

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Petrol

Tüpraş

03/07/2024

Şirket Güncelleme

Bakım tamamlandı, karlılık halen tarihi ortalamaların üzerinde

TUPRS hisseleri için %49'luk getiri potansiyeline işaret eden 242TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyor, şirketin 10,38TL/hisse tutarında (%6,4 temettü verimi) ikinci bir temettü ödemesi yapmasını bekliyoruz. Sürdürülebilir Havacılık Yakıtından (SAF) gelecek tahmini FAVÖK katkısını değerlemeye dahil ettik ve 2024 FAVÖK tahminimizi hafif aşağı revize ettik. Bunların neticesinde hedef fiyatımızda değişiklik olmadı. SAF satışlarından 2027 yılında 55 milyon dolar 2028-2030 yılları arasında ise yıllık 110 milyon dolar ilave FAVÖK katkısı öngördük. Yılın ilk yarısında RUP bakımının etkisiyle zayıf seyreden operasyonel performans hisse performansını olumsuz etkiledi. Yılın ikinci yarısında bakım çalışmasının tamamlanmasının etkisi ortalama üzeri ürün marjları, daha yüksek beyaz ürün verimi ve ham petrol fiyat farklarının katkılarıyla finansallarda iyileşme bekliyoruz. Mevcut yüksek faiz ortamına rağmen, akaryakıt talebinde önemli bir düşüş öngörmüyor ve bu durumun Tüpraş'ı bu yılın ikinci yarısı ve 2025 için defansif bir seçim olarak öne çıkardığını düşünüyoruz.

Ürün marjları normalleşse de arz kısıtları nedeniyle pandemi öncesi seviyelerin üzerinde kalıyor. Ürün marjları 2022 ve 2023'ün zirvelerinden geri çekilse de arz tarafındaki sorunlar ortadan kalkmadığı sürece tarihsel ortalamaların üzerinde kalmaya devam edecek. Karadeniz ve Kızıldeniz'deki gerilimler nedeniyle Avrupa'da yaşanan arz açığı orta distilat ürün marjlarını desteklemeye devam ederken, Rusya'nın benzin ihracat yasağını askıya alması benzin marjlarını aşağı çekiyor. Benzin marjlarında talebin mevsimsel olarak güçlü olduğu önümüzdeki aylarda toparlanma bekliyoruz. Nijerya'daki kapasite artırımları (650 bin varil/gün) tam olarak devreye girdiğinde arz açığını hafifletebilir.

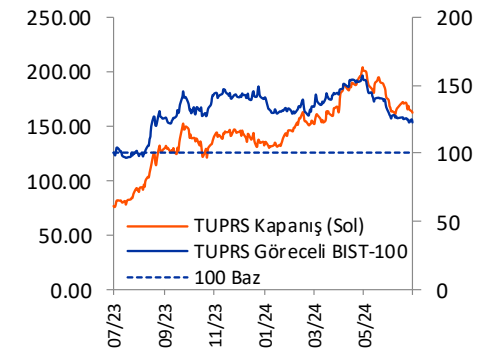
Pandemi sonrası yaratılan güçlü nakit akışı stratejik dönüşüm planına yatırım yapmak için kullanılıyor. Son yıllardaki rekor rafineri marjlarından faydalanan şirket, net nakit pozisyonunu önemli ölçüde artırarak 1Ç24 sonunda 51,6 milyar TL'ye ulaştı. Şirketin Stratejik Dönüşüm Planı'na göre yeni yatırımların önemli bir kısmı sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF), hidrojen ve sıfır karbon elektrik üretimine ayrılacak.

Riskler. Avrupa'da rafineri ürünleri talebinde beklenenden daha fazla daralma, ürün piyasalarında savaş kaynaklı tedarik sorunlarının ortadan kalkması veya hafiflemesi, küresel rafinaj kapasite artışlarının beklenen seviyelerin üzerinde gerçekleşmesi, enerji maliyetlerinde beklenenden fazla artış değerlememiz için aşağı yönlü temel risk faktörleri. Kapasite artışlarında yaşanacak gecikmeler ile ağır ham petrol arzında artış yaşanması yukarı yönlü temel riskleri oluşturmaktadır.

Yükselme Potansiyeli 49%

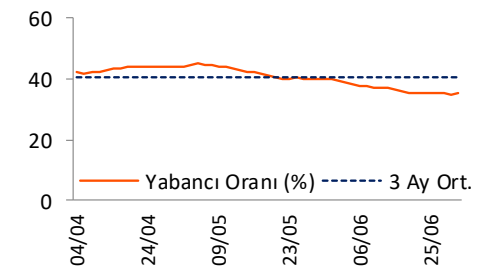
Fiyat Bilgileri	TL		
Kapanış	162.40		
12 Aylık Hedef Fiyat*	242.00		
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	242.00		
Piyasa Değeri (mn)	312,912		
Halka Açık PD (mn)	145,598		
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	4581.1		
Hisse sayısı (Adet mn)	1,927		
Takas Saklama Oranı (%)	47		
Yabancı Oranı (%)	35		
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-8.1	20.7	112.8
ABD \$	-9.5	8.9	69.8
BIST-100 Relatif	-8.5	-13.7	22.6
Çarpanlar	2023	2024	2025
F/K	5.3	8.2	7.8
PD/DD	1.4	1.4	1.4
FD/FAVÖK	2.6	4.8	4.9

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 75.41 204.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 35.18



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Tüpraş

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	47.25 Tüpraş, yıllık 30 milyon tonluk rafinaj kapasitesinin yanısıra %79,98'ine sahip olduğu DİTAŞ,
Enerji Yatırımları AŞ	46.4 %40 iştiraki olan Opet Petrolcülük A.Ş. ile birlikte yarattığı katma değer ile Türkiye'nin lider
Koç Holding Anonim Şirketi	6.35 sanayi kuruluşudur.

Gelir Tablosu (mn \$)	2022G	2023G	2024T	2025T	Bilanço (mn \$)	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	31,182	23,351	23,164	21,681	Dönen Varlıklar	6,718	6,842	7,148	6,572
Brüt Kar (Zarar)	3,846	3,732	2,099	2,078	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,789	3,334	3,307	3,096
Operasyonel Giderler	550	665	572	561	Ticari Alacaklar	1,200	1,375	1,206	1,129
Esas Faaliyet Karı	3,297	3,067	1,527	1,517	Stoklar	2,022	1,512	2,020	1,772
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-703	-563	-183	-183	Diğer Dönen Varlıklar	706	620	615	575
Net Finansman Gelir (Gideri)	-6	-576	180	266	Duran Varlıklar	5,109	5,634	5,889	5,970
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	2,330	1,967	1,562	1,640	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	258	282	288	294
Vergi Giderleri (Gelirleri)	237	134	390	410	Maddi Duran Varlıklar	4,374	4,552	4,799	4,912
Net Kar	2,086	1,822	1,165	1,223	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	95	145	152	156
FAVÖK	3,510	3,273	1,780	1,754	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	382	655	650	608

Büyümler & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	Toplam Varlıklar	2022G	2023G	2024T	2025T
Büyümler					11,827	12,476	13,037	12,542	12,542
Net Satışlar	43.8%	-25.1%	-0.8%	-6.4%	Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,422	5,281	5,946	5,042
Faaliyet Karı	117%	-7%	-50%	-1%	Finansal Borçlar	672	1,019	1,675	1,064
FAVÖK	100%	-7%	-46%	-1%	Ticari Borçlar	2,954	3,332	3,347	3,115
Net Kar	70%	-13%	-36%	5%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	796	930	923	864
Operasyonel Performans					Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,302	292	391	454
Brüt Marj	12.3%	16.0%	9.1%	9.6%	Finansal Borçlar	1,192	182	282	352
Faaliyet Kar Marjı	10.6%	13.1%	6.6%	7.0%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	110	110	109	102
FAVÖK Marjı	11.3%	14.0%	7.7%	8.1%	Özkaynaklar	6,102	6,903	6,700	7,045
Efektif Vergi Oranı	10.2%	6.8%	25.0%	25.0%	Toplam Kaynaklar	11,827	12,476	13,037	12,542
Net Kar Marjı	6.7%	7.8%	5.0%	5.6%	Nakit Akım (mn \$)				
Özkaynak Karlılığı	34.5%	28.3%	17.1%	18.0%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	2,806	2,901	1,102	1,560
Aktif Karlılığı	17.6%	15.0%	9.2%	9.6%	Düzeltilme Öncesi Kar	2,093	1,832	1,171	1,230

Rasyo Analizi	2022G	2023G	2024T	2025T	İşletme Sermayesindeki Değ.	2022G	2023G	2024T	2025T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.6	5.3	8.2	7.8	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,869	740	19	6
FD / FAVÖK (x)	2.4	2.6	4.8	4.9	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-257	-325	-500	-350
FD / Satışlar (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	Sabit Sermaye Yatırımları	-146	-421	-500	-350
PD / Defter Değeri (x)	1.6	1.4	1.4	1.4	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-112	96	0	0
Hisse Başı Kazanç (mn \$)	222.75	27.81	17.78	18.67	Serbest Nakit Akım	2,549	2,576	602	1,210
Hisse Başı Temettü (mn \$)	0.15	17.77	20.85	13.33	Finansman Faal. Kay. Nakit	-1,302	-1,183	-611	-1,416
Temettü Verimi	0.0%	12.2%	14.3%	0.0%	Finansal Borçlardaki Değişim	-457	-336	756	-542
Net Borç (Nakit) (mn \$)	-925	-2,133	-1,350	-1,680	Temettü Ödemeleri	-2	-1,165	-1,367	-874
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-843	318	0	0
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	Net Nakit Değişimi	759	611	-27	-212

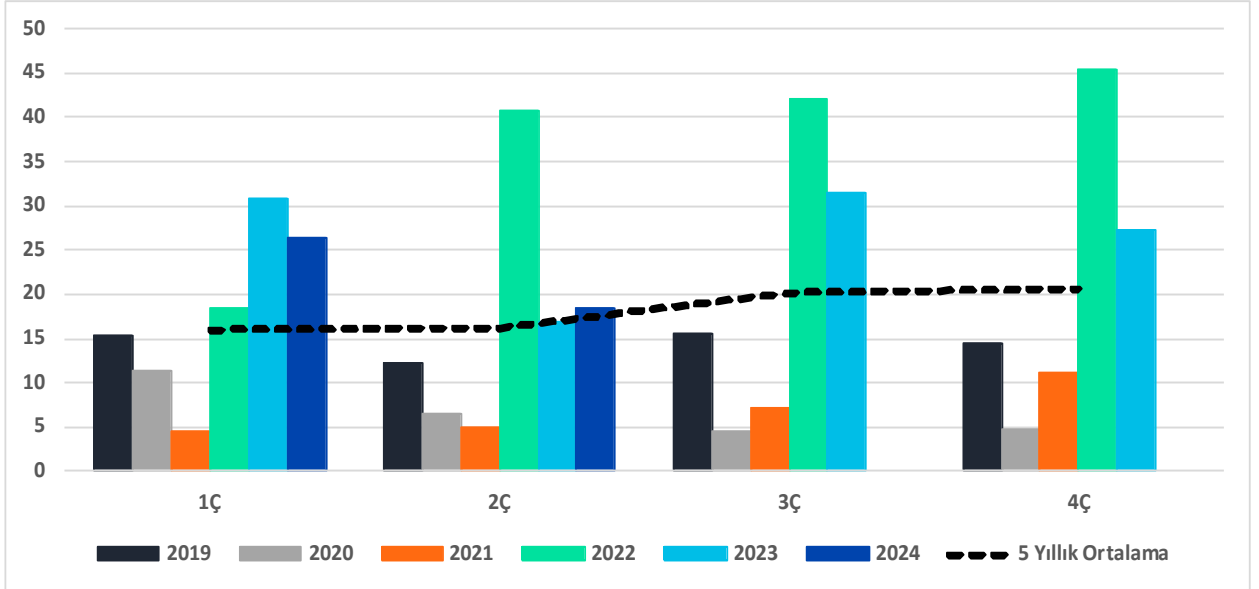
Kaynak: İş Yatırım

Dolar Bazlı UMS-29 Tahminleri, 2024 sonu Dolar/TL: 37; 2025 sonu Dolar/TL: 43.7 olarak kullanılmıştır.

Parasal kazanç/kayıp finansal giderler altında gösterilmiştir.

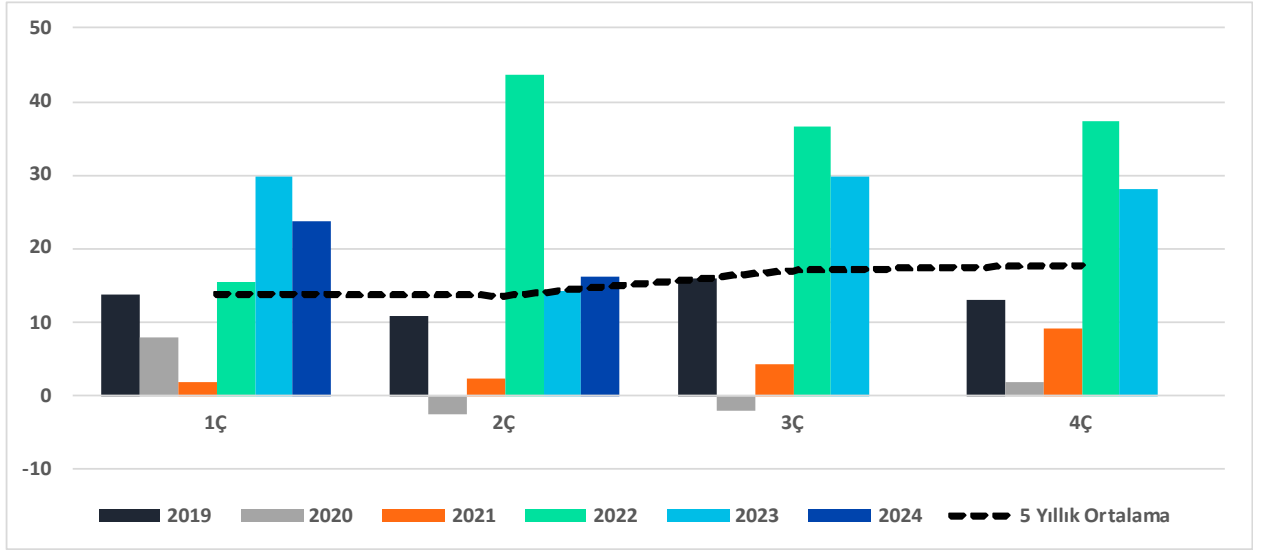
Jeopolitik gerilimler orta distilat marjlarını desteklemeye devam ediyor. Orta distilat ürün marjları, Karadeniz ve Kızıldeniz'deki gerilimlerin Avrupa'da yarattığı arz açığı sayesinde direnç göstermeye devam ediyor. Rus rafinerilerinin dronelar tarafından hedef alınması ve Rusya'nın petrol ürünlerine yönelik uygulamada olan yaptırımlar nedeniyle orta distilatta ithalata bağımlı olan Avrupa tedarik sorunu yaşıyor. Öte yandan, Kızıldeniz'deki gerilimler kargo sürelerini uzatarak marjları destekliyor. 2Ç24'te orta distilat marjları 2022'deki rekor seviyelerden uzaktı ancak geçen yılın aynı döneminin hafif üzerinde kaldı. Çeyreklik bazda dizel ve jet yakıtı marjları, Ümit Burnu üzerinden gelen stokların birikmesi ile ılıman geçen kış ve endüstriyel faaliyetlerdeki yavaşlama gibi bazı mevsimsel faktörlerden dolayı geriledi. Dizelde net ithalatçı konumunda olan Avrupa'da önümüzdeki aylarda hava trafiğinin jet yakıtı talebini artırması beklenildiğinden, orta distilat marjlarının yılın geri kalanında 5 yıllık ortalamaların üzerinde kalacağını düşünüyoruz. Eurocontrol'e göre, Avrupa'da uçuş sayısının 2024'te yıllık bazda %4,9'luk artışla 10,6 milyona ulaşması ve pandemi öncesi seviyelere yaklaşması bekleniyor. Arz yönlü kısıtlar devam ettiği sürece, orta distilat marjlarının pandemi öncesi seviyelere dönmesini beklemiyoruz.

Grafik: Dizel Ürün Marjları (\$/varil)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

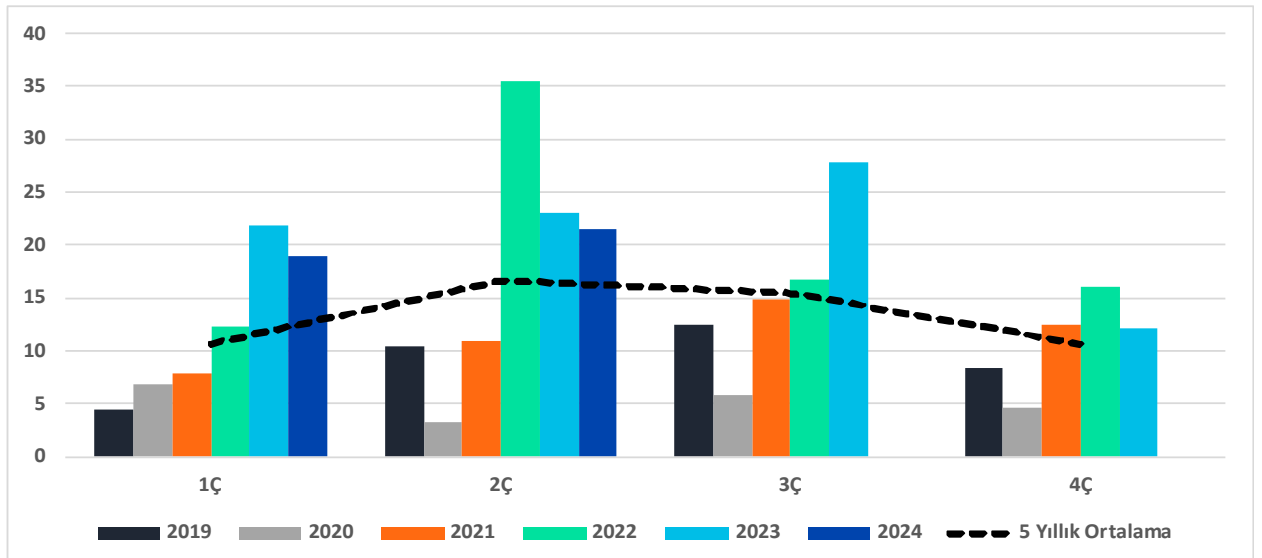
Grafik: Jet Yakıtı Ürün Marjları (\$/varil)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Rusya'nın benzin ihracat yasağını askıya alması, yüksek sezon olmasına rağmen benzin marjlarını düşürüyor. 2Ç24'te benzin marjları 2022'deki rekor seviyelerden uzaktı ancak geçen yılın aynı döneminin hafif üzerinde kaldı. Rafinerilere yapılan saldırıların ardından Rus hükümeti'nin Mart ayında benzin ihracatını yasaklaması Avrupa'da düşük stok seviyelerine ve marjların yükselmesine neden oldu. Benzin marjları 2Ç24'te güçlü kalsa da, çeyreğin sonuna doğru Rusya'nın ihracat yasağını geçici olarak kaldırmasıyla geriledi. Bununla birlikte, talebin mevsimsel olarak güçlü olduğu önümüzdeki aylarda marjlarının toparlanmasını bekliyoruz. Avrupa'nın net ihracatçı konumunda olduğu benzinde arz yönlü sorunların marjları orta distilat ürünlere göre daha az etkilemesini, bu nedenle marjların kademeli olarak tarihsel ortalamalara yakınsamasını bekliyoruz.

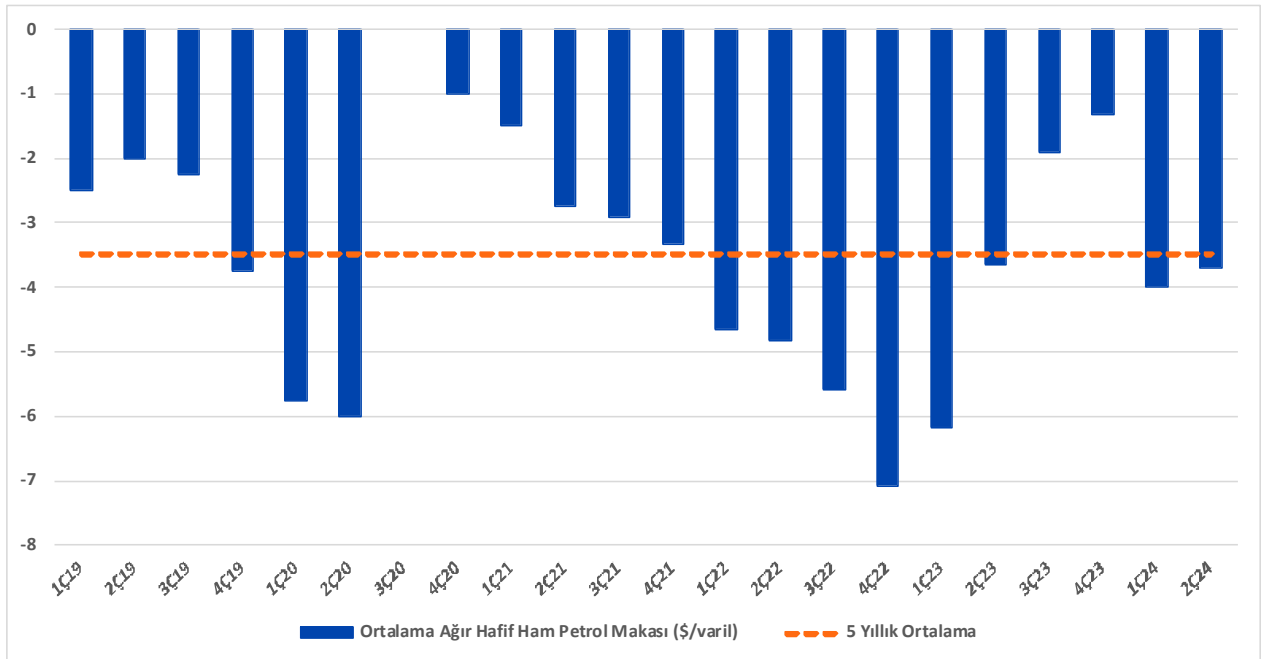
Grafik: Benzin Ürün Marjları (\$/varil)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

RUP bakımı nedeniyle tamamen yararlanılamasa da 1Y24'te ham petrol fiyat farkı olumlu seyretti.

Kompleks rafineriler, genellikle hafif ham petrolere kıyasla daha ucuz olan ağır ham petroleri işleme kabiliyetlerinden faydalanmaktadır. Avrupa'daki en kompleks rafinerilerden biri olan ve önemli ağır ham petrol tedarikçilerine coğrafi olarak yakın bir konumda bulunan Tüpraş, bu kaynaklardan yararlanabildiği ölçüde hammadde maliyetlerinden önemli tasarruf etmektedir. 2024 yılının ilk yarısında, jeopolitik gerilimler ağır ham petrol ile Brent petrol arasındaki fiyat farklarının genişlemesine ve son beş yıllık ortalamaya dönmesine neden oldu. Ancak bu dönemde İzmit Rafinerisi Fuel Oil dönüşüm ünitelerinde 92 gün süren bakım faaliyetleri, Tüpraş'ın düşük maliyetli ağır ham petrolden tam olarak faydalanamamasına sebep oldu.

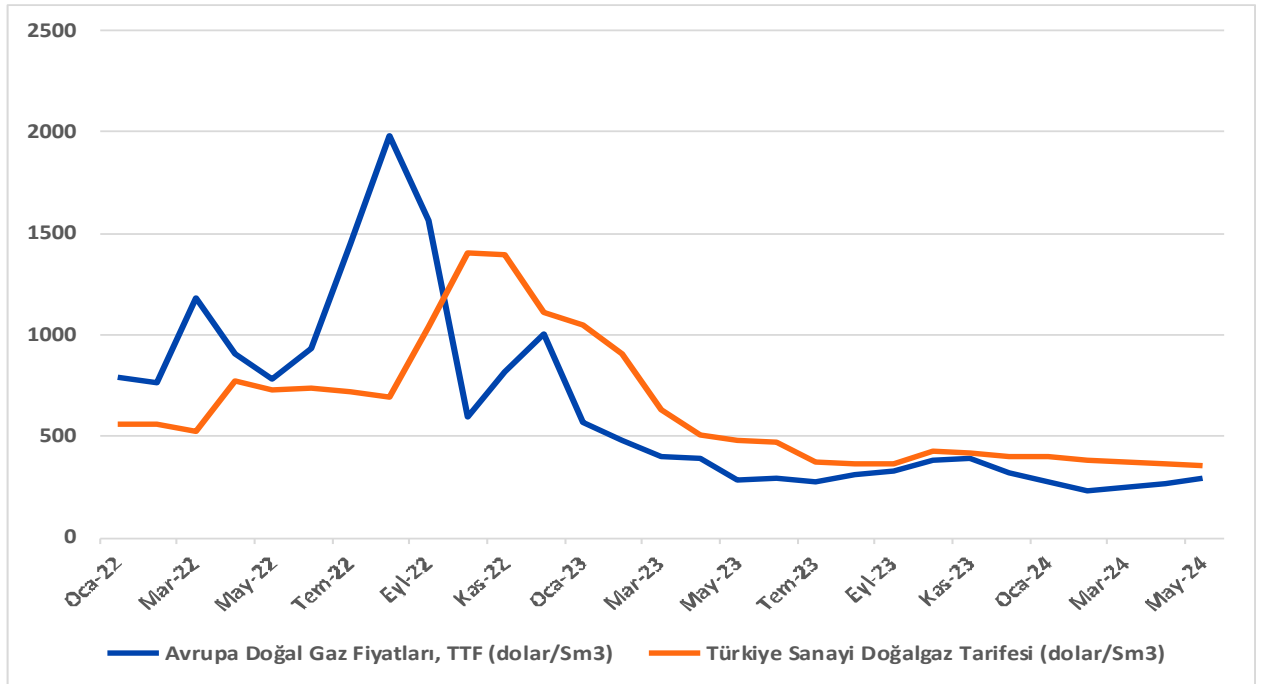
Grafik: Ortalama Ağır Hafif Ham Petrol Makası (\$/varil)

Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Projeksiyon dönemimizde fiyat farklarının tarihsel ortalamalara yakın kalacağını varsaydık. Artan hafif ham petrol arzı ve ağır ham petrol bulunabilirliğini kısıtlayan mevcut OPEC+ üretim politikası, fiyat farkları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturuyor. OPEC+'nın üretim kısıtlamalarını 4Ç24'ten 3Ç25'e kadar kademeli olarak gevşeteceğine yönelik aldığı karar ağır ham petrol bulunabilirliğini artırabilir. Öte yandan Orta Doğu'da devreye alınması planlanan yeni rafinaj kapasiteleri, bölgeden ham petrol ihracatının azalmasına ve dolayısıyla ağır ham petrolün bulunabilirliğinin azalmasına yol açabilir.

2022'de ulaşılan rekor seviyelerin ardından, doğal gaz fiyatları hem Avrupa'da hem de Türkiye'de önemli ölçüde geriledi. 2022'deki gaz arzı şokunun ardından doğal gaz piyasaları, güçlenen LNG ithalatı ve ılık geçen kış mevsimi sayesinde 2023'te kademeli olarak dengelendi. Gaz fiyatları 2022'deki en yüksek seviyelerine kıyasla önemli ölçüde düşmüş olsa da tarihsel ortalamalarının oldukça üzerinde seyretmeye devam ediyor.

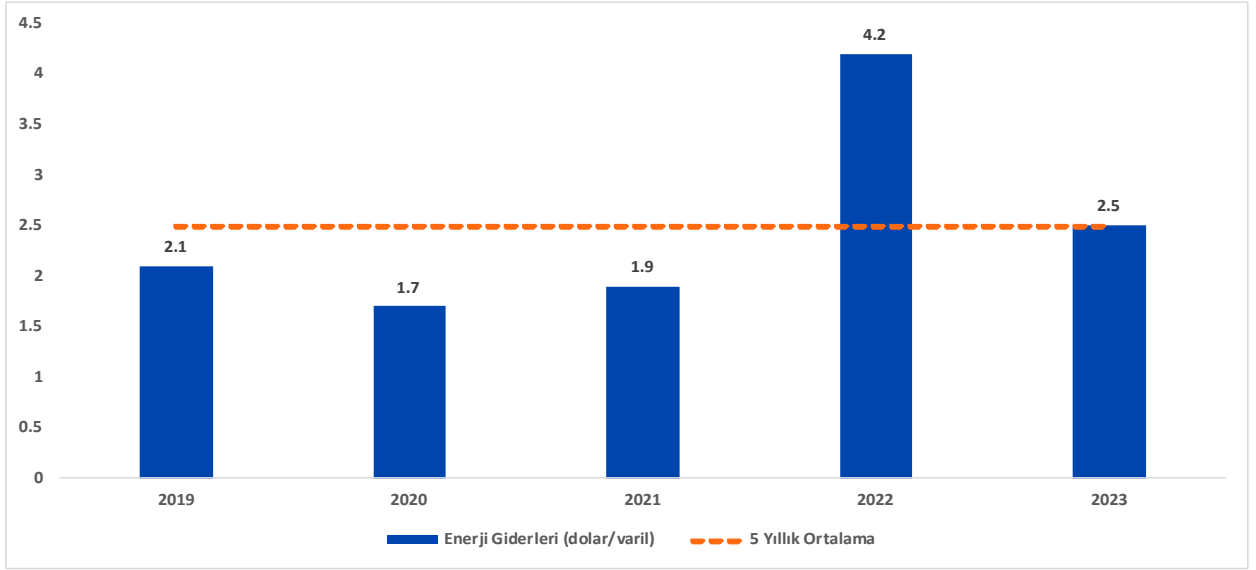
Grafik: Doğal Gaz Fiyatları



Kaynak: Bloomberg, EPIAŞ

Türkiye'de sanayi üreticileri için doğal gaz tarifeleri Avrupa fiyatlarını genellikle gecikmeli olarak takip etmektedir. Tüpraş, doğal gaz fiyatlarının Avrupa'da oynaklık gösterdiği dönemde avantajlı doğal gaz fiyatlarından yararlı olsa da fiyatlar dengelendikten sonra bu avantaj ortadan kalkmış görünüyor. Sanayi üreticileri için ortalama doğal gaz tarifesi 2023 yılında bir önceki yıla göre %45 düşüşle 528 dolar/metreküp olarak gerçekleşti. TL bazında ortalama doğal gaz tarifeleri geçtiğimiz üç çeyrekte sabit kalırken, dolar bazında %14'lük düşüş gerçekleşti. Hesaplamalarımıza göre varil başına enerji giderleri 2022 yılındaki zirvenin ardından 2023 yılında son 5 yıl ortalamasına gerilerken projeksiyon dönemimiz boyunca mevcut seviyelerde kalmasını öngörüyoruz.

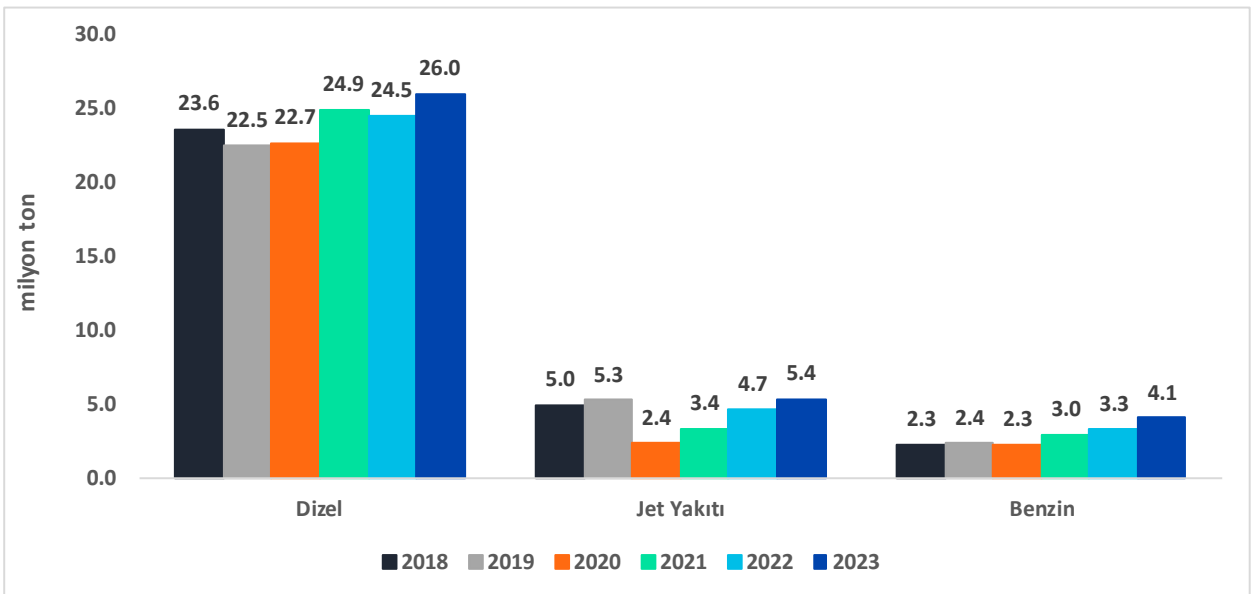
Grafik: Tüpraş'ın Enerji Giderleri



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Sıkı para politikasına rağmen iç talebin güçlü kalmaya devam etmesini bekliyoruz. EPDK tarafından yayınlanan Nisan 2024 verilerine göre, yurt içi petrol ürünleri talebi yılın ilk dört ayında yıllık bazda %5,1 oranında arttı (2023: %5,9). Ürün dağılımına bakıldığında, benzin %21,4 ile yıllık bazda en yüksek talep artışını gösterirken, onu %3,7 ile dizel ve %2,5 ile jet yakıtı takip etti. Mevcut yüksek faiz ortamına rağmen, akaryakıt talebinde önemli bir düşüş öngörmüyoruz ve bu durumun Tüpraş'ı bu yılın ikinci yarısı ve 2025 için defansif bir seçim olarak öne çıkardığını düşünüyoruz.

Grafik: Türkiye Akaryakıt Piyasası - Tüketim

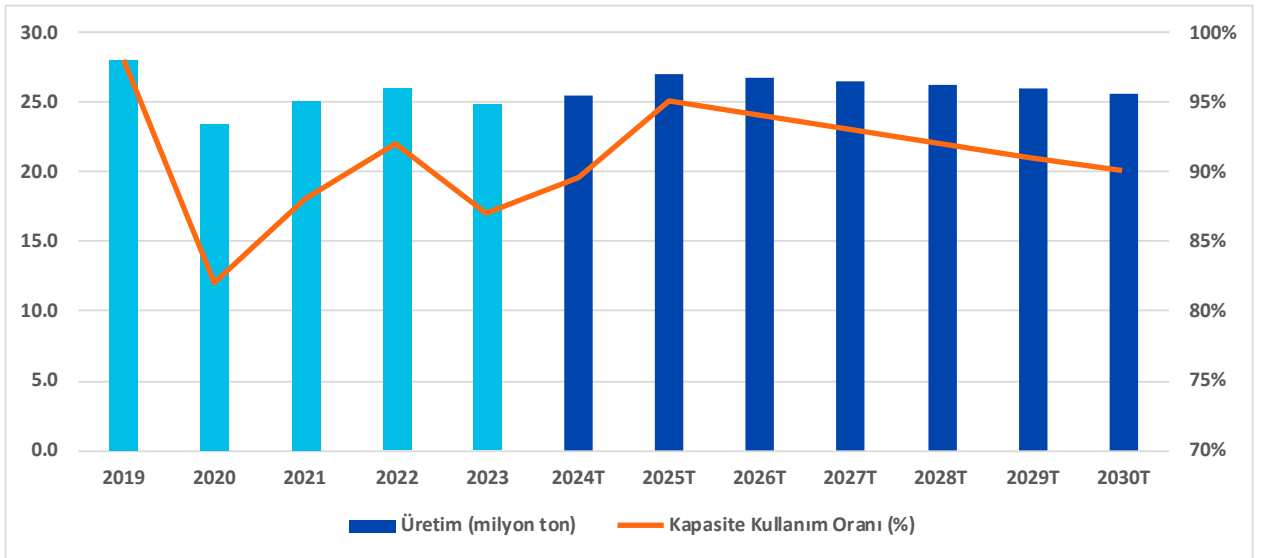


Kaynak: EPDK

Projeksiyon dönemimizde, talep tarafında Tüpraş'ın kapasite kullanım oranlarını veya iç pazarda ürün fiyatlarını negatif etkileyebilecek bir durum oluşmasını beklemiyoruz. Ayrıca, ilave yerli rafinaj kapasitesi öngörülmediği için şirketin pazar payında önemli bir değişiklik olmayacaktır. Yurt içi fosil yakıt tüketiminin 2030 yılında zirve yapması, 2030'dan sonra dizel talebinin yerini kademeli olarak hidrojen ve elektrikli araçlara bırakması bekleniyor. Yine de net ithalatçı konumunda olduğumuz dizel üretimi için mevcut yurt içi rafinaj kapasitesi ilerleyen yıllarda önemli kalmaya devam edecektir. 2030 yılına kadar Türkiye'deki havacılık yakıtı tüketiminin yaklaşık %10'unun sürdürülebilir havacılık yakıtından (SAF) sağlanması tahmin ediliyor. Tüpraş'ın Türkiye'nin en büyük SAF üreticisi olma yönündeki hedefi ile İstanbul'un bölgesel bir havacılık merkezi olarak öne çıkmasının, uzun vadede Tüpraş'ın havacılık yakıtı satışlarını ve bu alanda pazar payını pozitif etkilemesi beklenebilir.

Kapasite kullanım oranının, önümüzdeki yıllarda büyük bir bakım öngörülmediğinden yüksek seyretmesi bekleniyor. Tüpraş, İzmit Rafinerisi'ndeki periyodik bakım faaliyetlerinin yaklaşık 300 bin ton üretim kaybına yol açması nedeniyle 1Ç24'te %82 KKO ile 5,9 milyon ton üretim gerçekleştirdi. Bakım faaliyetleri nedeniyle 2Ç24'te de 600 bin ton üretim kaybı öngörülmekle birlikte, üretim kaybı artan ithalatla telafi edileceği için Tüpraş'ın satış hacminde bir azalma öngörülüyor. Şirket 1Ç24'te rafineri ürünlerine olan güçlü talep sayesinde yıllık bazda %10 artışla 7mn ton satış gerçekleştirdi.

Grafik: Kapasite Kullanım Oranı & Üretim

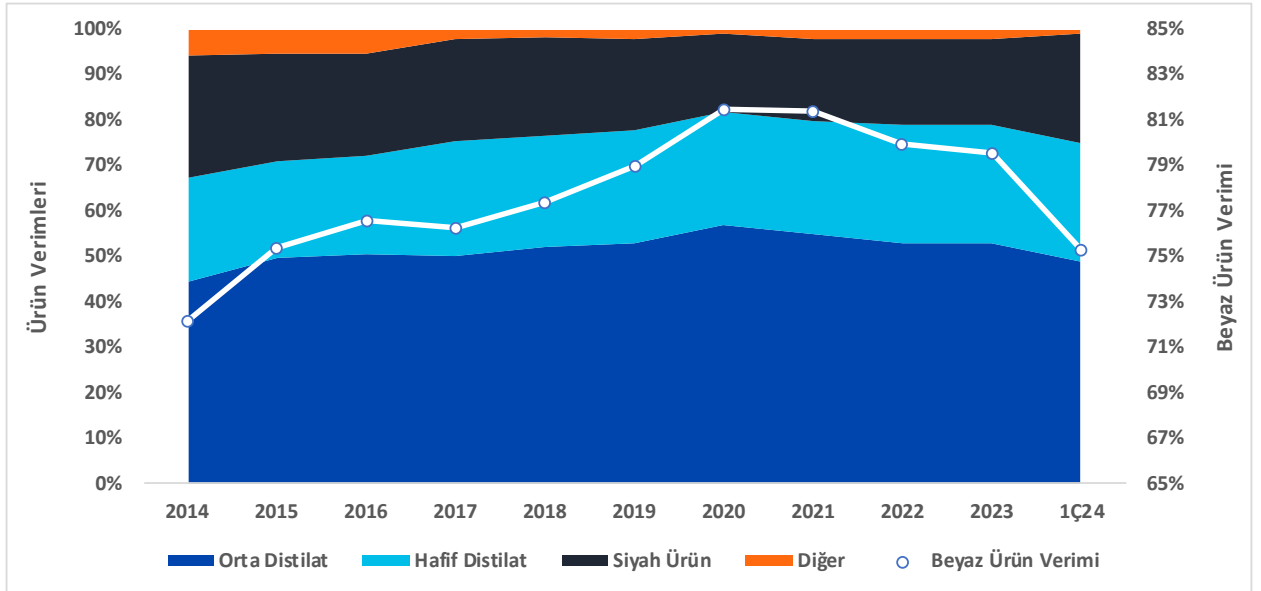


Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Şirket, 1Ç24 finansallarının ardından 2024 yılı için kapasite kullanım oranı beklentisini %85-%90 seviyelerinde tuttu. Yönetim ayrıca yıllık üretim ve satış beklentilerini sırasıyla 26mn ton ve 30mn ton olarak korudu. Önümüzdeki beş yıl boyunca önemli bir kapanma planlanmadığı için projeksiyon dönemimiz boyunca yıllık ortalama üretimin 26.2mn ton civarında ve yıllık satışların 30mn ton civarında olmasını bekliyoruz. Şirket önümüzdeki yıllarda daha çok stratejik dönüşüme odaklanacağı için toplam rafinaj kapasitesinde bir artış beklenmemekte.

RUP bakımının tamamlanmasıyla beyaz ürün veriminin hafifçe artmasını bekliyoruz. RUP yatırımının 2015 yılında tamamlanmasının ardından, şirketin düşük katma değerli siyah ürünleri dizel ve jet yakıtı gibi daha karlı beyaz ürünlere dönüştürme kabiliyeti kazanmasıyla beyaz ürün verimi önemli ölçüde arttı. Ancak, 1Ç24'teki planlı RUP bakımı nedeniyle, beyaz ürün verimi %80'in üzerindeki normal seviyelerden keskin bir düşüşle %75'e geriledi. Periyodik bakımın tamamlanmasıyla RUP'un daha verimli çalışacağını ve beyaz ürün veriminin son beş yıl ortalamasının hafif üzerine çıkacağını öngörüyoruz.

Grafik: Ürün Verimleri & Beyaz Ürün Verimi

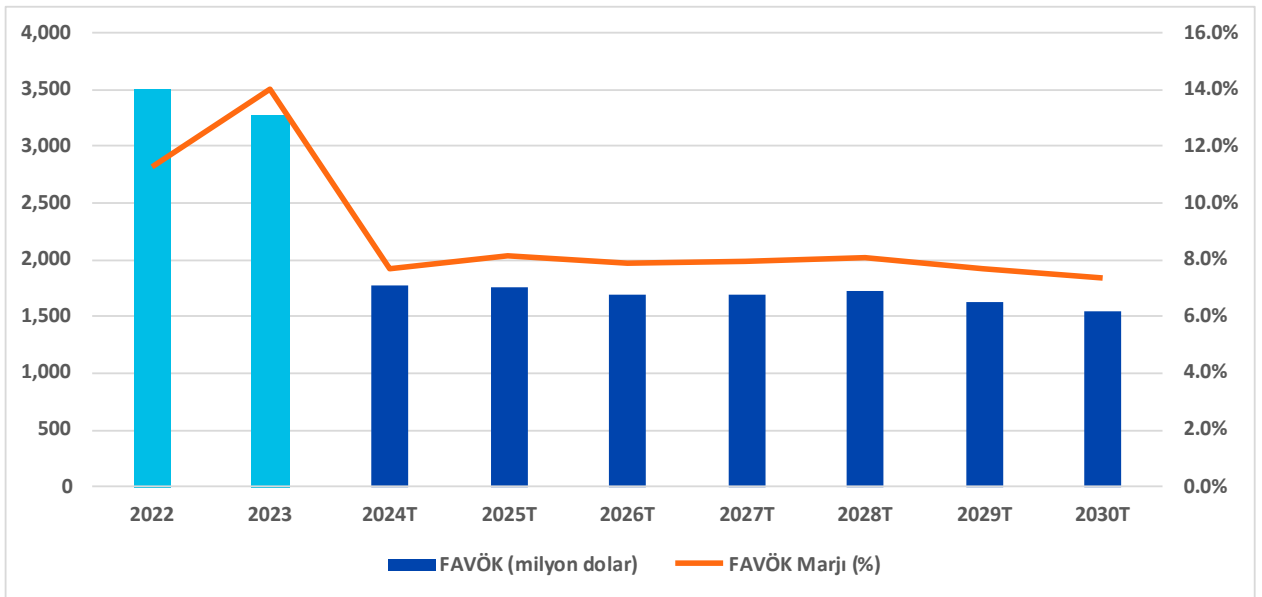


Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Uluslararası Enerji Ajansı'na (IEA) göre, küresel rafinaj sektörü 2030'lu yıllara doğru benzin tüketiminde bir düşüşe tanık olurken, jet yakıtı ve dizele yönelik artan talebi karşılama zorluğuyla karşı karşıya kalacak. Bu değişime yanıt olarak, rafinerilerin nafta ve benzin yerine orta distilatların üretimini artırarak operasyonlarını ayarlamaları öngörülüyor. Bununla beraber kompleks rafineriler için bile hafif ve orta distilat ürünler arasında geçiş yapmanın teknik kısıtlamaları bulunuyor. Bu nedenle Tüpraş'ın toplam orta distilat veriminin tarihsel ortalamalara paralel olarak %50 ila %55 aralığında kalmasını bekliyoruz.

Ürün marjları normalleşiyor. 2022 ve 2023 yılları, rekor seviyedeki ürün marjları nedeniyle FAVÖK yaratma açısından istisnai yıllar oldu. Şirket, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 18,1 dolar/varil ve 15,7 dolar/varil tahmini ortalama ürün marjları ile 3,5 milyar dolar ve 3,3 milyar dolar FAVÖK yarattı. Her ne kadar 2024 yılında benzer ürün marjları görmeyi beklemesek de marjların son beş yıllık ortalamaların üzerinde kalmasını ve 2024 yılında ortalama ürün marjının 13,8 dolar/varil seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. RUP bakımı ile birlikte ortalama ürün marjlarındaki gerileme 2024 yılı FAVÖK'ünü yıllık bazda aşağı çekecek. Sonuç olarak, Tüpraş'ın 2024 yılında yıllık bazda %46 düşüşle 1,8 milyar ABD Doları FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. İlerleyen yıllarda, ürün marjlarının tarihsel ortalamaların hafif altına gerilemesini ve bunun sonucunda FAVÖK'ün 2030 yılında 1,5 milyar dolara düşmesini öngörürken, SAF satışlarının 2027 yılından itibaren FAVÖK'e katkı sağlamaya başlamasını bekliyoruz.

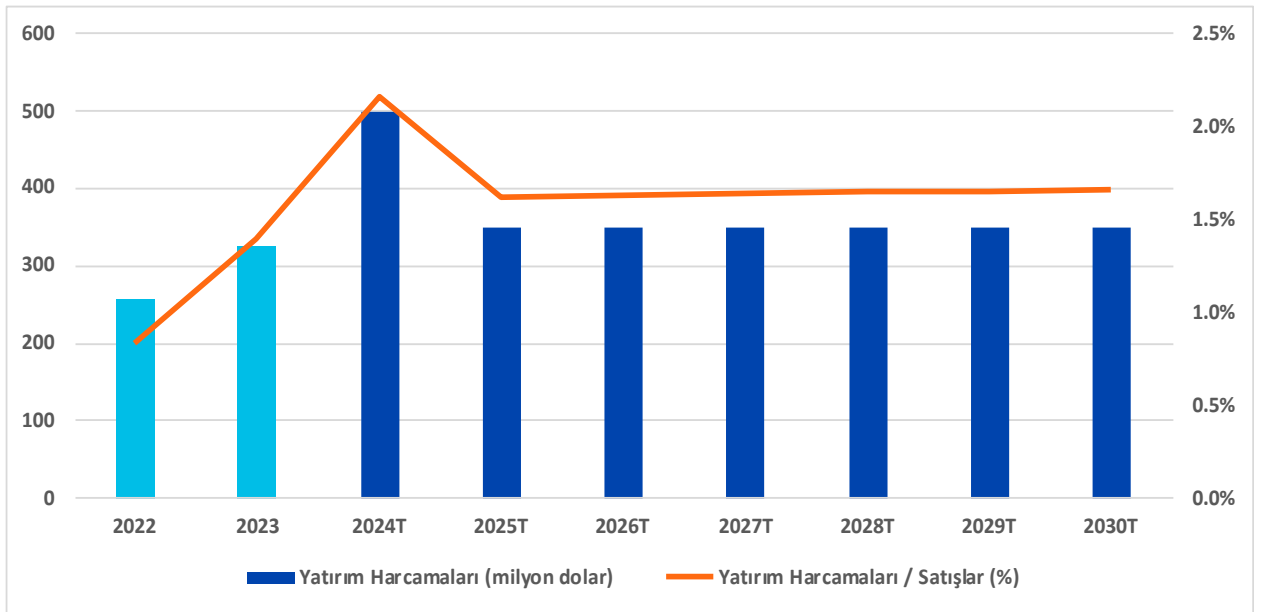
Grafik: FAVÖK & FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

2024'te ortalamanın üzerinde yatırım harcaması. Şirket yönetimi, rekor rafineri marjları sayesinde son yıllarda elde edilen güçlü nakit akışını stratejik dönüşüm planına yatırım yapmak için kullanıyor. Şirket, 1Ç24 finansallarının ardından 2024 yılı yatırım harcamaları hedefini 500 milyon dolar olarak korudu. 2025 yılından itibaren, şirketin yatırım harcamalarının 2035 yılına kadar yıllık ortalama harcama hedefine paralel olarak 350 milyon dolara gerilemesini bekliyoruz. Bu yatırımların önemli bir kısmı (2022-2030 arası %40'ı, 2031-2035 arasında ise %70'i) sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF), hidrojen ve sıfır karbon elektrik üretimine ayrılacak.

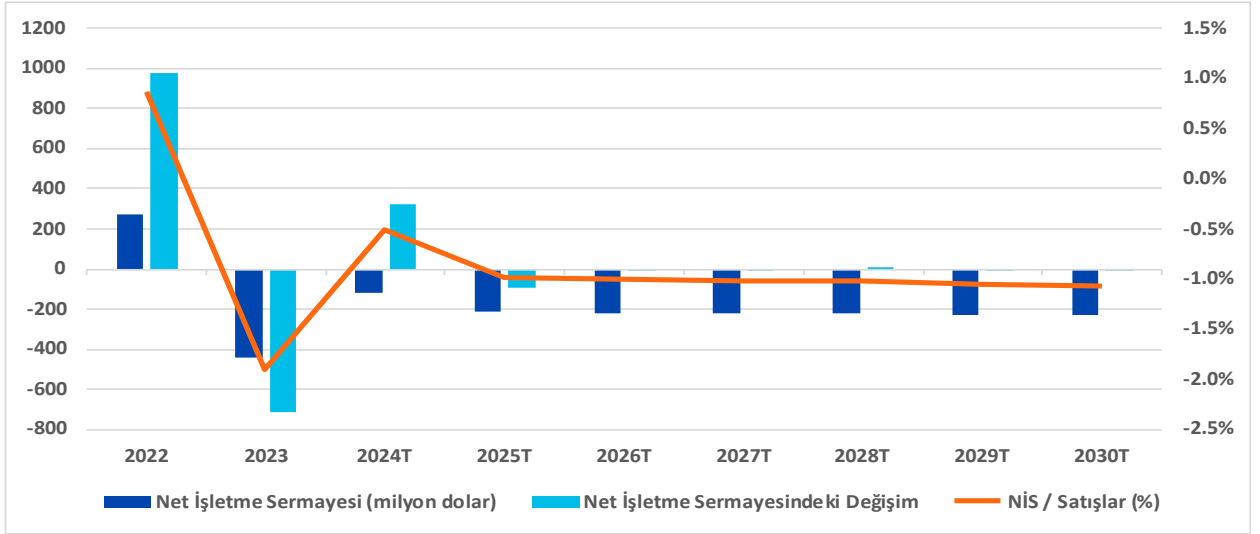
Grafik: Yatırım Harcamaları & Yatırım Harcamaları/Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Uzayan kargo süreleri nedeniyle artan stok seviyelerinin 2025 yılında normalleşmesini bekliyoruz. Şirketin işletme sermayesi gereksinimi, fiyatlardaki daha az dalgalanma ve daha iyi stok devir hızı sayesinde 2022 sonundaki 269mn dolardan 2023 sonunda önemli ölçüde azalarak -444mn dolara geriledi. Stok ve alacak günlerinde yıllık bazda bir miktar normalleşme bekleniyordu, ancak Kızıldeniz'deki gerginlikler kargo sürelerini uzattı. Bu durum beklenenden daha uzun stok günlerine neden oldu ve artan işletme sermayesi gereksinimi nedeniyle 2024 yılında nakit akışı üzerinde başlangıçta beklenenden daha büyük bir olumsuz etki yaratabilir. Ancak, yılın geri kalanında stok günlerinin kısalmasını ve 2025 yılından itibaren tarihsel ortalamalara dönmesini bekliyoruz. Projeksiyon dönemimiz boyunca şirketin 2025 yılındaki işletme sermayesi gün sayısını koruyacağını varsayıyoruz.

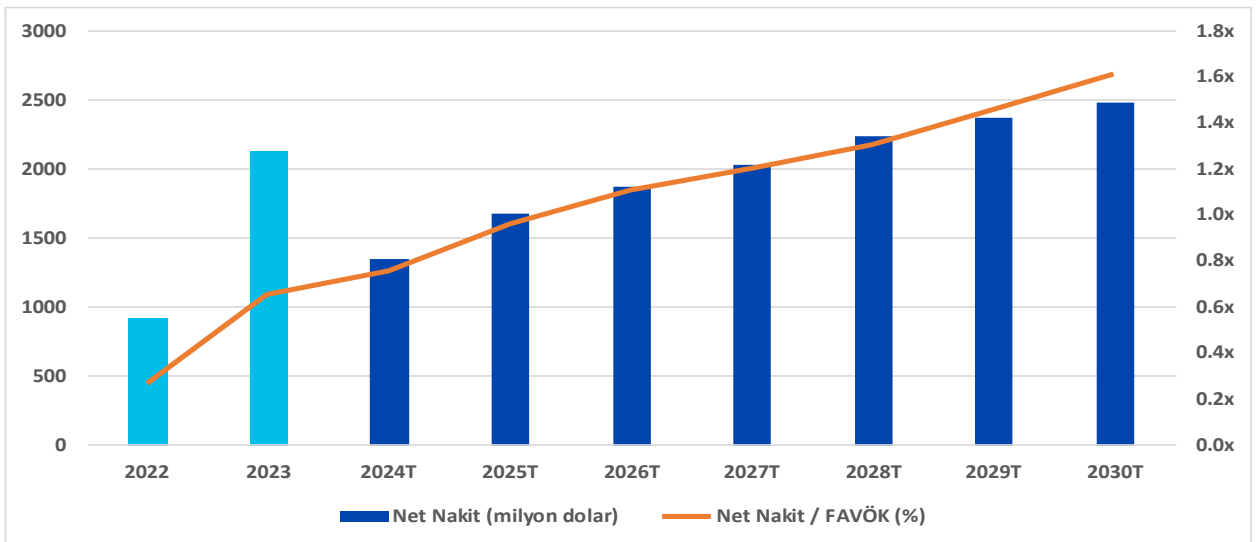
Grafik: Net İşletme Sermayesi



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

2024'te geri çekilmeye rağmen, güçlü net nakit pozisyonu korunacak. Tüpraş, 2015 yılında 3,2 milyar dolar tutarındaki RUP yatırımının tamamlanmasını takip eden yıllar içinde istikrarlı bir şekilde borçlarını azalttı. Pandemi sonrasında rekor rafineri marjlarından faydalanan şirket, güçlü operasyonel nakit akışı sayesinde net nakit pozisyonunu önemli ölçüde artırarak 2023 sonunda 62,7 milyar TL'ye (2,13 milyar dolar) ulaştı. Ancak, son dönemde işletme sermayesi gereksiniminde yaşanan artışın da etkisiyle net nakit pozisyonu 1Ç24 sonunda 51,6 milyar TL'ye (1,6 milyar dolar) geriledi. İşletme sermayesi gereksiniminin yıl boyunca normalleşmesi beklemekle birlikte, 500 milyon dolar tutarındaki ortalama üzeri yatırım harcaması ve olası ikinci temettü ödemesi ile net nakit pozisyonunun 2024 yılı sonunda 1,35 milyar dolar olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

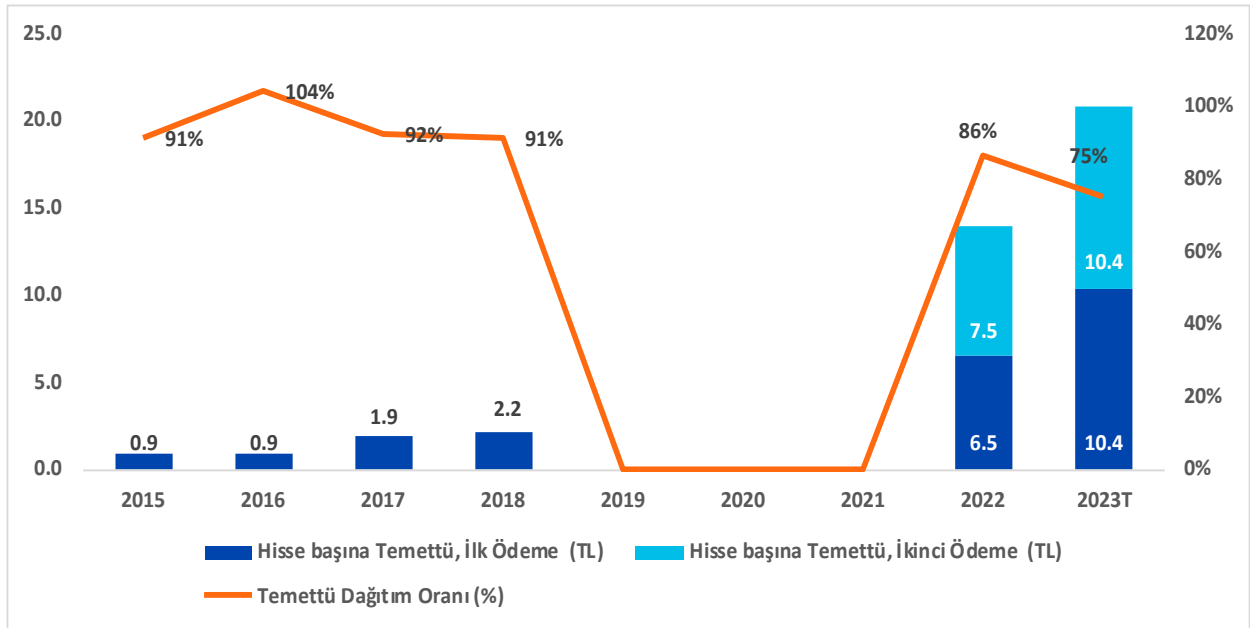
Grafik: Net Nakit & Net Nakit / FAVÖK



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

İkinci temettü ödemesinin 2Y24'te yapılmasını bekliyoruz. Tüpraş istikrarlı bir temettü ödeme geçmişine sahip olup stratejik dönüşüm planını uygularken yıllık ortalama %80 temettü dağıtım oranını yakalamayı hedefliyor. Tüpraş, 2023 yılsonu finansallarının ardından %5,9 temettü verimine işaret eden brüt 10,38 TL/hisse temettü dağıttı. Yönetim ayrıca, piyasa koşullarına bağlı olarak yılın ikinci yarısında ek bir temettü dağıtımının değerlendirilebileceğini belirtti. Şirketin temettü dağıtım politikası, 51,6 milyar TL'lik güçlü net nakit pozisyonu ve güçlü faaliyet marjları ışığında, Tüpraş'ın 2Y24'te 2023 net karından %6,4 temettü verimine işaret eden brüt 10,38 TL/hisse tutarında ikinci bir temettü ödemesi açıklamasını bekliyoruz. Pandemi gibi beklenmedik olumsuz koşullar ortaya çıkmadığı sürece, şirketin gelecekte de yüksek temettü ödemelerini sürdürmesini bekliyoruz.

Grafik: Hisse başına Temettü & Temettü Dağıtım Oranı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım Tahminleri

Değerleme. Tüpraş'ı enflasyon muhasebesi hariç nominal dolar bazlı nakit akımı tahminlerimizi baz alarak değerlendiriyoruz. Hedef fiyata ulaşmak için İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi ve uluslararası benzer şirket çarpanlarına %50'şer ağırlık veren değerlendirme yaklaşımı kullanıyoruz. TUPRS hisseleri için %49'luk getiri potansiyeline işaret eden 242TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. TUPRS hisseleri BIST-100'ün yılbaşından beri %13,7 son bir ayda ise %8,5 altında performans gösterdi.TUPRS, 2025T F/K 7,8x ve FD/FAVÖK 4,9x ile uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %17 iskontolu ve %2 primli işlem görüyor.

Tablo: Değerleme Özeti

	Hedef Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış HPD
İNA	477,591	50%	238,795
Benzer Şirketler	456,143	50%	228,071
Hedef Değer (milyon dolar)			466,867
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)			242
Cari Fiyat			162.40
Getiri Potansiyeli			49%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Riskler. Avrupa'da rafineri ürünleri talebinde beklenenden daha fazla daralma, ürün piyasalarında savaş kaynaklı tedarik sorunlarının ortadan kalkması veya hafiflemesi, küresel rafinaj kapasite artışlarının beklenen seviyelerin üzerinde gerçekleşmesi, enerji maliyetlerinde beklenenden fazla artış değerlememiz için aşağı yönlü temel risk faktörleri. Kapasite artışlarında yaşanacak gecikmeler ile ağır ham petrol arzında artış yaşanması yukarı yönlü temel riskleri oluşturmaktadır.

Tablo: Hassasiyet Analizi

		Sonsuz Büyüme Oranı				
		0%	1%	2%	3%	4%
AOSM	+2%	210	214	219	225	232
	+1%	218	223	229	237	247
	0%	228	234	242	253	267
	-1%	239	248	259	273	294
	-2%	254	265	281	302	334

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

TL mn	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	SD
Net Satış Gelirleri	23,164	21,681	21,552	21,421	21,328	21,235	21,141	
FAVÖK	1,780	1,754	1,695	1,693	1,720	1,632	1,545	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>7.7%</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.9%</i>	<i>7.9%</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.3%</i>	
FVÖK	1,527	1,517	1,460	1,458	1,486	1,400	1,314	
(-) Vergi	-382	-379	-336	-306	-312	-294	-276	
(+) Amortisman	253	237	236	234	233	232	231	
(+/-) İşletme Serm. Değişimi	-322	92	5	1	0	5	5	
<i>İşl.Ser. / Ciro</i>	<i>-0.5%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>-1.1%</i>	<i>-1.1%</i>	
(-) Yatırım Harcamaları	-500	-350	-350	-350	-350	-350	-350	
<i>Yatırım Har. / Ciro</i>	<i>-2.2%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-1.7%</i>	
SNA - \$ mn	\$576	\$1,117	\$1,015	\$1,038	\$1,057	\$993	\$924	\$11,569
<i>SNA Marjı</i>	<i>2.5%</i>	<i>5.2%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.8%</i>	<i>5.0%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.4%</i>	
AOSM	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%	10.4%	10.4%	10.4%	10.1%
İskonto Oranı	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0
İNA - \$ mn	\$533	\$935	\$768	\$711	\$656	\$558	\$470	\$5,883
Sonsuz Büyüme Oranı	2%							
Solo Firma Değeri - \$	\$10,381							
Düzeltilmiş Net Borç - 3A24 - \$	\$980							
Entek (99.23%)	\$497							
Ditaş (79.98%)	\$367							
Opet (41.67%)	\$242							
Hedef Piyasa Değeri - \$	11,836							
Hedef Piyasa Değeri - TL	477,591							

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Tablo: AOSM Varsayımları

Risksiz Getiri Oranı	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.0%
Risk primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Sermaye maliyeti	12.7%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.0%
Borçlanma Maliyeti	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.0%
Vergi sonrası borçlanma maliyeti	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	4.7%
Borç/(Borç+Ösermeye)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
AOSM	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%	10.4%	10.4%	10.4%	10.1%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

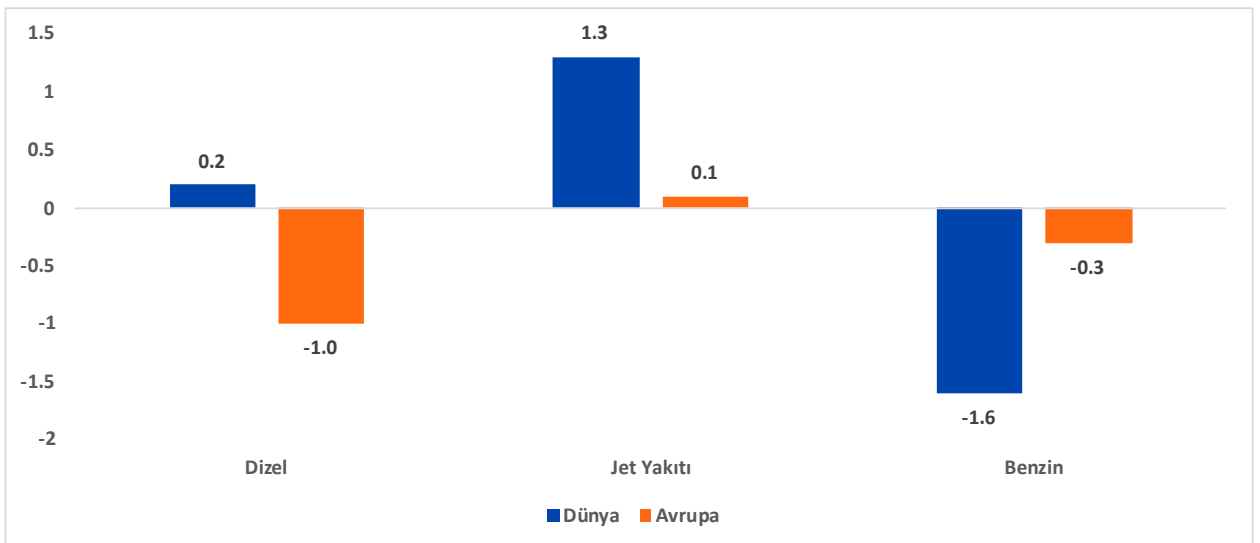
Tablo: Yabancı Benzer Şirketler

	F/K		FD/FAVÖK	
	2024T	2025T	2024T	2025T
OMV AG	6.1x	6.3x	3.2x	3.3x
NESTE OIL OYJ	11.7x	9.7x	7.6x	6.7x
HELLENIC PETRO	6.7x	7.9x	4.9x	5.3x
MOTOR OIL-HELLAS	6.4x	8.0x	4.7x	5.3x
MOL	4.6x	5.0x	2.9x	3.1x
ERG SPA	16.2x	16.3x	8.8x	8.4x
SARAS SPA	12.3x	16.9x	3.4x	3.8x
PKN ORLEN	6.1x	5.2x	2.6x	2.3x
Medyan	6.6x	7.9x	4.0x	4.6x
Ortalama	8.8x	9.4x	4.8x	4.8x
TUPRS	8.2x	7.8x	4.8x	4.9x
TUPRS iskonto/prim	-6%	-17%	1%	2%

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım Tahminleri

Kapasite artışlarının talepteki büyümeyi aşması bekleniyor. Pandeminin ardından yaşanan toparlanmaya rağmen IEA, rafineri ürünü talebinin 2020'li yıllarda zirve yapmasını ve talep düşüşünün en çok Avrupa ve Kuzey Amerika'da yaşanmasını öngörüyor. Yenilenebilir kaynaklara, biyoyakıtlara ve sıvılaştırılmış doğal gaza artan talebin rafineri ürünlerine olan talebi azaltması bekleniyor. IEA'ya göre, 2030'a kadar elektrikli araç satışları küresel benzin talebini günlük 4,7 milyon varil, dizel talebini ise günlük 1,4 milyon varil kadar azaltacak. Petrolün yakıt olarak kullanımı azalsa da hammadde olarak kullanılan petrol ürünleri petrokimya sektöründe önemli bir rol oynamaya devam edecek.

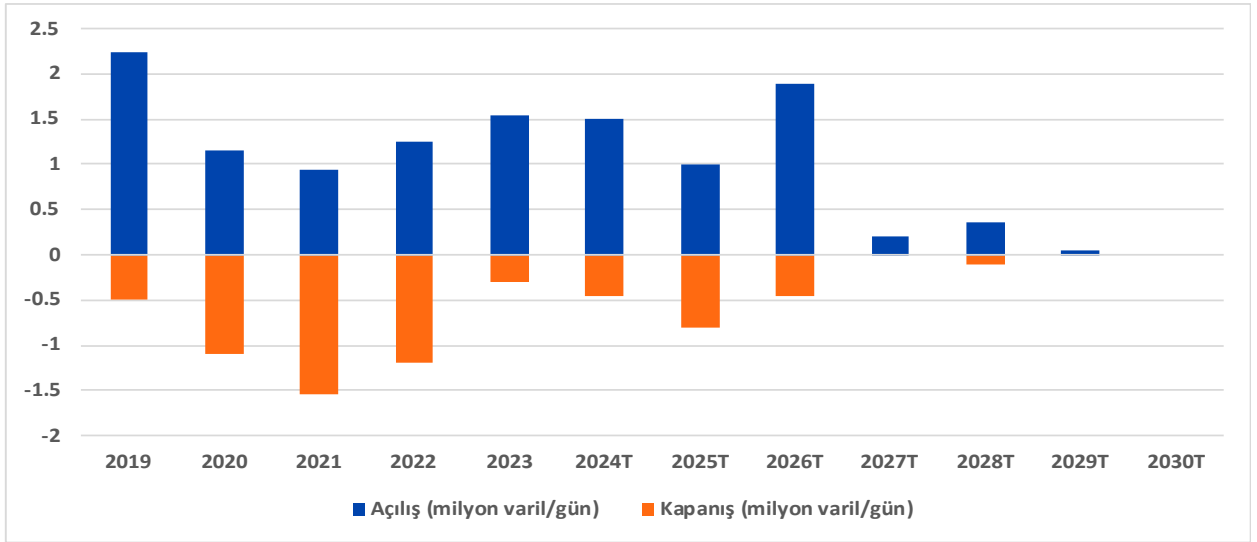
Grafik: Rafineri Ürünleri Talebinde Değişim, 2023-2030 (milyon varil/gün)



Kaynak: IEA, Oil 2024

Pandemi sonrası yüksek karlılık oranları yakalanan rafineri sektöründe kapanma trendi yavaşlamış durumda. IEA, küresel rafinaj kapasitesinin 2030'a kadar 3,3 milyon varil/gün artacağını ve kapasite artırımlarının çoğunun 2026'ya kadar tamamlanmasını öngörüyor. Kapasite artışlarının, 2030'a kadar yalnızca 1.2 milyon varil/gün artması beklenen rafineri ürünleri talebini aşacağı tahmin ediliyor. Önümüzdeki dönemde, daha az kompleks rafineriler başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde rafine kapasitesi kullanım oranlarında azalma görülebilir. Avrupa'da rafineri kapanmaları 2010'dan bu yana düzenli olarak devam ederken, yeşil dönüşüm için uygulamaya konan regülasyonların katkısıyla 2024 ve 2025'te ilave günlük 480 bin varil kapasitenin kapatılması bekleniyor.

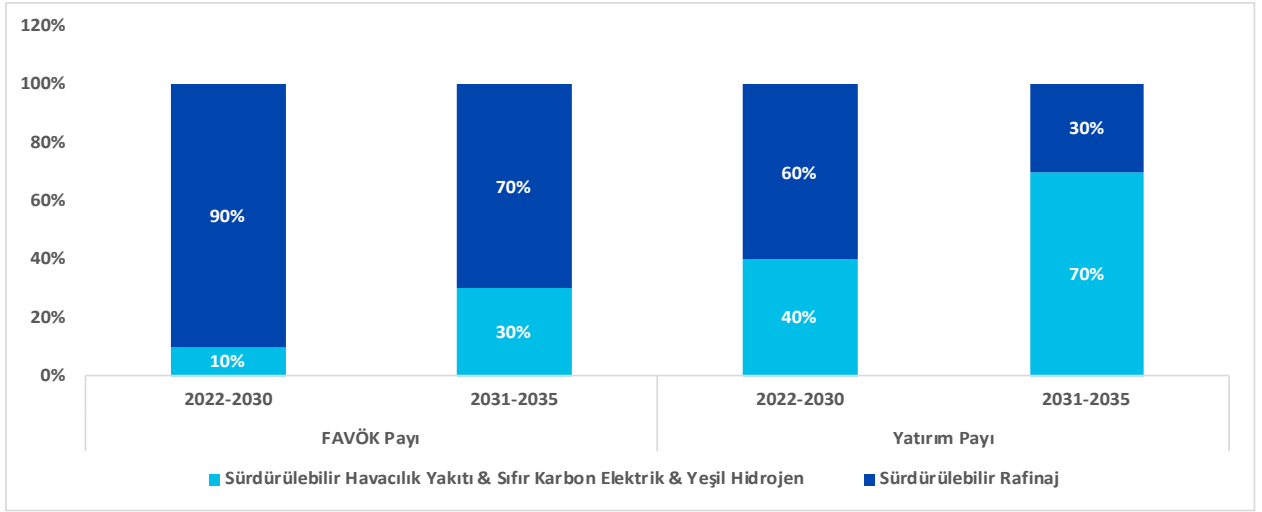
Grafik: Küresel Rafineri Ürünü Talebindeki Değişim



Kaynak: IEA, Oil 2024

Ürün portföyü yüksek katma değerli kimyasallarla çeşitlendirilecek. Rafinaj, Tüpraş'ın faaliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturmaya devam edecek ve stratejik dönüşüm planına göre 2030 yılına kadar FAVÖK'ün %90'ı rafinaj segmentinden elde edilirken, 2031-2035 yılları arasında bu oran %70'e düşecek. Orta vadede ise petrol talebindeki büyümenin büyük ölçüde petrokimya hammaddelerine olan artan talepten kaynaklanması bekleniyor. IEA'ya göre, 2023-2030 yılları arasında bu hammaddelere yönelik talepte öngörülen 2,8 milyon varil/günlük artışın toplam petrol tüketimi artışının yaklaşık dörtte üçünü oluşturacak. Bu doğrultuda Tüpraş, daha yüksek katma değerli daha geniş bir rafine ürün yelpazesine ulaşmayı ve rafineri marjlarını artırmayı hedefliyor. Yeni yatırımların önemli bir kısmının (2030 yılına kadar %60'ı, 2031-2035 yılları arasında ise %30'u) sürdürülebilir rafinaj projelerine tahsis edilmesi bekleniyor. Şirket yakın zamanda İzmir ve İzmit rafinerilerinde, petrokimya şirketlerine hammadde olarak satılacak ve Kapsam 3 emisyonlarının azaltılmasına yardımcı olacak propilen gibi yüksek katma değerli kimyasallar üretmek amacıyla iki farklı projeye toplamda 256 milyon dolar yatırım yapacağını duyurdu.

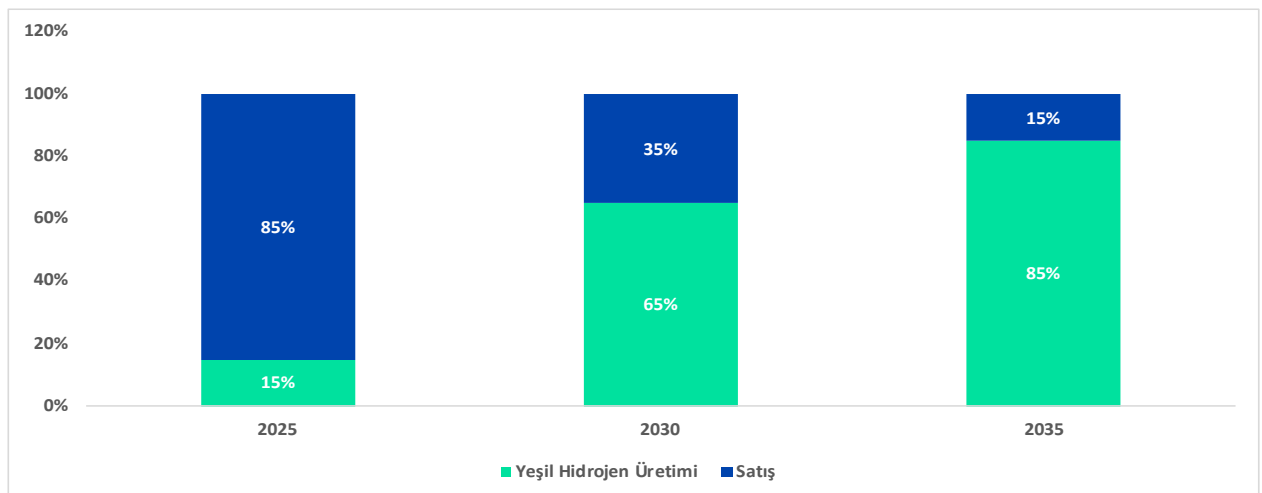
Grafik: Stratejik Dönüşüm Planı



Kaynak: Şirket

Sıfır karbon elektrik, elektrifikasyon ve yeşil hidrojen üretimini destekleyerek emisyon azaltımında önemli rol oynayacak. IEA'nın Açıklanan Taahhütler Senaryosu'na göre, küresel elektrik üretimi önümüzdeki 30 yıl içinde yaklaşık iki katına çıkacak ve 2020'de %29 olan yenilenebilir enerji kaynaklarının toplam elektrik üretimi içindeki payı 2050'de %70'e yükselecek. Tüpraş, 2050 yılına kadar Kapsam 1-2 emisyonlarını tamamen ortadan kaldırmayı hedeflediğinden, artan elektrik talebini karşılamak ve yeşil hidrojen üretimi yoluyla rafineri süreçlerinin elektrifikasyonunu desteklemek için 2030 yılına kadar 650 milyon dolar tutarında yatırım harcaması yaparak yeni yatırımların çoğunu sıfır karbon elektrik tesislerine tahsis edecek. Üretilen elektriğin ilk etapta satılması ve kademeli olarak elektrik üretiminin yeşil hidrojen üretimine entegre edilmesi hedefleniyor. 2025 yılına kadar sıfır karbon elektriğinin %15'ini yeşil hidrojen üretimine ayrılacakken, bu oran 2030 yılına kadar %65'e, 2035 yılına kadar ise %85'e çıkacak. Şirket, yeşil hidrojeni ağırlıklı olarak rafineri süreçlerinde kullanmayı ve 2030'dan itibaren ise taşımacılık sektöründe yakıt olarak kullanılmak üzere tedarik etmeyi amaçlıyor.

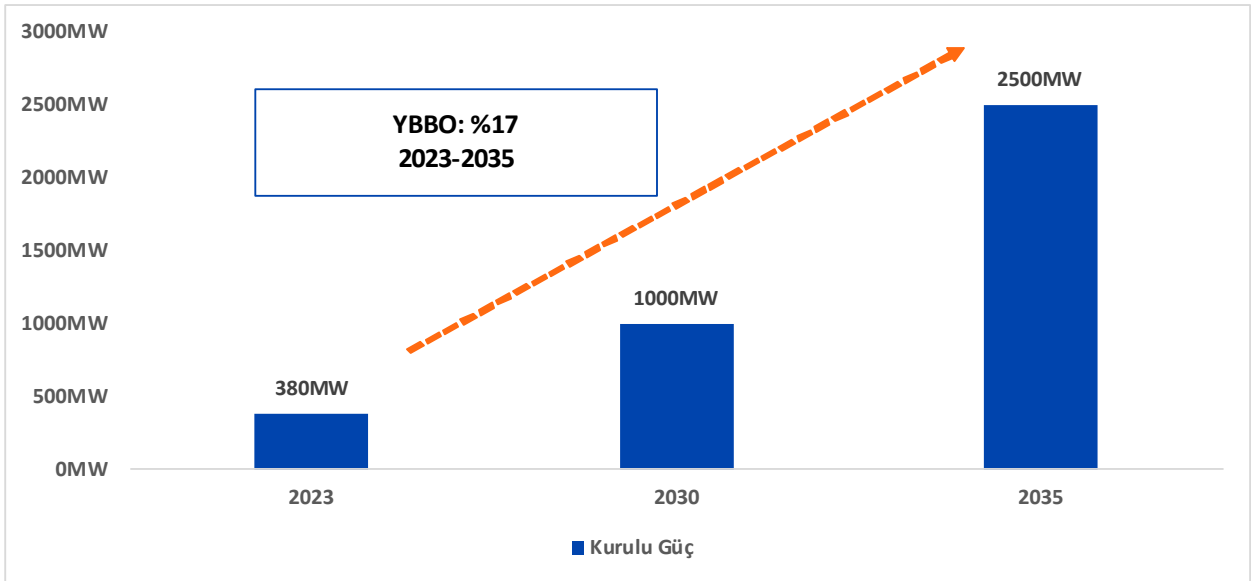
Grafik: Tüpraş'ın Sıfır Karbon Elektrik Kullanım Projeksiyonu



Kaynak: Şirket

2030'a kadar 1 GW kurulu güç hedefine doğru hızla ilerliyor. Tüpraş, 2022 yılında sekiz hidroelektrik santrali, bir rüzgar santrali ve bir doğal gaz çevrim santrali olmak üzere toplam 492 MW kurulu güce sahip Entek'i satın aldı. Entek, 2023 yılında 50 MW kapasiteli Kınık Rüzgâr Enerji Santrali'ni portföyüne ekledi ve Tüpraş'ın toplam sıfır karbon elektrik kurulu üretim gücü 380 MW'a ulaştı. Satın almalar ve yeni projeler yoluyla kapasitesini artırmaya odaklanan şirket, toplam 653,3 MW kapasiteli 11 adet depolamalı rüzgar ve güneş enerjisi santrali için ön lisans aldı. Son olarak, Entek'in iştiraki Enspire Enerji, 214,3 MW kapasiteli güneş enerjisi santrali ruhsatına sahip Romanyalı bir enerji şirketini 32,9 milyon Euro bedelle satın almak üzere anlaşma imzaladı ve mevcut 492 MW'lık kapasitesine ek olarak planlanan toplam kapasitesini 868 MW'a çıkardı. Kurulu güç hedeflerini 2030 yılına kadar 1 GW ve 2035 yılına kadar 2,5 GW olarak belirleyen Tüpraş, 2023 ile 2035 yılları arasında %17'lik güçlü bir YBBO oranı hedefliyor.

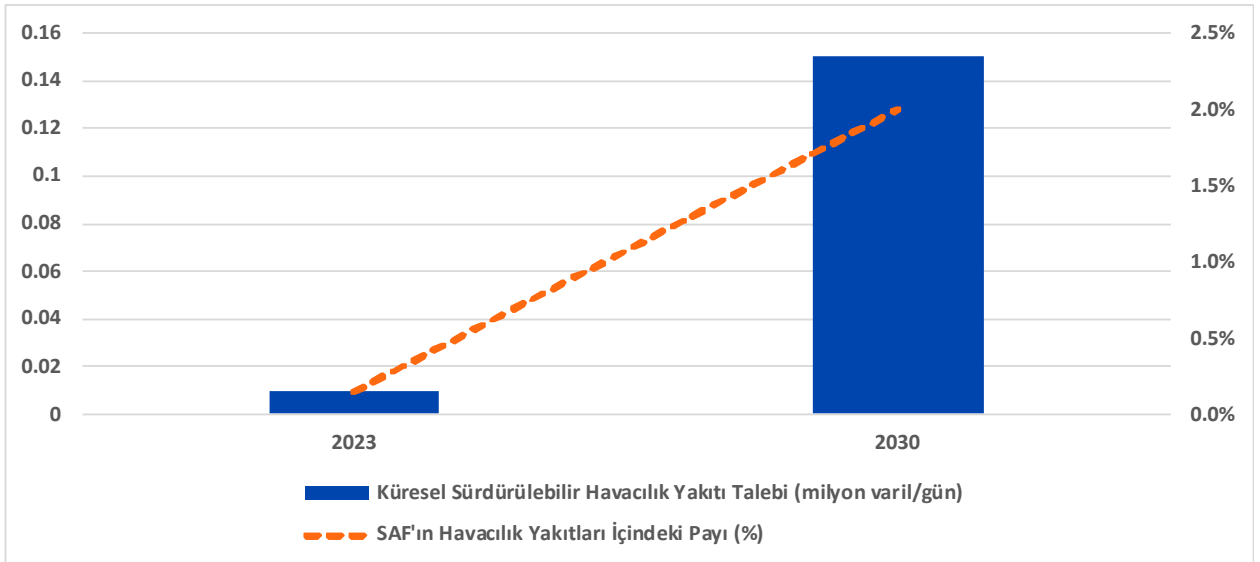
Grafik: Tüpraş'ın Sıfır Karbon Elektrik Kurulu Güç Projeksiyonu



Kaynak: Şirket

Tüpraş, SAF üretimi için hammadde tedarikini güvence altına alma konusunda önemli bir adım attı. IEA, Net Sıfır Senaryosu'na uyum sağlamak için havacılık biyoyakıtlarında önemli ilerlemeler kaydedilmesi gerektiğini vurgularken biyojet yakıtı talebinin 2030 yılına kadar 150 bin varil/gün'e yükseleceğini öngörüyor. Dünya çapında ülkeler Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF) için iddialı hedefler belirlerken Türkiye'de de 2030 yılına kadar SAF talebinin toplam havacılık yakıtı talebinin yaklaşık % 10'unu oluşturması bekleniyor. Tüpraş, havacılık yakıtları için değişen pazar dinamiklerini dikkate alarak havacılık sektöründe uzun vadeli karlılığı güvence altına almak için Türkiye'nin lider SAF üreticisi olmayı hedefliyor. Başlangıçta 400 bin ton biyoyakıt üretim kapasitesi öngörülürken, SAF'ın toplam jet yakıtı satışları içindeki payının 2030 yılına kadar %10'a ulaşacağı tahmin ediliyor. Nihai olarak, 2035 yılına kadar üretim kapasitesinin üç katına çıkması hedefleniyor.

Grafik: SAF Talep Projeksiyonu

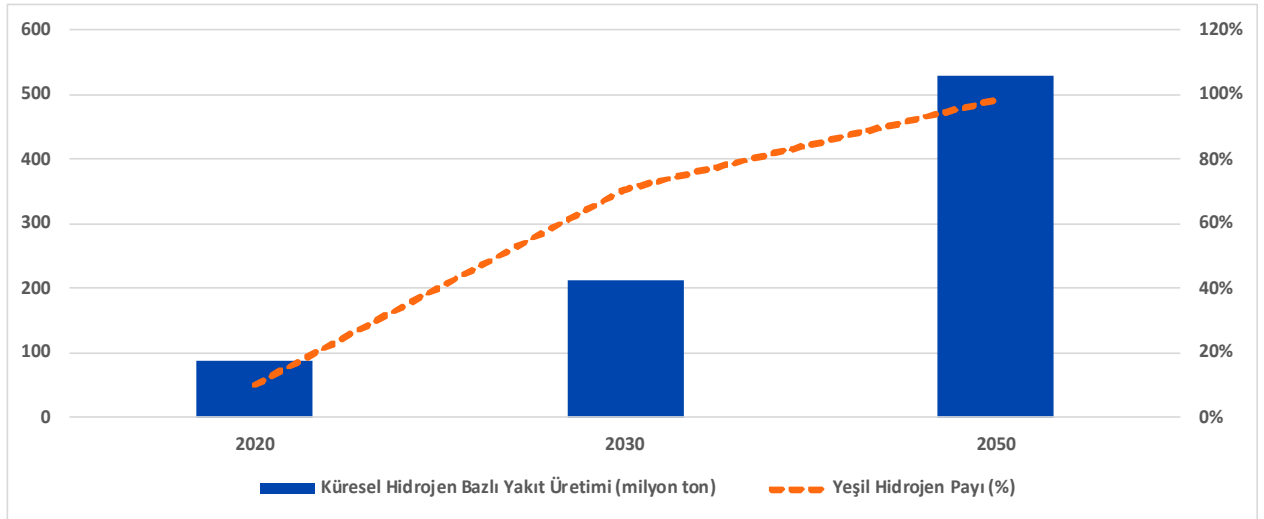


Kaynak: IEA, Net Zero by 2050

Tüpraş, SAF üretim hedefi doğrultusunda, SAF üretimi için Honeywell'in UOP Ecofining teknolojisini kullanacağını duyurdu. İzmir Rafinerisi'nde kurulacak olan Ecofining Ünitesi için temel mühendislik çalışmaları tamamlanmış olup, nihai yatırım değerlendirmesinin 2025 yılı sonuna kadar tamamlanması bekleniyor. Şirket ayrıca yakın zamanda Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF) üretmek üzere hammadde tedariki için uzun vadeli bir anlaşma imzaladı. Şirketin öngörülen 450 bin ton bitkisel ve hayvansal atık hammadde ihtiyacının en az 300 bin tonu 2029 yılından itibaren 10 yıl süreyle teminat altına alındı. 2021 yılında yayınlanan Stratejik Dönüşüm Planı'na göre Tüpraş'ın 2030 yılına kadar SAF üretimi için 230 milyon dolar yatırım harcaması yapması ve 440 milyon dolar FAVÖK yaratması bekleniyor. 2035 yılına gelindiğinde ise yatırım harcamaları 600 milyon dolara, kümülatif FAVÖK yaratımı ise 1,1 milyar dolara ulaşacak.

Yeşil hidrojen öncelikle rafineri süreçlerinde, daha sonra ulaşım yakıtı olarak kullanılacak. Yenilenebilir kaynaklarla üretilen temiz hidrojen, ağır taşımacılık, kimya ve demir-çelik gibi çeşitli sektörlerde emisyonların azaltılması için önemli bir alternatif olarak öne çıkıyor. Hidrojen ayrıca, enerjiyi uzun süreler boyunca depolayabilme yeteneği sayesinde yenilenebilir kaynakların daha yaygın kullanılmasında da rol oynayabilir. Halihazırda hidrojen çoğunlukla rafineri ve kimya sektörlerinde kullanılmakta ve çoğunlukla fosil yakıtlardan üretilerek önemli miktarda karbon emisyonuna yol açmaktadır. IEA'nın Açıklanan Taahhütler Senaryosu'na göre, başta taşımacılık sektöründe olmak üzere küresel hidrojen tüketiminde önemli bir artış yaşanacak. Hidrojen bazlı yakıt üretiminin 2020'deki 87 milyon tondan 2030'da 212 milyon tona, 2050'de ise 520 milyon tona yükselmesi bekleniyor. Düşük karbonlu hidrojenin hidrojen pazarındaki payının da 2020'deki %10'dan 2030'da %71'e yükseleceği ve nihayetinde 2050'de %98'e ulaşacağı tahmin ediliyor.

Grafik: Hidrojen Bazlı Yakıt Üretimi Projeksiyonu



Source: IEA, Net Zero by 2050

Rafineri süreçlerinde halihazırda gri hidrojen kullanan Tüpraş, tesislerde yenilenebilir kaynaklar kullanılarak üretilen yeşil hidrojene geçmeyi planlıyor. 20MW'lık pilot elektrolizörün kurulumuna yönelik temel mühendislik çalışmalarını tamamlayan Tüpraş, 2040 yılına kadar mevcut tüm gri hidrojen üretimini yeşil hidrojene dönüştürmeyi ve aynı yıl hidrojen üretiminden kaynaklanan emisyonları sıfırlamayı hedefliyor. Bu doğrultuda şirket, 2035 yılına kadar 1 GW'lık elektrolizör kapasitesine ulaşmayı planlıyor. Hidrojenin yakıt olarak kullanımında 2030-2040 arası kademeli bir büyüme, 2040'tan sonra ise hızlanma öngörülüyor. Şirket, 2030'dan itibaren ağır taşımacılık ve lojistik sektörlerinin kullanımı için yeşil hidrojen satmaya başlayacak. Tüpraş'ın 2030 yılına kadar yeşil hidrojen üretimi için 310 milyon dolar yatırım harcaması yapması ve 35 milyon dolar FAVÖK yaratması bekleniyor. 2035 yılına gelindiğinde ise yatırım harcamaları 690 milyon dolara, kümülatif FAVÖK yaratımı ise 640 milyon dolara ulaşacak.

