olmayacağını, yani Tüpraş'ın halihazırda ürettiği tüm ürünleri satabilme rahatlığının devam edeceğini varsayarak, başta Avrupa bölgesi olmak üzere küresel dinamiklerin yurt içi talep dinamiklerine kıyasla Tüpraş'ın finansal performansı üzerinde daha etkili olduğunu düşünüyoruz. Bu yüzden bu bölümde jeopolitik risklerin Tüpraş'ı nasıl etkilediğine ve etkileyebileceğine değinmek istiyoruz.

Tüpraş Yurt İçi Satışlar/İhracat Kırılımı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye'de Rafineri Üretimi ve Tüketim (bin ton) (2022)



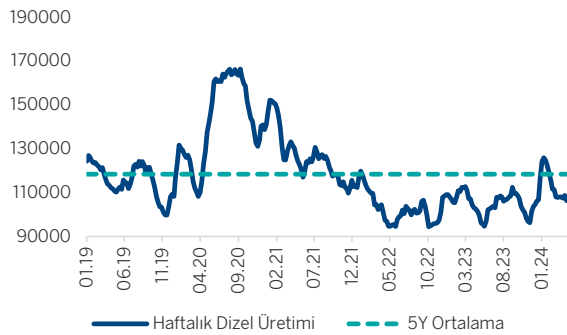
Kaynak: EPDK, Garanti BBVA Yatırım

Kızıldeniz Saldırıları Avrupa Fiyatlarını Yüksek Tutabilir

Dizel, Avrupa bölgesinin en önemli yakıtı olup, başta yük taşımacılığı olmak üzere birçok evin ısıtılmasında da yaygın olarak kullanılıyor. Avrupa bölgesi üretim fazlası olan benzini ihraç ederken, dizel yakıtta önemli bir ithalatçı konumunda bulunuyor. Şubat ayında Avrupa'da dizel fiyatları, Husiler'in Kızıldeniz'de deniz taşımacılığına yönelik saldırılarının tüketiciler için maliyetleri artıracacağı ve Asya'dan Avrupa'ya tedarik zinciri süreçlerini aksatacağı endişesiyle yükseliş kaydetti. Avrupa dizel kârlılıkları Ocak ayı ortasındaki 30\$ bölgesinden şubat ayı başında 37\$'a kadar yükseliş kaydetti. Fiyatlar Şubat ayı seviyelerinden geri çekilmiş olsa da yaşananlar, Kızıldeniz'de tedarik süreçlerinin aksamasına Avrupa dizel fiyatlarının ne kadar hassas olduğunu ortaya koyuyor.

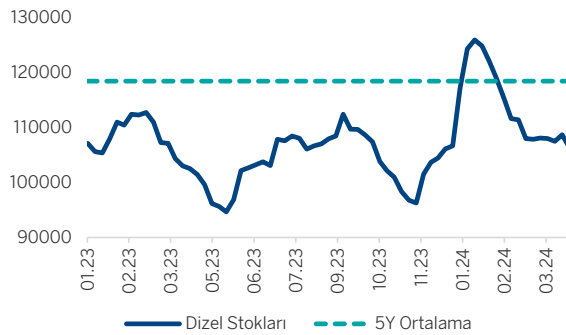
Dünyanın en önemli rafine petrol ürünleri alıcılarından biri olan Avrupa bölgesi, Rus dizelinin bölge içinde kullanımını yasaklamasının ardından geçtiğimiz yıl Asya ve ABD'den yapılan ithalata bel bağlamıştı. 2023'ün son aylarında Kızıldeniz'de Husiler'in saldırıları Asya'dan tedarik zinciri süreçlerini bozarken, ABD'den gelen ekstra dizel arzı Avrupa'nın açığı kapatmasına yardımcı oldu. ABD rafinerileri Kasım ayında 4mn varil olan sevkiyatlarını Ocak ayında iki katın üzerine çıkararak 11mn varilin üzerine yükseltti. Diğer yandan bu yılın ilk çeyreğinde ABD'deki rafineri bakımları Atlantik ötesindeki arzı azalttı. ABD'nin Avrupa'ya dizel ihracatı Ocak ayındaki 11mn varilden Şubat ayında neredeyse yarı yarıya azalarak 6.65mn varile geriledi (Kaynak: Kpler). Arzdaki düşüş, ABD rafinerilerindeki teknik arızalar ve planlı bakımlardan kaynaklandı. ABD'de Şubat ayında üretim önceki beş yılın mevsimsel ortalamasının %10 altına düştü, mart ayı dizel stokları yeniden 5 yıllık ortalamanın altına geriledi.

ABD Haftalık Dizel Üretimi (bin ton)



Kaynak: EIA, Garanti BBVA Yatırım

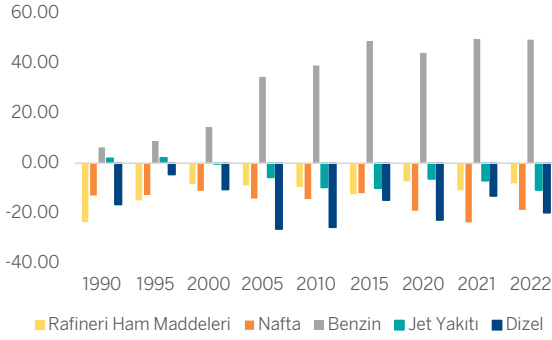
ABD Dizel Stokları (bin ton)



Kaynak: EIA, Garanti BBVA Yatırım

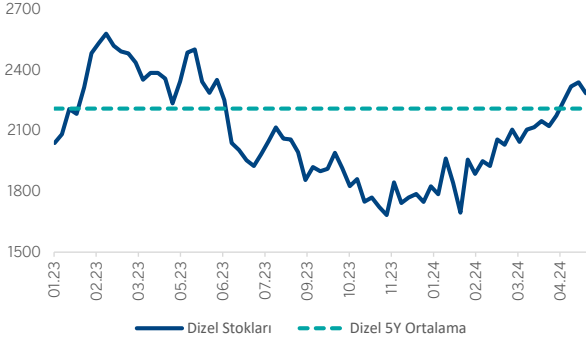
ABD'de yaşanacak üretim dalgalanmaları, Avrupa'yı Süveyş'in doğusundaki varillere daha bağımlı hale getiriyor. Avrupa'da dizel stoğu son aylardaki toparlanmaya rağmen ancak 5 yıl ortalamasına ulaşmış durumda. Bu nedenle Kızıldeniz'de nakliye süreçlerinde yaşanan/yaşanacak aksaklıkların etkisi yüksek olmaya devam edebilir.

Avrupa Rafineri Ürünü Net İthalat/İhracat (mn ton)



Kaynak: Eurostat, Garanti BBVA Yatırım

Avrupa Bölgesi Dizel Stokları



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Rus Rafinerileri Benzin Fiyatlarını Etkileyebilir

Yılın başından bu yana Ukrayna insansız hava araçları on beşten fazla Rus rafinerisine ve bazı petrol depolarına saldırdı. Son saldırı iki hafta önce gerçekleştirildi. İnsansız hava araçlarının saldırıları mevcut seviyelerde devam eder ve Rusya'nın hava savunması iyileşmezse; Ukrayna, Rus rafinerilerine tamir edilebileceklerinden daha hızlı zarar verebilir. Bu durum Rusya'nın rafinaj kapasitesini yavaş ancak istikrarlı bir şekilde azaltacaktır.

Rusya'nın rafinaj kapasitesi günde ~5.5mn varilken ülkenin iç tüketimi bunun yarısından daha az. Ülke ihtiyacının iki katı kadar dizel üretiyor ve önemli bir yakıt ihracatçısı konumunda bulunuyor. Diğer yandan saldırılardan önce Rusya'nın benzin fazlası kapasitesi yalnızca %20-25 seviyesindeydi. Son saldırılar benzin üretiminin yaklaşık %15'inin ortadan kalkmasına neden oldu.

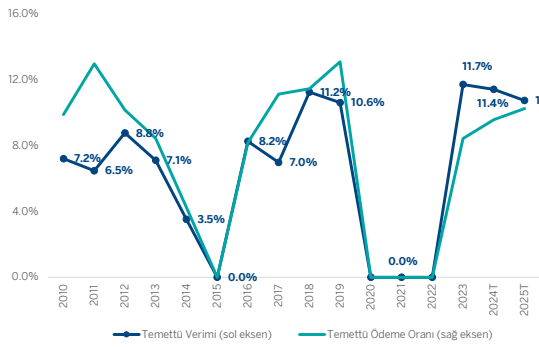
Rus petrol rafinerilerinin %40'ı Ukrayna'nın yeni silahlarının ulaşamayacağı yerlerde. Ukrayna ulaşabildiği tüm rafinerileri kapatmayı başarır %20-30'luk bir benzin açığı ortaya çıkacaktır. Böyle bir benzin ve orta distilat açığı, dolaylı yoldan Avrupa fiyatlarının da yükselmesine neden olabilir. Drone saldırılarına planlı rafineri bakımlarının eşlik edecek olması fiyatlardaki yükselişi tetikleyebilecek bir diğer katalizör olarak öne çıkıyor.

Düzenli Temettü Getirisi

Tüpraş pandemi döneminde ürün marjlarında daralmaya ve kârlılıkta düşüşe paralel olarak 3 yıl boyunca temettü dağıtmamıştı. Bu aranın ardından Mart 2023'te %30 kâr dağıtım oranına karşılık gelen 12.5mlr TL tutarında temettü dağıttı (%7.11 temettü verimi). Şirket ayrıca 29 Eylül 2023 tarihinde %35 ödeme oranına tekabül eden 14.5mlr TL değerinde bir temettü daha ödemeye karar verdi (%4.59 temettü verimi). Böylece pandeminin etkilerini üzerinden atan Tüpraş, 2022 yılı kârından toplam 27mlr TL temettü dağıtmış oldu. Şirketin temettü verimi toplamda %11.70 olarak gerçekleşirken, Tüpraş UFRS net kârına göre yaklaşık %65'lik kâr dağıtım oranına ulaşmış oldu.

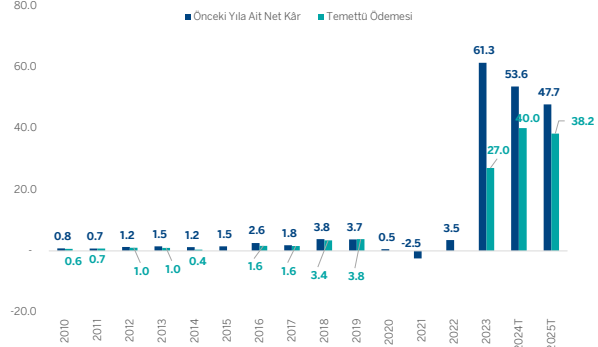
Şirketin temettü dağıtım hedefini (%80) de göz önünde bulundurarak 2023 net kârının yaklaşık %75'ini temettü olarak dağıtmasını bekliyoruz. Tüpraş 2023 son çeyrek bilançosunun ardından hisse başına brüt 10.38 TL, net 9.34 TL temettü ödemesi dağıttı. Finansal piyasalardaki gelişmelere ve şirketin likidite durumunun gelişimine göre yılın ikinci yarısında uygun koşullar oluşması halinde olağanüstü genel kurul kararı ile ilave kâr payı dağıtım imkanlarının ayrıca değerlendirileceği belirtildi. Mevcut ürün marjlarının korunacağını ve şirketin likiditesinde 2024'te bir bozulma olmayacağını varsayarak ikinci ödemenin de 20mırl TL açıklanarak brüt 10.38 TL olarak belirlenmesini bekliyoruz (~%5.5 temettü verimi).

Tüpraş Temettü Verimi ve Temettü Ödeme Oranı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Tüpraş Temettü ve Önceki Yıl Kârı (mırl TL)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Yeni Hikâye: Stratejik Dönüşüm

2050'ye kadar karbon nötr bir şirket olmayı planlayan Tüpraş'ın dönüşüm planı 1+3 olmak üzere 4 ana segmentten oluşuyor.

Sürdürülebilir Rafinaj

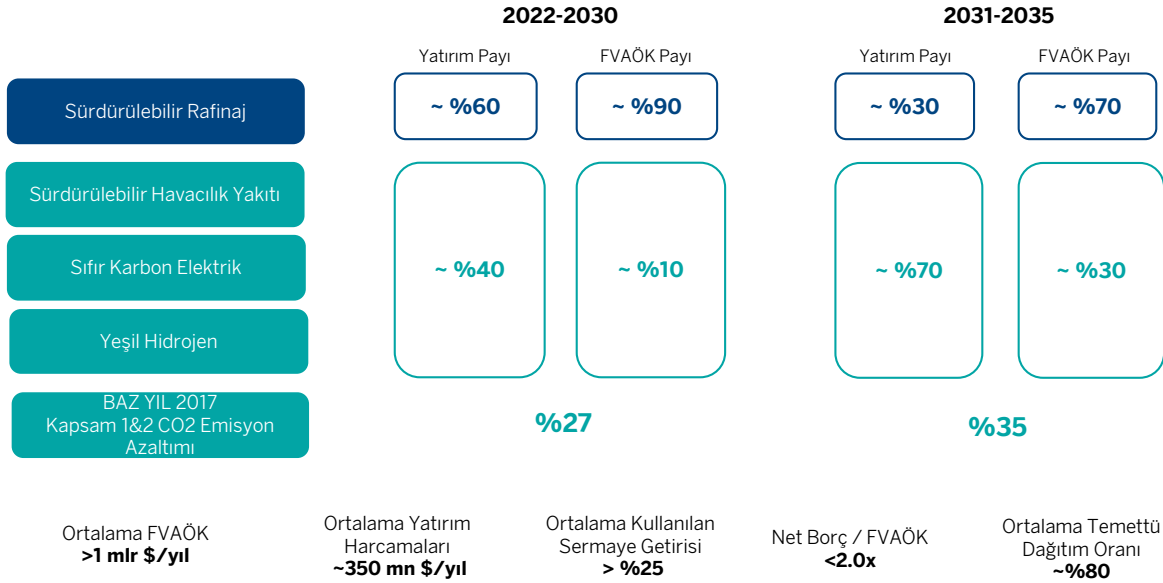
İlk segment, halihazırda şirketin ana gelir kalemini oluşturan rafineri işinin 'sürdürülebilir' hale getirilmesini kapsıyor. Tüpraş 2030'a kadar yapacağı dönüşüm yatırımlarının yaklaşık %60'ını rafinaj segmentinin sürdürülebilir hale getirilmesi amacıyla kullanacak. Bu segmente 2035'e kadar toplam 2.3mırl \$ yatırım harcaması yapılması ve segmentin toplam FVAÖK katkısının 2022-2035 döneminde toplam yaklaşık 13mırl \$ olması öngörülmüştü. Diğer yandan bu projeksiyonların jeopolitik sorunlardan önce yapıldığını hatırlatmak isteriz. Bu yüzden FVAÖK katkısının daha yüksek gerçekleşmesini ihtimaller dahilinde görüyoruz.

Yeşile Dönüşüm

Diğer üç segment ise Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF), Sıfır Karbonlu Elektrik ve Yeşil Hidrojen olarak sınıflandırılıyor. Bu 3 segmente ayrılacak yatırımların payı 2030'a kadar %40 olacak, bu segmentlerden elde edilecek FVAÖK'ün ise toplam FVAÖK'ün %10'unu oluşturması bekleniyor.

2030'dan itibaren sürdürülebilir dönüşüm hızlanacak. 3 segmente yönelik dönüşüm yatırımlarının oranı %40'dan %70'e yükselecek. Rafinajın FVAÖK'e katkısı %70'e gerilerken, kalan 3 segmentten FVAÖK katkısının %30 olması hedefleniyor.

Stratejik Dönüşüm Planı



Kaynak: Şirket

Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF)

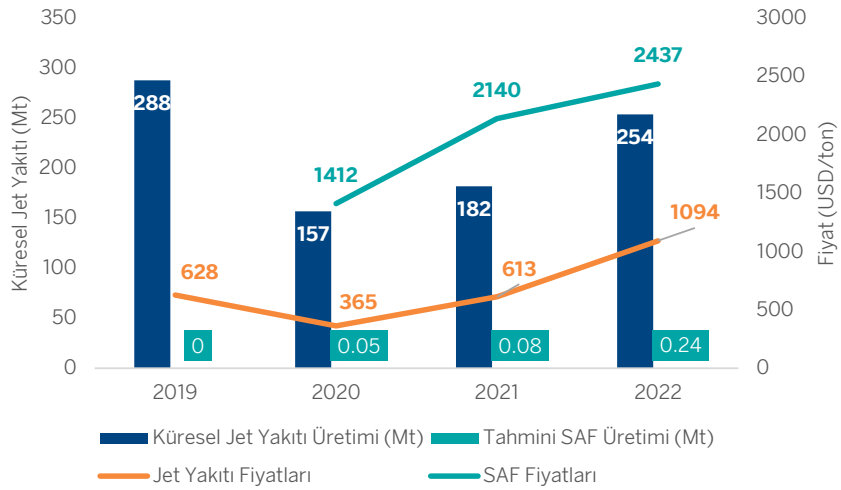
SAF konusunu daha yakından incelemek gerektiğini düşünüyoruz. SAF, petrol dışı hammaddelerden yapılan ve hava taşımacılığında kaynaklanan emisyonları azaltan alternatif bir hava taşımacılığı yakıtı olarak tanımlanıyor. Sürdürülebilir hammaddelerden üretiliyor ve kimyası bakımından geleneksel fosil jet yakıtına yüksek düzeyde benzerlik gösteriyor. Kullanılan bazı tipik hammaddeler arasında, hayvanlardan veya bitkilerden elde edilen yemeklik yağ; evlerden ve işyerlerinden gelen ambalaj, kağıt ve tekstil; çöp sahasına veya yakmaya gidecek gıda artıkları gibi atıklar yer alıyor.

SAF kullanımının en basit amacı çevreyi daha az kirletmek. Dünya genelinde havacılık, tüm karbondioksit (CO2) emisyonlarının %2'sini ve ulaşımdan kaynaklanan tüm CO2 emisyonlarının %12'sini oluşturmaktadır. Uluslararası Sivil Havacılık Örgütü'nün (ICAO) Uluslararası Havacılık için Karbon Dengeleme ve Azaltma Programı (CORSIA), net CO2 havacılık emisyonlarını 2035 yılına kadar 2020 seviyelerinde sınırlandırmaktadır. Bu hedefe ulaşmak için en iyi yakın vadeli fırsatı SAF sunmaktadır. Geleneksel jet yakıtı ile karşılaştırıldığında %100 oranında SAF, hammadde ve teknoloji yoluna bağlı olarak sera gazı emisyonlarını %94'e kadar azaltma potansiyeline sahiptir.

Çevresel faydalarına rağmen SAF şu anda geleneksel jet yakıtından daha yüksek bir maliyetle üretiliyor. Bu durum, ağırlıklı olarak sürdürülebilir hammaddelerin sınırlı mevcudiyetinden ve üretim teknolojilerinin gelişme aşamasında olmasından kaynaklanıyor. Diğer yandan SAF üreticileri, sınırlı arz ve yüksek talep sayesinde maliyetlerini fiyatlara yansıtıyor, hatta birçok havayolu şirketi mevcut ve gelecekteki SAF üreticileri ile beklenen tüm çıktılarını kullanmak üzere anlaşma imzaladı.

IATA'nın 2023'ün son çeyreğinde yayınladığı rapora göre SAF üretimi toplam jet yakıtı üretiminin henüz yalnızca %0.01'ini oluşturuyor. Diğer yandan SAF üretiminin 2022'de 3 kat arttığını, buna rağmen fiyatlarda yükselişin sürdüğünü de vurgulamak gerekiyor. Özetle uzun bir süre daha SAF fiyatları, üretim miktarına bağlı kalmadan artışını sürdürme potansiyeli taşıyor.

SAF ve Jet Yakıtı Kıyaslaması



Kaynak: Platts, IATA

Tüpraş SAF üretmek için Honeywell'in UOP Ecofining teknolojisini kullanacağını duyurdu. UOP Ecofining, geleneksel rafineri "hydroprocessing" teknolojisine dayanmaktadır. Hammaddeden oksijeni uzaklaştırmak için hidrojen ekler ve daha sonra bu ürünü gerekli özellikleri karşılayacak şekilde rafine eder. Süreç biyo-sentetik kerosen veya yenilenebilir dizel üretimiyle sonuçlanır ve oluşan son ürün, uçuşa kullanılmak üzere standart jet yakıtı ile karıştırılır. Elde edilen yakıt, yetkili kuruluşlar tarafından belirlenen tüm jet yakıtı özelliklerini karşılamaktadır (Kaynak: Honeywell).

Tüpraş 2022-2035 döneminde SAF için İzmir Rafinerisi'nde yeni ünite kurulumu, toplam 600mn \$ yatırım harcaması ve 1.1mlr \$ toplam FVAÖK katkısı planlıyor. İlk aşamada 400 kt biyoyakıt üretim kapasitesiyle 2030'a kadar toplam jet yakıtı satışlarının %10'unda SAF payı öngörülüyor. Üretim kapasitesinin 2035'e kadar 3 katına çıkması hedefleniyor. Şirket, ikinci nesil bitkisel ve hayvansal yakıtların temini için Tiryaki Agro ile hammadde ticaret ve tedarik sözleşmesi imzaladığını duyurdu. 1 Ocak 2029'dan itibaren 10 yıl süre ile şirketin 450 bin ton olarak öngörülen bitkisel ve hayvansal atık hammadde

ihtiyacının asgari 300 bin tonluk kısmının tedariki, Tiryaki Agro ve/veya iştiraklerinden sağlanacak. Sözleşme uyarınca artık hammaddenin fiyatı Kuzey Avrupa fiyat endekslerine göre belirlenecek.

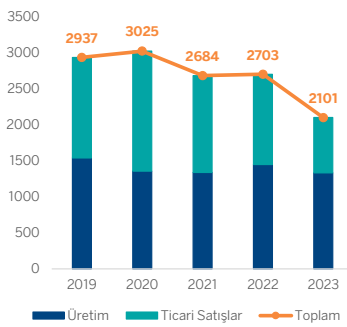
Tüpraş'ın karbon nötr bir şirkete dönüşmesi ve gelir modelini rafinajin dışında çeşitlendirmesi, uzun vadede düzenli nakit akışı sağlanabilmesi ve temettü ödenebilmesi için oldukça kritik. Riskler bölümünde paylaştığımız üzere gün geçtikçe artan rafinaj kapasiteleri ve yeşil enerjiye dönüşüm (başta elektrikli araçlar) uzun vadede şirketin kârlılığını tehdit eden katalizörler arasında yer alıyor. Tüpraş; yakın gelecekte sürdürülebilir havacılık yakıtı ve sıfır karbonlu elektrik satışlarından elde edeceği gelir ile rafinajdan kaynaklanacak olası nakit akışı kaybını dengeleyebilir.

Entek ile Artacak Yenilenebilir Enerji Katkısı

Tüpraş'ın %99.23 oranında bağlı ortaklığı Entek Elektrik, Tüpraş'ın odaklanacağı dört stratejik iş kolundan biri olan "Sıfır Karbonlu Elektrik" alanında faaliyet gösteriyor. Halihazırda 380 MW'ı yenilenebilir enerji olmak üzere toplam 492 MW kurulu güce sahip olan Entek; 8 hidroelektrik santrali (264 MW), 1 doğal gaz çevrim santrali (112 MW) ve 2 rüzgar santraliyle (116 MW) üretim gerçekleştirmektedir. Şirket 19 Kasım 2022 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan yeni mevzuat kapsamında depolama tesisi kurmak için Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'na taahhütte bulundu. Bu başvuru kapsamında mevcut kapasiteye ek olarak toplam 653 MW'lık 11 farklı projenin ön lisansı onaylandı. Tüm bunlara ek olarak Entek, Türkiye'de elektrikli şarj istasyonu kurulumu gerçekleştiren WAT Mobilite'nin de %10 payına sahiptir.

2023'te 1 mlr kWh'si (YoY -%10) sıfır karbonlu elektrik olmak üzere toplamda 2.1 kWh elektrik satışı gerçekleştiren Entek Elektrik 1.16mlr TL faaliyet kârı elde ederek Tüpraş'ın toplam faaliyet kârının %1.5'ini oluşturdu. Entek'in Tüpraş'ın konsolide FVAÖK'ündeki payının 2030 yılına kadar kademeli olarak %5'e yükselmesini bekliyoruz.

Entek Toplam Satışlar (GWh)



Kaynak: Şirket

Yenilenebilir Enerji Portföyünde Üretim (GWh)

| GWh | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Süloğlu | 212 | 222 | 215 | 230 | 227 |
| Kınık | 178 | 187 | 169 | 181 | 152 |
| Damlapınar | 71 | 66 | 50 | 68 | 47 |
| Kepezkaya | 115 | 100 | 63 | 99 | 60 |
| Kumköy | 98 | 79 | 43 | 65 | 84 |
| Azmacık | 102 | 84 | 61 | 45 | 31 |
| Kılavuzlu | 276 | 235 | 178 | 179 | 154 |
| Menzelet | 664 | 577 | 458 | 475 | 419 |
| Toplam | 1717 | 1551 | 1239 | 1341 | 1175 |

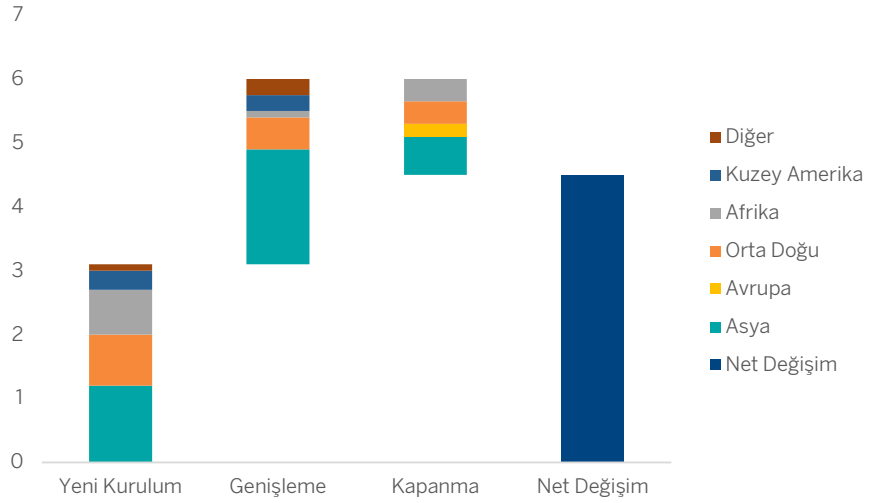
Kaynak: Şirket

Riskler

Artan Rafineri Kapasiteleri

Uluslararası Enerji Ajansı'na (IEA) göre küresel rafinaj arzının Asya bölgesi öncülüğünde 2028'e kadar artış göstermesi bekleniyor. IEA 2028 sonuna kadar günlük ham petrol damıtma kapasitesinin 6mn varil artacağını öngörüyor. Eş zamanlı olarak günlük 1.6mn varil kapasitenin kapanacağı ve geriye 4.4mn varil net artış kalacağı tahmin ediliyor. Süveyş'in doğusu EIA'nın mevcut projeksiyonlarını şekillendiren hakim bölgeyken, Atlantik havzasında da mütevazı artışlar tahmin ediliyor. 2020-22 yıllarında toplam 3.9mn varil/gün ham petrol damıtma kapasitesine sahip rafineri kapanışı izlendi; bu rakam, mevcut beş yıllık ortalamanın iki katından fazla ve tarihsel eğilimin oldukça üzerindedi. 2020-21'deki Covid talep şokunu takip eden son kapatma turları artık büyük ölçüde tamamlandı ve önümüzdeki birkaç yıl boyunca sağlıklı rafineri marjlarının, kapanmaların önüne geçmesini bekliyoruz.

2022-2028 Küresel Rafinaj Arzı Değişimi (mn varil/gün)



Kaynak: IEA, Garanti BBVA Yatırım

Her ne kadar kısa vadede jeopolitik gerginlikler ve pandemi sonrası küresel büyüme ortamı şirketin marjlarını desteklemiş olsa da, 2030'a kadar fosil enerji talebinin zirve yapmasıyla (IEA beklentisi) birlikte şirketin kâr marjlarında önemli ölçüde normalleşme izlenebilir. Bu yüzden şirketin stratejik dönüşümü ve gelir çeşitliliğini artırmasını oldukça kritik buluyoruz.

Bölgesel Rafineri Kapasiteleri ve Kapasite Kullanım Oranları

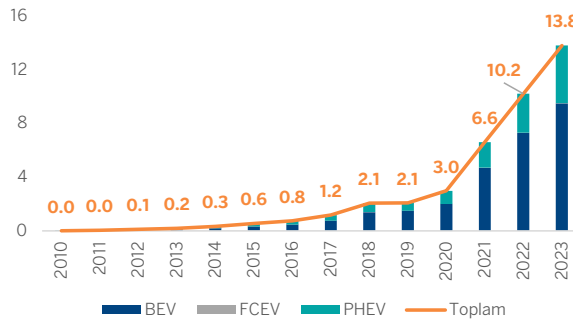
| | 2022 | 2028 | Değişim | 2022 | 2028 | Değişim | 2022 | 2028 |
|---------------------|------------------------|-------|---------|-------------------------|------|---------|-----------------------|------|
| | Toplam Kapasite (mb/d) | | | Rafineri Çıktısı (mb/d) | | | Kapasite Kullanım (%) | |
| ABD | 17.7 | 17.6 | -0.1 | 15.9 | 15.2 | -0.8 | 90% | 86% |
| Diğer Kuzey Amerika | 3.4 | 3.8 | 0.3 | 2.6 | 2.8 | 0.2 | 74% | 73% |
| Avrupa | 14.6 | 14.3 | -0.2 | 12.2 | 11.4 | -0.8 | 84% | 80% |
| FSU | 9.1 | 9.2 | 0.2 | 6.5 | 6.3 | -0.2 | 72% | 68% |
| Çin | 18.2 | 19.7 | 1.5 | 13.7 | 16.5 | 2.9 | 75% | 84% |
| Hindistan | 5.2 | 6.2 | 1 | 5.1 | 6.2 | 1.1 | 98% | 100% |
| Diğer Asya | 14.6 | 14.5 | -0.1 | 11 | 11 | 0 | 76% | 76% |
| Orta Doğu | 10.5 | 11.4 | 0.9 | 8.5 | 9.8 | 1.3 | 80% | 86% |
| LATAM | 6.1 | 6.3 | 0.2 | 3.6 | 3.7 | 0.1 | 58% | 58% |
| Afrika | 3.2 | 4 | 0.8 | 1.8 | 2.4 | 0.6 | 55% | 60% |
| Dünya | 102.6 | 107.1 | 4.5 | 80.8 | 85.2 | 4.4 | 79% | 80% |
| Atlantik Havzası | 54.2 | 55.3 | 1.1 | 42.4 | 41.5 | -0.9 | 78% | 75% |
| Süveyş'in Doğusu | 48.4 | 51.7 | 3.3 | 38.4 | 43.7 | 5.1 | 79% | 84% |

Kaynak: IEA, Garanti BBVA Yatırım

Yeşil Dönüşüm ve Elektrikli Araçlar

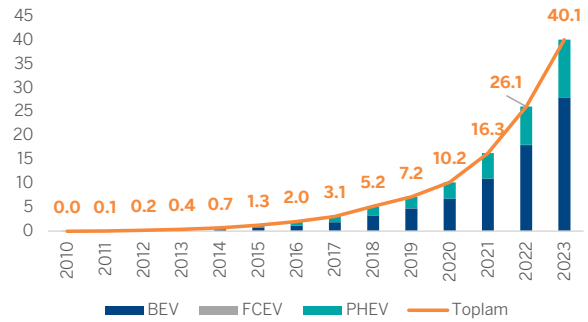
Yeşil enerjiye dönüşüm petrol ürünü talebini azaltma potansiyeli nedeniyle Tüpraş'ın kâr marjlarını tehdit altında bırakıyor. Bu dönüşüm sürecinde şirkete en belirgin darbeyi elektrikli araçlar vuruyor. Elektrikleşme yolunda güçlü hükümet politikası destekleri ve otomotiv endüstrisinin daha cazip modeller sunma çabası, elektrikli araç satışlarında hızlı bir artışa yol açtı. IEA'nın 2023 yılı Küresel Elektrikli Araç Görünümü raporundaki rakamlara göre, elektrikli araç satışları 2019'da 2.1mn araçtan 2023'te 13.8 mn araca yükseldi ve böylelikle küresel olarak satılan araçların %18'i elektrikli oldu. 2019'un başında dünya çapında yollarda yaklaşık 5 mn elektrikli otomobil vardı, bu rakam 2023 sonunda 40 mn araca yükseldi.

Küresel Elektrikli Araç Satışları (mn)



Kaynak: IEA, Garanti BBVA Yatırım

Yollardaki Toplam Elektrikli Araç Sayısı (mn)



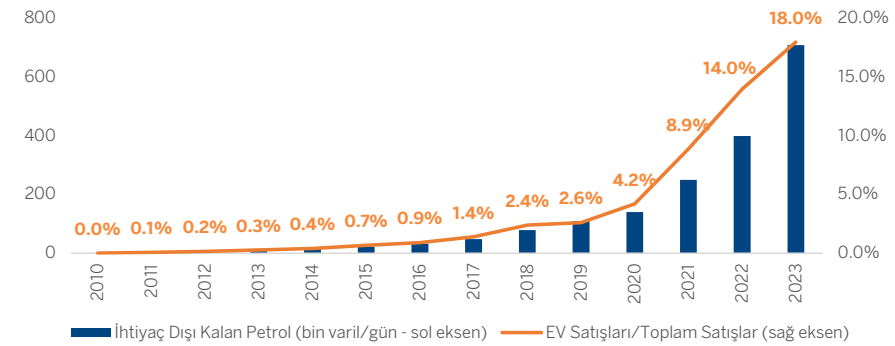
Kaynak: IEA, Garanti BBVA Yatırım

IEA 2028 yılı sonunda 155m'den fazla elektrikli aracın satılmış olmasını bekliyor. IEA bu yükseliş trendinin devam edeceğini, 2028 yılına kadar her dört yeni otomobilden birinin elektrikli olacağını öngörüyor.

Tüpraş'ın fiyatlarını belirleyen Avrupa'da da elektrikli otomobil satışları 2022 yılında 2.7mn'a yükseldi. EV Volumes verilerine göre 2023 yılında Avrupa'da 3mn'un üzerinde (~+%15) plug-in elektrikli binek araç tescil edildi ve toplam elektrikli araç payı %24 olarak gerçekleşti. Elektrikli araç satışlarındaki artışın nedenleri arasında sıkılaştan emisyon standartları ve satın alma sübvansiyonları yer aldı. Yakın zamanda kabul edilen AB hedefleri, tüm yeni otomobil ve kamyonetlerin 2035 yılına kadar sıfır emisyona sahip olmasını gerektiriyor.

IEA'nın raporuna göre 2023'te günlük yaklaşık 710 bin varil petrol ihtiyacı elektrikli araçlar nedeniyle ortadan kalktı. Benzin ve dizel talebinde azalmayı gözler önüne koyan bu veri, 2028'e kadar artan elektrikli araç payı nedeniyle yollarda daha az petrol ürünü talebi olacağına işaret ediyor.

Elektrikli Araç Satışlarının Payı ve İhtiyaç Dışı Kalan Petrol Miktarı



Kaynak: IEA, Garanti BBVA Yatırım

Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere toplam ürün talebinde ise yalnızca büyümenin yavaşlaması öngörülmüyor. 2023'te 103.1 mn varil/gün olan toplam rafineri ürünü talebinin günlük 3.4 mn varil artarak 2028'de 105.7 mn varil/gün olması bekleniyor. Riskler bölümünün başında belirttiğimiz üzere küresel anlamda günlük 4.4 mn varil/gün kapasite artışının izlenmesi, talepteki artışın karşılanabileceğine işaret ediyor.

Küresel Rafineri Ürünü Talebi (mn varil/gün)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2023-2028 Büyüme Oranı |
|--------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------------|
| LPG/Etan | 13.2 | 13.2 | 13.8 | 14.2 | 14.4 | 14.6 | 14.8 | 15.1 | 15.5 | 15.9 | 1.5 |
| Nafta | 6.6 | 6.4 | 6.9 | 6.8 | 7 | 7.4 | 7.8 | 8 | 8.2 | 8.3 | 1.3 |
| Benzin | 26.7 | 23.7 | 25.6 | 26 | 26.6 | 26.6 | 26.6 | 26.4 | 26.1 | 25.8 | -0.8 |
| Jet Yakıtı/Kerosen | 8 | 4.7 | 5.2 | 6.2 | 7.3 | 7.5 | 7.6 | 7.9 | 8 | 8.2 | 0.9 |
| Dizel | 28.3 | 26.1 | 27.5 | 28.3 | 28.4 | 28.5 | 28.7 | 28.7 | 28.8 | 28.9 | 0.5 |
| Artık Fuel Oil | 6.2 | 5.6 | 6.2 | 6.5 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 0 |
| Diğer Ürünler | 11.8 | 11.9 | 12.2 | 11.8 | 11.8 | 11.9 | 11.9 | 12 | 12 | 12 | 0.2 |
| Toplam | 100.7 | 91.7 | 97.5 | 99.8 | 102.3 | 103.1 | 104.1 | 104.8 | 105.3 | 105.7 | 3.4 |
| Yıllık Değişim | 0.6 | -9 | 5.8 | 2.3 | 2.4 | 0.9 | 1 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | |

Kaynak: IEA, Garanti BBVA Yatırım

Değerleme

TUPRS için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımlarını kullandık. Her iki yöntemde de eşit ağırlık verdik. Değerlememize göre hedef fiyat 275.00 TL ile %45 getiri potansiyeli sunuyor.

| Değerleme | Değer | Değerlemedeki Ağırlığı | Değer |
|-----------------------------------|--------|------------------------|--------------------|
| İNA | 14,494 | 50% | 7,247 |
| Çarpan | 10,741 | 50% | 5,371 |
| Tüpraş Hedef Piyasa Değeri | | | 12,618 |
| Mevcut Piyasa Değeri | | | USD11,407mn |
| Hedef Hisse Fiyatı (TL) | | | 275.00 |
| Mevcut Hisse Fiyatı (TL) | | | 190.30 |
| <i>Potansiyel Getiri</i> | | | 45% |

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

2024-2028 yıllarını içeren 5 yıllık İNA değerlendirme modellememizde nihai büyüme oranını %2 olarak kullandık. 10 yıllık Türkiye hazine eurobondu getirisinden faydalanarak risksiz faiz oranını %7.5 olarak belirledik. Piyasa risk primini %5, hissenin betasını 1.1 kabul ederek özsermaye maliyetini %13.0 olarak hesapladık. %9.0 olarak aldığımız borç maliyetiyle birlikte ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetini projeksiyon dönemi boyunca %10.8 olarak belirledik.

İNA Özeti

| USD mn | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Satışlar | 24,415 | 24,348 | 24,085 | 24,113 | 24,162 |
| FVÖK | 2,283 | 1,997 | 1,834 | 1,722 | 1,653 |
| Vergiler | 571 | 499 | 458 | 430 | 413 |
| NOPLAT | 1,712 | 1,498 | 1,375 | 1,291 | 1,240 |
| Amortisman ve İtfa | 195 | 195 | 193 | 193 | 193 |
| Brüt Nakit Akışı | 1,907 | 1,692 | 1,568 | 1,484 | 1,433 |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi | -272 | -16 | 48 | -16 | 58 |
| Sermaye Yatırımları | -500 | -350 | -350 | -350 | -350 |
| Serbest Nakit Akışı (FCF) | 1,136 | 1,327 | 1,266 | 1,118 | 1,141 |
| FCF/Satışlar | 4.7% | 5.4% | 5.3% | 4.6% | 4.7% |

| | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| FVAÖK | 2,478 | 2,192 | 2,026 | 1,915 | 1,846 |
| FVAÖK Marjı | 10.1% | 9.0% | 8.4% | 7.9% | 7.6% |

| | | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz Getiri Oranı | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| Piyasa Risk Primi | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| Özkaynak Ağırlığı | 45.0% | 45.0% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |
| Beta | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Özsermaye Maliyeti | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| Borç Maliyeti | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| Vergi Oranı | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| AOSM | 10.8% | 10.8% | 10.8% | 10.8% | 10.8% |
| İskonto Oranı | 0.94 | 0.85 | 0.77 | 0.69 | 0.62 |

| | | | | | |
|--------------------------------|--------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Nihai Büyüme Oranı | 2.00% | | | | |
| İndirgenmiş Nakit Akışı | 4,647 | 1067.5 | 1125.6 | 969.5 | 772.8 |
| Nihai Değer | 8,248 | | | | 711.6 |
| Net Nakit (1Ç24) | 1,600 | | | | |
| Özsermaye Değeri | 14,494 | | | | |
| Mevcut Piyasa Değeri | 11,407 | | | | |

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Tüpraş'ın yurt dışı benzerlerini incelerken Motor Oil Hellas Corinth Refineries, Eni SpA, Helleniq Enegy Holdings, Saras SpA, Repsol SA ve Valero Energy Holdings şirketlerini kullandık. Piyasa çarpanları olarak fiyat/kazanç ve firma değeri/FVAÖK değerlerinden faydalandık.

Benzer Şirket Çarpanları

| Şirket Adı | Ülke | Piy. Değeri (mnUSD) | FD/FVAÖK | | F/K | |
|--|------------|------------------------|-------------|---------------|-------------|--------------|
| | | | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T |
| Türkiye Petrol Rafinerileri AS | Türkiye | 11,374.31 | 4.17 | 4.85 | 8.87 | 8.94 |
| Motor Oil Hellas Corinth Refineries SA | Yunanistan | 3,364.66 | 4.91 | 6.35 | 5.88 | 7.60 |
| Eni SpA | İtalya | 51,245.69 | 3.47 | 3.50 | 6.65 | 6.63 |
| HELLENiQ ENERGY Holdings S.A. | Yunanistan | 2,844.46 | 5.13 | 6.37 | 7.29 | 8.76 |
| Saras SpA | İtalya | 1,661.31 | 2.84 | 3.81 | 7.86 | 14.64 |
| Repsol SA | İspanya | 19,682.19 | 3.05 | 3.23 | 4.69 | 5.12 |
| Valero Energy Corp | ABD | 53,110.75 | 5.99 | 6.83 | 9.82 | 11.32 |
| Ortalama | | | 4.23 | 5.02 | 7.03 | 9.01 |
| Prim/İskonto | | | -1% | -3% | 26% | -1% |
| Tüpraş Hedef Piyasa Değeri | | | 12,938 | 13,445 | 7,992 | 8,588 |
| Tüpraş Ortalama Hedef Piyasa Değeri | | 10,741 | | 13,192 | | 8,290 |

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Şirket Hakkında

Özet

Tüpraş'ın hikayesi 1955 yılında ham petrol işlemek için kurulan Batman Rafinerisi ile başlıyor. 1983'den bu yana ise şirket Kocaeli, İzmir, Kırıkkale ve Batman'da bulunan 4 farklı rafineride petrol türevlerinin üretimini gerçekleştiriyor. 2019'da gerçekleştirilen kapasite artışı ile birlikte toplam ham petrol işleme kapasitesi 30mn tona ulaşan Tüpraş dünyanın en büyük 30, Avrupa'nın ise en büyük 7 rafinerisi arasında yer alıyor. Tüpraş ortalama 9.5 ile Akdeniz Bölgesi'nde en yüksek Nelson Kompleksitesi'ne sahip rafinerilerden biri.

Tüpraş'ın; Ditaş, Körfez Ulaştırma, Opet, Tüpraş Trading, Entek ve Tüpraş Ventures olmak üzere 6 farklı iştiraki bulunuyor. Ditaş ve Körfez Ulaştırma petrol ürünlerinin taşınmasında, Opet petrol ürünlerinin dağıtım ve depolanmasında, Tüpraş Trading uluslararası piyasalardaki gelişmelerin yakından takip edilmesi ve uluslararası ticaret operasyonlarının yürütülmesinde, ENTEK karbonsuz enerji üretiminde, Tüpraş Ventures ise yeni yatırımlarda aktif rol oynuyor.

2017 yılını baz alarak Stratejik Dönüşüm Planı açıklayan Tüpraş, 2050'ye kadar karbonsuz bir şirket olmayı hedefliyor. Şirketin dönüşüm planı; sürdürülebilir rafineri, karbonsuz elektrik, biyoyakıt ve yeşil hidrojen olmak üzere 4 segmentten oluşuyor.

Özet Tarihçe

1950 - Türkiye'nin ilk petrol rafinerisi Batman'da kuruldu.

1961 - İzmit Rafinerisi (İPRAŞ) yıllık 1mn ton petrol işleme kapasitesi ile kuruldu.

1971 - İzmit Rafinerisi'nin ilk kapasite artırma projesi gerçekleştirildi ve toplam petrol işleme kapasitesi yıllık 5.5mn tona ulaştı.

1972 - İzmir Rafinerisi yıllık 3mn ton petrol işleme kapasitesi ile kuruldu.

1974 - Türkiye'nin ilk madeni yağ üretim tesisi İzmir Rafinerisi'nde kuruldu.

1982 - İzmit Rafinerisi'nde ikinci kapasite artışı gerçekleştirildi ve toplam petrol işleme kapasitesi yıllık 11.5mn tona ulaştı.

1986 - Kırıkkale Rafinerisi yıllık 5mn ton işleme kapasitesi ile kuruldu.

1987 - İzmir Rafinerisi'nde kapasite artışı gerçekleştirildi ve toplam petrol işleme kapasitesi yıllık 10mn tona ulaştı.

1990 - Tüpraş, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na devredildi.

1991 - Tüpraş'ın %2.5'lik hissesi halka arz edildi ve IMKB'de işlem görmeye başladı.

2005 - Tüpraş'ın halka açıklık oranı %49'a yükseldi.

Koç-Shell İş Ortaklığı Tüpraş'ın %51 hissesi için blok satış ihalesini kazandı.

2006 - Koç Holding'e hisse devri gerçekleşti.

Opet'in %40 hissesi Aygaz A.Ş. tarafından satın alındı.

2019 - Tüpraş yıllık 1.8mn ton jet yakıtının İstanbul Havalimanı'na satışı için 5 yıllığına sözleşme imzaladı.

2021 - Stratejik Dönüşüm Planı duyuruldu.

2022 - Stratejik Dönüşüm Planı çerçevesinde Entek'in %99.24 hissesi Koç Holding ve Aygaz'dan alındı.

Üretim Tesisleri

Tüpraş'ın 4 rafinerisi bulunuyor.

İzmit Rafinerisi

1961 yılında 1mn ton/yıl ham petrol işleme kapasitesi ile üretime başlamıştır. Yılda 11.3mn ton petrol işleme kapasitesine sahip olan rafinerinin depolama kapasitesi 3mn metreküptür. İzmit rafinerisi 14.5'lik Nelson Kompleksite Endeksi'ne sahiptir.

İzmit rafinerisinde 4.2mn ton ağır siyah ürünü, çoğunluğu motorin olmak üzere benzin ve LPG gibi daha değerli yaklaşık 3.5mn ton çevreci beyaz ürüne dönüştürülen Fuel Oil Dönüşüm Tesisi, 2014 yılında tamamlanmıştır. İzmit Rafinerisi, Fuel Oil Dönüşüm Tesisi'nin devreye girmesinin ardından ulaştığı 14.5 Nelson ile dünyanın dönüşüm oranı en yüksek rafinerilerinden biri olmuştur.

İzmir Rafinerisi

Türkiye'nin artan petrol ürünleri ihtiyacını karşılamak amacıyla İzmir Rafinerisi 1972 yılında devreye alınmıştır. Yıllık 3mn ton ham petrol işleme kapasitesiyle üretime başlayan rafineri, yıllar içinde gerçekleştirilen önemli kapasite artışları ve ünite modernizasyonlarının ardından bugün yıllık 11.9mn ton rafinaj kapasitesine, 2.5mn metreküp de depolama kapasitesine sahiptir. Nelson Kompleksite Endeksi 7,66 olan İzmir rafinerisi, 400.000 ton/yıl kapasitesi ile Türkiye'de makine yağı üretim kompleksine sahip tek rafineri olma özelliğini taşımaktadır.

Kırıkkale Rafinerisi

Kırıkkale Rafinerisi; başta Ankara olmak üzere İç Anadolu, Doğu Akdeniz ve Doğu Karadeniz bölgelerinin petrol ürünleri ihtiyacını karşılamak üzere 1986 yılında kurulmuştur. Rafineri, yıllar içinde hidrocracker, izomerizasyon, dizel desülfürizasyon ve CCR reformer ünitelerinin eklenmesiyle Akdeniz standartlarına göre orta düzeyde bir kompleksite sunan hale gelmiştir. Nelson kompleksitesi 6.32 olan Kırıkkale Rafinerisi, Türkiye'nin en büyük karayolu tanker dolun kapasitesine sahiptir. Yıllık 5,4mn ton ham petrol işleme kapasitesine sahip olan Rafineri'nin ham petrol tedariki, Ceyhan-Kırıkkale boru hattı kullanılarak Botaş Ceyhan Terminali'nden sağlanmaktadır. Rafinerinin 1.3mn metreküp depolama kapasitesi bulunmaktadır.

Batman Rafinerisi

Türkiye'de kurulan ilk rafineri olan Batman Rafinerisi, 1997 yılında ikinci ham petrol işleme ünitesinin devreye alınmasıyla 1,1mn ton kapasiteye ulaşmış, 2019 yılında tamamlanan yatırımlarla 1.4mn ton/yıl kapasiteye sahip olmuştur. Batman Rafinerisi, Türkiye'nin kendi yerli ağır ham petrol kaynaklarına coğrafi yakınlığının verdiği avantajla, bu ham petrolü işleyebilecek basit bir konfigürasyonda yapılandırılmıştır. Batman Rafinerisi'nde üretilen yarı mamuller ile Kırıkkale ve İzmit Rafinerileri'nde üretilen satışa hazır dizel ve benzin ürünleri her iki yöne demiryolu ile taşınmaktadır. Rafinerinin Nelson Karmaşıklık Endeksi 1.83'tür.

Entek

Entek, 1995 yılında elektrik ve buhar tedarik etmek üzere kurulmuş ve Aralık 1998'de fiili üretime başlamıştır. Entek; Kahramanmaraş, Karaman, Samsun ve Mersin'de bulunan toplam 264 MW kurulu güce sahip sekiz hidroelektrik santrali (HES), Edirne ve İzmir'de bulunan toplam 116 MW kurulu güce sahip iki rüzgar santrali ve bir doğal gaz çevrim santrali ile toplam 492 MW kurulu güce sahiptir.

Entek, halen üretim yapan ve özelleştirme yoluyla devralınan Menzelet ve Kılavuzlu HES'lerini kapsayan Menzelet Kılavuzlu'nun ve elektrik toptan satışı yapan Eltek'in tamamına sahiptir. Entek, hisse devri yoluyla satın aldığı Esinti Enerji'de %73.77 (dolaylı hisseler dahil), elektrikli araç şarj istasyonlarının Türkiye geneline yaygınlaştırılması amacıyla kurulan WAT Mobilite'de %10 ve Enerji Borsası'nı işletmek üzere kurulan Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.'de %0.05 oranında hisseye sahiptir. Ayrıca portföyde yer alan Süloğlu ve Kınık rüzgar santralleri, dövize endeksli gelir sağlayan YEKDEM mekanizmasından sırasıyla 2025 ve 2027 yılı sonuna kadar yararlanmaya hak kazanmıştır.

İştirak ve Bağlı Ortaklıklar

Ditaş

Ditaş, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO), İpraş ve Türk Deniz Vakfı tarafından ham petrol ve petrol ürünlerinin deniz yoluyla taşınmasında kullanılmak üzere; deniz tankerleri satın almak, inşa etmek veya kiralamak amacıyla 1974'te kurulmuştur. Ditaş; gemi hattı işletmeciliği, brokerlik/gemi kiralama, kılavuzluk, römorkörcülük, denetim ve acentelik hizmetleri vermektedir. Ditaş, ham petrol taşımalarını Tüpraş'ın ihtiyaçları doğrultusunda, petrol ürünleri taşımalarını ise Tüpraş ve diğer tedarikçilerin ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak gerçekleştirmektedir. Şirket, ham petrol ve petrol ürünleri ihracatçı ve ithalatçıları ile armatörler arasında aracılık yapmak üzere yerli ve yabancı tankerler kiralamaktadır. Ditaş ayrıca liman ve boğazlarda acentelik hizmeti de vermektedir. Ditaş, 2006 yılından sonra yeniden yapılanma ve büyüme sürecine girmiştir. Bu süreç çerçevesinde sermayesinin %100'ü Ditaş'a ait olmak üzere 17 şirket kurulmuştur. Tüpraş, Ekim 2002'de Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın Ditaş'ta sahip olduğu %50,98 oranındaki hisseyi satın alarak Ditaş'ta toplam %79,98 oranında hisseye sahip olmuştur.

Körfez Ulaştırma

Türkiyenin ilk özel demiryolu tren işletmecisi Körfez Ulaştırma. Rafineriler arasında akaryakıt koridorunu açık tutuyor. Demir cevheri taşımada da organizatör sıfatıyla faaliyet gösteriyor. Şirket 12 lokomotif (7'si hibrit), 519 akaryakıt vagonu ve 35 platform vagonuyla faaliyet gösteriyor.

Opet

1992 yılında kurulan Opet, 2002 yılından bu yana Öztürk Grubu ve Koç Grubu tarafından yönetilmektedir. Şirket, akaryakıt dağıtım sektöründe perakende satış, ticari ve endüstriyel akaryakıt satışı, depolama ve uluslararası ürün ticareti ile faaliyet göstermektedir. Opet, 1.000'i aşkın çalışanı, Sunpet markası dahil 1.866 istasyonu ve 1.1mn m3 depolama kapasitesi ile Türkiye genelinde yaygın bir hizmet ağını yönetmekte ve 5 terminali ile müşterilerine ürün ve hizmet sunmaktadır.

Opet, Alman madeni yağ şirketi Fuchs ile %50-50 ortak olduğu iştiraki Opet-Fuchs aracılığıyla madeni yağ üretimi ve pazarlaması, Türk Hava Yolları ile %50-50 ortak olduğu THY-Opet aracılığıyla jet yakıtı tedariki ve satışı, %24 hissesine sahip olduğu WAT Mobilite aracılığıyla elektrikli araç şarj istasyonu işletmeciliği ve %24 hissesine sahip olduğu Esinti Enerji Üretim A.Ş. aracılığıyla yenilenebilir ve sürdürülebilir enerji yatırımları yapmaktadır. Şirket, Opet Market ve Akaryakıt İstasyon İşletmeciliği A.Ş. aracılığıyla akaryakıt istasyonu işletmeciliği yapmaktadır.

Tüpraş Trading LTD

Londra Ticaret Ofisi olarak 2018 yılında faaliyetlerine başlayan Tupras Trading Ltd. akaryakıt, hafif ve orta distilat ve ham petrol ürünleri ticareti ile Tüpraş'ın faaliyetlerine katkı vermektedir. Tüpraş, fiyat risklerini yönetmek amacıyla vadeli piyasa türev işlemlerini Tupras Trading Ltd. aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

Tüpraş Ventures

Bir girişim sermayesi şirketi olan Tüpraş Ventures, 2022 yılı sonuna kadar; hidrojen, biyoyakıtlar, sentetik yakıtlar ve sıfır karbonlu elektrik gibi alanlarda faaliyet göstermek üzere kurulmuştur. Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı kapsamında enerji dönüşümünde yeni teknolojiler ve iş modellerine odaklanarak girişim sermayesi alanında 2030 yılına kadar 50mn ABD doları fon ayıracağını açıklamıştır.

İkisi yeşil hidrojen, biri robotik alanında faaliyet gösteren üç teknoloji start-up'ına doğrudan yatırım yapan Tüpraş Ventures, ABD ve Avrupa'da yeni teknoloji start-up'larına yatırım yapan iki girişim sermayesi fonu ile işbirliği yaparak yatırımcı olmuştur. Bu fonlar aracılığıyla şirket 2023 yılı sonu itibarıyla 18 start-up'a yatırım yapmış ve bir tanesini elden çıkarmıştır.

Rafineri Süreçleri

Petrol damıtma (rafineri) süreci ham petrolün daha kullanılabilir ürünlere dönüştürülmesi anlamına gelir. Bu ürünlere nafta, kerosen, benzin, dizel yakıt, jet yakıtı, fuel oil ve asfalt örnek verilebilir.

Petrol arıtım süreci; rafinerinin konfigürasyonu, konumu ve hammaddesi de dahil olmak üzere farklı faktörlere bağlı olarak bir rafineriden diğerine değişkenlik gösterir. Aşağıda paylaştığımız süreçler bugünün rafinerilerinde yaygın olarak kullanılan süreçleri kapsamaktadır.

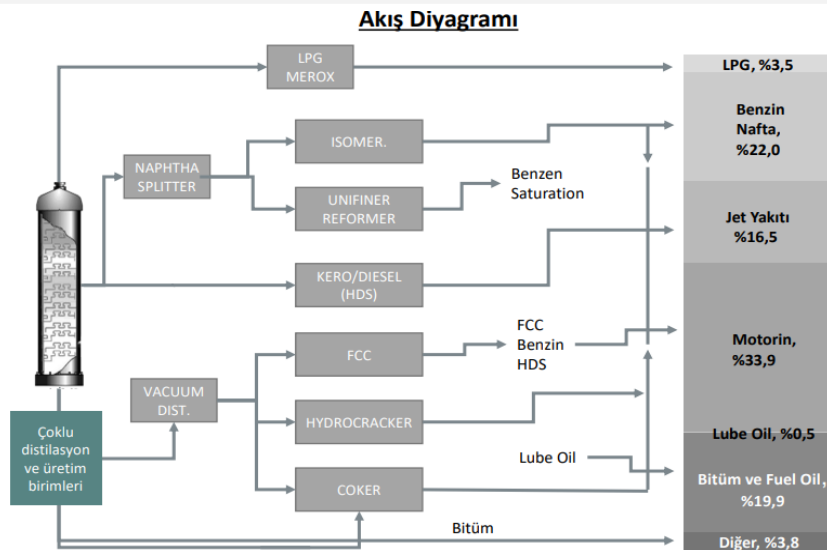
1. Basit Damıtma

Arıtma sürecinin ilk aşaması atmosferik damıtma olarak tanımlanıyor. Ham petrol bu aşamada ısıtılarak belirli kaynama noktası aralıklarında, "fraksiyon" olarak adlandırılan çeşitli hidrokarbon bileşenlerine ayrılıyor. Ham petrol ısındıkça buhar yükseliyor. Yükselen buhar, yoğunlaşmış sıvı ile arasında yakın teması sağlayan delikli veya kabarcıklı düz plakadan geçiyor. Günün sonunda ağır ürünler hafiflere kıyasla daha hızlı yoğunlaştığından, ağır ürünler daha aşağıdaki plakalara yerleşiyor. Hafif ürünler ise buhar formunda yükselmeye devam ediyor ve daha yukarıdaki plakalarda yoğunlaşıyor.

Geri kazanılan hafif ürünler arasında; 90°F altında buharlaşan propan, bütan ve diğer hafif LPG ürünleri, 220-315°F arasında buharlaşan nafta ve oktan oranı düşük benzin yer alıyor. Orta distilat (damıtma) ürünleri arasında 315-650°F arasında buharlaşan kerosen, jet yakıtı, dizel yakıt yer alıyor. En ağır hidrokarbonlar ise çoğunlukla çökelti ya da artık fuel oil olarak 650°F'nin üzerinde geri kazanılıyor.

Tüpraş Üretim Süreçleri

| Ana Üniteler | Ünite Adedi | Kapasite (m ³ /g) |
|-------------------|-------------|------------------------------|
| CRUDE OIL DIST. | 8 | 99.420 |
| VACUUM DIST. | 8 | 42.752 |
| HYDROCRACKER | 4 | 18.032 |
| ISOMERATION | 3 | 7.804 |
| UNIFINER REFORMER | 5 | 16.225 |
| KERO/DIESEL (HDS) | 9 | 37.265 |
| FCC | 2 | 4.650 |
| COKER | 1 | 9.000 |
| NAPHTHA SPLITTER | 8 | |
| LPG MEROX | 6 | |



Kaynak: Şirket

İkinci damıtma kolonu olan vakum ünitesi ise ilk damıtma aşamasının ardından dipte kalan ürünlerin, parçalı olarak kırılmadan, 450°C'nin üzerinde ayrıştırılmasını sağlıyor. Burada da artık fuel oil ve asfalt ürünleri bulunuyor.

2. Ara Ürünlerin İşlenmesi ve Diğer Süreçler

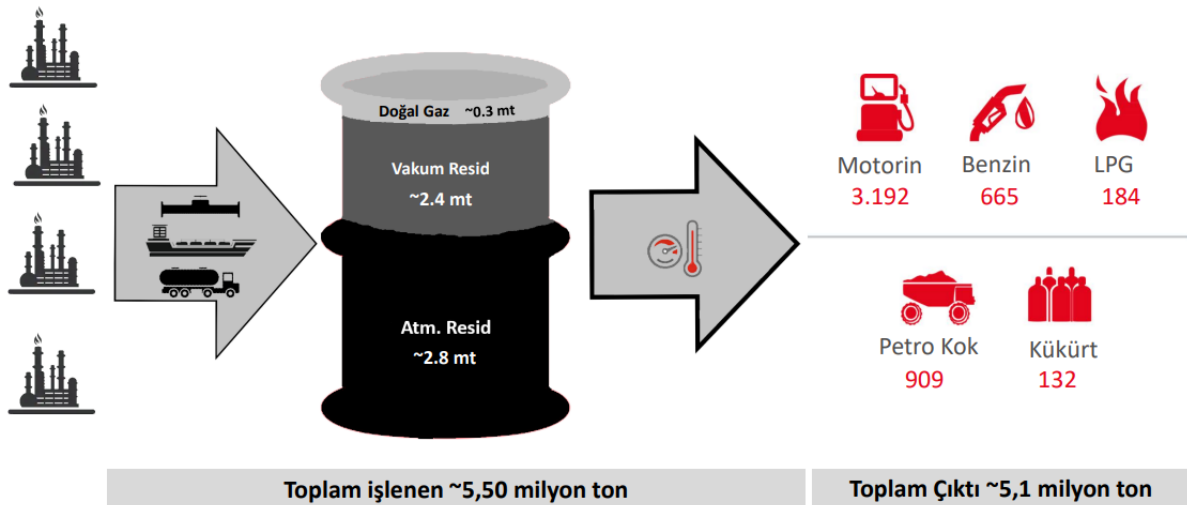
Rafineriler yukarıda gerçekleşen süreçte elde ettiği ürünlerin verimliliğini artırmak için hidrokarbonların kimyasal yapısını değiştirerek hidrokarbonları yükseltir ya da dönüştürür. Bu süreç hidrokarbonların yapısını değiştirdiği için basit damıtma işleminden fazlasıyla ayrıştırır

2.1) Ayrıştırma

Ayrıştırma süreci ana olarak termal ve katalitik kırma (cracking) olarak ikiye ayrılır. Her iki yöntem de ağır hidrokarbon moleküllerinin daha hafif ve değerli olan benzin, dizel ve fuel oil gibi ürünlere dönüşümünü sağlar. Termal kırma sürecinde ısı ve basınç kullanılırken, katalitik kırma yönteminde çeşitli katalizörler kullanılır.

Termal kırma süreci; visbreaking, steam cracking ve coking olarak 3 ana forma ayrılabilir. Visbreaking, daha hafif fuel oil ile karıştırılan (harmanlanan) artık ürünlerin 800-950°F'da akışmazlığının azaltılmasını sağlayan hafif bir yöntemdir. Steam cracking ise 1500-1600°F'da etilen gibi olefinik ham madde üretimini sağlayan bir petrokimya sürecidir. Steam cracking sürecinde ham madde etandan vakumlanmış dizele kadar farklılık gösterebilir ancak çoğunlukla etan, bütan ve nafta kullanılır. En zorlu kırma yöntemi ise coking'dir. Coking yönteminde genel anlamıyla ağır artıklar daha hafif ürünlere dönüştürülür. Bu ürünler arasında oktan oranı düşük benzin, katalitik kırma sürecinde ham madde olarak kullanılan orta damıtma ürünleri ve petrol koku yer alır.

Tüpraş RUP (Fuel Oil Dönüşüm) Tesisi



Kaynak: Şirket

Katalitik kırma da sıvı katalitik kırma (FCC-fluid catalytic cracking), hareketli yatak katalitik kırma ve termofor katalitik kırma (TCC) olarak üçe ayrılır. Katalitik kırma sürecinde genellikle zeolite, alüminyum, hidrosilikat ve boksit gibi katı ürünler katalizör olarak kullanılır. Diğer yandan hidrocracking sürecindeki hidrojen gibi diğer madde formları da katalizör olarak değerlendirilebilir.

2.2) Birleştirme

Bu süreçte küçük ürünler daha ağır karbonlara dönüştürülür. Alkalileştirme ve polimerizasyon yöntemleri kullanılır. Alkalileştirme yönteminde; propilen, bütlen ve kırma süreçlerinde üretilen olefinler gibi hafif moleküller, izobütan ile kimyasal olarak bağlanır. Oluşan daha büyük moleküller asidik katalizörlerle karıştırılıp soğutulduktan sonra alkilat olarak adlandırılan molekül formu elde edilir. Alkilatlar benzinle birleşmek için kullanılan yüksek oktanlı sıvılardır.

2.3) Değiştirme (İzomerizasyon)

İzomerizasyon olarak da adlandırılan süreçte düz zincirli hidrokarbonlar (parafinler), dallanmış zincirli hidrokarbonlara (izoparafinler) dönüştürülür. Bu süreçte tipik olarak bütan, hidrojen ve klorürle karıştırılır. Sonrasında bir katalizörle gerçekleşen reaksiyonlarla birlikte izobütanlar elde edilir. Değiştirme sürecinin gerçekleştirilmesinin farklı nedenleri bulunmaktadır. Alkalileştirme sürecine ek izobütan kaynağı oluşturulması ve düşük oktanlı benzinin daha yüksek oktana çıkartılması bu sürecin temel amaçları arasındadır.

2.4) İşleme

Rafinerinin farklı birimleri arasında geçiş yapan fraksiyonların temizlenmesi için farklı işleme yöntemleri bulunmaktadır. Bu hem son ürünün kalitesini artırmak hem de rafinerinin ekipmanlarına verilebilecek olası hasarı engellemek için kullanılan bir süreçtir. İşleme süreci aynı zamanda bazen sülfür gibi kirli maddeler üzerindeki yasal standartları karşılamak amacıyla da yapılabilir.

2.5) Formülasyon ve Karıştırma

Bu aşama hidrokarbonların ve ek ürünlerin; oktan güçlendiriciler, anti oksidanlar, deterjanlar, metal deaktivatörleri gibi diğer maddelerle karıştırılma sürecidir. Bu süreçte amaç hedeflenen performansa sahip son ürünü üretmektir. Ürünler genellikle manifold sistemlerinden geçirilerek ya da tank ve kaplarda karıştırılarak birleştirilir.

Petrol Ürünleri

Petrol ürünleri, bir petrol rafinerisinin çıktılarıdır. Tipik bir rafineri, işlediği her bir varil ham petrolden çeşitli ürünler üretir. Genel olarak rafineriler yüksek değerli hafif ürünlerden (benzin, jet yakıtı ve dizel) yapabildikleri kadarını yapmak için çalışırlar, diğer ürünler esasen yan ürün olarak işlev görür.

Tipik bir rafineriden elde edilen başlıca ürünler aşağıdaki gibidir.

Propan: Etilenin parçalanması için hammadde olarak kullanılır veya yakıt olarak kullanılmak üzere LPG'ye karıştırılır.

Propan molekülünde üç karbon atomu ve 8 hidrojen atomu bulunur. Rafineride propan tipik olarak etilen veya propilen yapmak için bitmiş ürünlere (petrokimyasal besleme için LPG ve propan) karıştırılır.

Propan, rafinerideki birçok farklı işlem ünitesinden elde edilir: Atmosferik damıtma, FCC, Coker ve Reformer

Bütan: Etilenin kırılması (cracking) için hammadde olarak kullanılır veya yakıt olarak kullanılmak üzere LPG'ye karıştırılır.

Bütan molekülünde dört karbon atomu ve 10 hidrojen atomu bulunur. Bütan tipik olarak ya benzine ya da LPG'ye karıştırılır (küçük hacimlerde) ya da doğrudan bitmiş ürün olarak satılır. Benzine karıştırıldığında bütan yüksek oktaniyle tercih edilir ancak yüksek buhar basıncıyla sınırlandırılır. Buhar basıncı limitleri nedeniyle, bütanın benzine karıştırılması genellikle yılın sıcak aylarında tamamen devre dışı bırakılır ve bu da mevsimsel bir bütan bolluğuna neden olur. Ticari bir bitmiş ürün olarak bütan; ev ısıtma yakıtı, çakmak gazı, soğutucu gaz ve itici gaz olarak kullanılır ancak bunların hepsinde oldukça küçük hacimlerde gereklidir. Bütan ayrıca alkalleştirme aşamasında ham madde olarak kullanılmak üzere sıklıkla izobütana dönüştürülür.

Bütan, rafinerideki birçok farklı işlem ünitesinden gelir: Atmosferik damıtma, FCC, Coker ve Reformer.

LPG (sıvılaştırılmış petrol gazı): Yakıt olarak kullanılan propan ve bütan karışımıdır.

LPG, bir rafineri tarafından üretilen en düşük yoğunluklu sıvı yakıtları ifade eder. Bir ürün olarak aslında propan ve az miktarda bütan içeren ticari bir propan anlamına gelir. LPG, kolay taşınması ve oda sıcaklığında kolayca buharlaşarak bir yakıt gazı oluşturması nedeniyle yaygın olarak yakıt olarak kullanılır. Az gelişmiş ülkelerde önemli bir pişirme yakıtıdır. Doğal gaz sağlamak için altyapısı olmayan bölgelerde, genellikle ev ısıtma yakıtı olarak kullanılır. Ayrıca forkliftlerde ve taksi filolarında özel bir hafif araç yakıtı olarak da kullanılır.

Nafta: Etilenin parçalanmasında (cracking) hammadde olarak kullanılır

Hafif nafta, petrokimyasal ham madde olarak kullanılan bitmiş bir ürünü ya da hafif düz akışlı nafta olarak adlandırılan bir damıtma kesimini ifade edebilir. Pentan ve biraz daha ağır maddelerden oluşur.

Bir rafineride hafif nafta genellikle doğrudan benzine karıştırılır. Ancak, düşük oktanı ve nispeten yüksek buhar basıncı tipik olarak onu benzin havuzunun %5'i veya daha azıyla sınırlar. Oktanını yükseltmek için genellikle benzin ile harmanlamadan önce izomerizasyon ünitesine gönderilir.

Benzin: Binek otomobiller ve hafif kamyonlar için ulaşım yakıtı olarak kullanılır.

Benzin, ham petrolün bir petrol rafinerisinde işlenmesiyle üretilen başlıca petrol ürünlerinden biridir. Benzin, yüksek değerli hafif ürünlerden biridir (jet yakıtı ve dizel ile birlikte). Neredeyse sadece ulaşım sektöründe, çoğunlukla otomobillerde ve diğer hafif hizmet araçlarında yakıt olarak kullanılır. Benzine olan talep mevsimsel olarak değişir ve Kuzey Yarımküre'de en yüksek talep yaz aylarında görülür. Yaz ayları aynı zamanda benzin kalite spesifikasyonlarının (özellikle buhar basıncı) en sıkı olduğu dönemdir ve bu aylarda genellikle daha yüksek fiyatlar izlenir.

Genel olarak rafineriler kârı maksimize etmek için dizel ile birlikte benzin verimlerini de maksimize etmeye çalışırlar. Bu iki ürün farklı kaynama aralığındaki maddelerden elde edildiği için büyük ölçüde birbirlerini tamamlarlar. Ancak, birini diğerine tercih eden ve rafinerileri hangisinin daha fazla değer yaratacağı konusunda karar vermeye zorlayan birkaç dönüştürme ünitesi vardır. FCC ünitesi fuel oili benzine, hidrocracker ünitesi ise dizele doğru yükseltme eğilimindedir.

Benzin tipik olarak birçok farklı rafineri sürecinin kompleks bir karışımıdır. Benzin havuzundaki en yaygın rafineri üretimi bileşenleri ve özellikleri aşağıdaki gibidir:

- FCC ünitesinden gelen FCC benzini - İyi oktan ve buhar basıncı, ancak genellikle yüksek sülfür ve olefin
- Reformerden gelen reformat - Yüksek oktan ve düşük buhar basıncı, ancak yüksek aromatikler
- Alkilasyon ünitesinden gelen alkilat - Aromatikler, olefinler veya sülfür içermeyen iyi oktan ve buhar basıncı
- İzomerizasyon ünitesinden izomerat - Orta derecede iyi oktan, düşük aromatikler ve düşük sülfür, ancak yüksek buhar basıncı
- Doğrudan damıtma kulesinden gelen hafif düz nafta - Düşük oktan ve yüksek buhar basıncı

Jet yakıtı: Jet uçakları için yakıt olarak kullanılır

Jet yakıtı, ham petrolün bir petrol rafinerisinde işlenmesiyle üretilen başlıca hafif petrol ürünlerinden biridir. Öncelikle ulaşım sektöründe kullanılır. Jet uçaklarında kullanılan birincil yakıttır, ancak diğer jet türbini uygulamalarında da kullanılır.

Jet yakıtı yapımında kullanılan aynı malzeme, uçak dışı kullanımlar için kerosen ürünü olarak da satılmaktadır ancak daha düşük kalite özelliklerine sahiptir. Jet yakıtı yapımında kullanılan kerosen, benzin ve dizel aralığında bir kaynama aralığına sahiptir. Jet yakıtı, jet yakıtı fiyatları yüksek olduğunda benzin ve dizelden hacim çalan ve düşük olduğunda benzin ve dizel hacmine katkıda bulunan bir salınım yakıtı olabilir. Farklı kullanımlar ve pazarlar için bir dizi farklı sınıfta jet yakıtı bulunmaktadır. 'Jet A-1' uluslararası ticari havacılık için standart sınıftır.

Jet yakıtı tipik olarak birkaç farklı kerosen akışının basit bir karışımıdır. En yaygın bileşenler şunlardır:

- Damıtma kulesinden, bazen de bir kerosen merox ünitesi vasıtasıyla, düz akışlı kerosen
- Kerosen hidrotreatöründen gelen hidro-işlenmiş kerosen
- Hydrocracker'dan gelen hydrocracker keroseni

Dizel: Ağır hizmet kamyonları, trenler ve ağır ekipmanlar için yakıt olarak kullanılır.

Dizel, yüksek değerli hafif ürünlerden biridir. Öncelikle ulaşım sektöründe kullanılır; ağır hizmet kamyonlarında ve lokomotiflerde kullanılan birincil yakıttır. Ayrıca bazı pazarlarda hafif hizmet tipi otomobil ve kamyonlarda da kullanılmaktadır. Dizel malzemenin ayrıca inşaat ve çiftlik ekipmanları için yakıt ve ısıtma yakıtı (ev ısıtma yağı) olarak farklı kullanım alanları vardır. Ancak bu alanlarda kullanımı ulaşım sektöründeki payında çok daha azdır.

Dizel, karışım ham maddelerinin bazıları için jet yakıtı ile rekabet etme eğilimindedir. Özellikle jet yakıtının çoğunu oluşturan ve dizel için iyi bir karışım stoğu olan kerosen jet yakıtı ve dizel arasında gidip gelir. Sonuç olarak, jet yakıtı üretimini en üst düzeye çıkarmak dizel verimine mal olabilir.

Endüstriyel gaz yağı: Endüstriyel tesislerde ve ticari/konut ısıtmasında fırın yakıtı olarak kullanılır (kalorifer yakıtı).

Endüstriyel gaz yağı, taşımacılık dışı amaçlarla kullanılan dizel kaynama aralığında hafif bir üründür. Belirli son kullanım alanlarına göre farklı endüstriyel gaz yağı çeşitleri vardır:

- Ev ısıtma yağı - Evlerde ve ticari binalarda fırın yakıtı olarak kullanılır.
- Endüstriyel gaz yağı - Endüstriyel fırınlarda yakıt olarak kullanılır.
- Marine gasoil - Gemi kazanlarında yakıt olarak kullanılır.

Artık fuel oil: Enerji üretiminde ve okyanusta giden büyük gemilerde yakıt olarak kullanılır (bunker yakıtı).

Artık fuel oil bir rafineriden elde edilen en düşük değerli petrol ürünlerinden biridir. Esasen bir rafinerinin birincil odak noktası olan hafif ürünlerin üretiminin bir yan ürünüdür. Artık fuel oilin birincil nihai kullanım alanı, enerji santralleri ve endüstriyel kazanlar gibi basit fırınlarda yakıt olarak kullanılmasıdır. Aynı zamanda bunker yakıtı olarak adlandırıldığı üzere, okyanusta giden gemilerde kullanılan birincil yakıttır. Bununla birlikte, artık fuel oilin performans ve çevresel nedenlerle karşılaması gereken bazı kalite özellikleri vardır. Artık fuel oil, çevresel kaygılarla belirlenen maksimum bir sülfür içeriğine sahiptir. Bu genellikle ağırlıkça % cinsinden maksimum kükürt içeriği olarak belirlenir.

EK-1: 1Ç24 Finansal Sonuçlar

| Tupras Özet Finansal Sonuçlar (mn TL) | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | 4Ç23 | 1Ç24 | 3A23 | 3A24 | Değişim | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| | | | | | | | | 1Ç24/1Ç23 | 1Ç24/4Ç23 | 3A24/3A23 |
| Net Satışlar | 160,251 | 104,405 | 185,137 | 304,160 | 165,473 | 160,251 | 165,473 | 3% | -46% | 3% |
| Brüt Kar | 23,766 | 17,474 | 32,803 | 45,458 | 13,175 | 23,766 | 13,175 | -45% | -71% | -45% |
| Faaliyet Karı | 18,515 | 14,830 | 29,052 | 34,503 | 7,322 | 18,515 | 7,322 | -60% | -79% | -60% |
| FVAÖK | 20,645 | 13,240 | 29,358 | 39,720 | 9,462 | 20,645 | 9,462 | -54% | -76% | -54% |
| Net Diğer Gelir/Gider | -911 | -6,408 | -2,161 | -7,359 | -3,342 | -911 | -3,342 | a.d. | a.d. | a.d. |
| Yatırım Faal. Gelirler | 16 | -11 | 158 | -75 | 0 | 16 | 0 | a.d. | a.d. | a.d. |
| Finansal Gelirler (net) | -4,715 | -2,156 | -756 | -13,277 | -2,369 | -4,715 | -2,369 | a.d. | a.d. | a.d. |
| VÖK | 12,476 | 4,748 | 27,141 | 13,456 | 1,892 | 12,476 | 1,892 | -85% | -86% | -85% |
| Vergi | -9,600 | 6,500 | -5,715 | 4,867 | -1,477 | -9,600 | -1,477 | a.d. | a.d. | a.d. |
| Net Kar | 2,811 | 7,217 | 21,306 | 18,306 | 320 | 2,811 | 320 | -89% | -98% | -89% |
| Net Nakit | 8,608 | 10,089 | 53,266 | 72,142 | 51,647 | 8,608 | 51,647 | | | |
| Çalışma Sermayesi | -11,856 | -11,034 | 6,946 | 15,019 | -5,717 | -11,856 | -5,717 | | | |
| Özsermaye | 61,493 | 68,356 | 72,565 | 233,512 | 230,217 | 61,493 | 230,217 | | | |
| Rasyolar | | | | | | | | | | |
| Brüt Kar Marjı | 14.8% | 16.7% | 17.7% | 14.9% | 8.0% | 14.8% | 8.0% | -6.9 puan | -7 puan | -6.9 puan |
| Faaliyet Kar Marjı | 11.6% | 14.2% | 15.7% | 11.3% | 4.4% | 11.6% | 4.4% | -7.1 puan | -6.9 puan | -7.1 puan |
| FVAÖK Marjı | 12.9% | 12.7% | 15.9% | 13.1% | 5.7% | 12.9% | 5.7% | -7.2 puan | -7.3 puan | -7.2 puan |
| Net Kar Marjı | 1.8% | 6.9% | 11.5% | 6.0% | 0.2% | 1.8% | 0.2% | -1.6 puan | -5.8 puan | -1.6 puan |

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

| | |
|----|--|
| EÜ | Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir. |
| EP | Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir. |
| EA | Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir. |