

## Tüpraş

19/02/2024

## Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 36%

**Güçlü ürün marjı görünümü nedeniyle tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz.**

Net rafineri marjı tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle TUPRS için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 156 TL'den 227 TL'ye çıkarıyoruz. %36'lık artış potansiyeli ve %13.5'lik cazip temettü verimi beklentisiyle hisse için tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz. 2024T için 6,3x F/K ve 3,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla TUPRS, 8,8x F/K ve 4,8x FD/FAVÖK ortalamalı yurtdışı emsallerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

**2023 yılında rafineri ürün marjları yüksek baz etkisi nedeniyle 2022'ye kıyasla gerilese de tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmeye devam etti.** Şirket yönetimi, güçlü 3Ç23 sonuçlarının ardından 2023 yılı net rafineri marjı beklenti aralığını 10-11 \$/varil'den 11-12 \$/varil seviyesine revize ederken, üretim beklentisini 24-25 milyon ton, satış beklentisini ise 29-30 milyon tonda sabit tuttu. 4Ç23'te ürün marjları düşük sezonsallığın da etkisiyle çeyreklik bazda daralsa da beklentilerin üzerinde kalmayı sürdürdü. 4Ç23 için yüksek kapasite kullanım oranı beklentimizin de katkısıyla 2023 yıl sonu net rafineri marjı, üretim ve satış rakamlarının şirket tahmin aralığının üst bandına yakın gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2023 yıl sonu FAVÖK tahminimizi 2,826 milyar dolardan 3,137 milyar dolara revize ediyoruz.

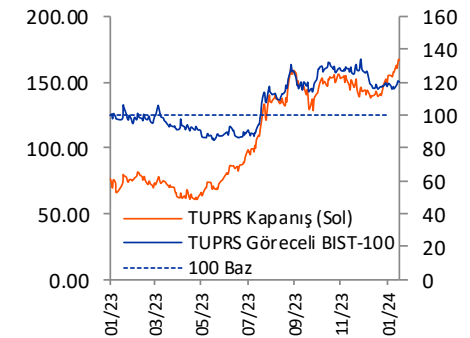
**Kızıldeniz'deki gerginlik ile navlun fiyatlarında yaşanan artışın etkisiyle ürün marjları yılbaşından bu yana tekrar yukarı doğru ivme kazandı.** Yılın geri kalanında marjlarda normalleşme beklemekle beraber tarihsel ortalamaların üzerindeki seyrin devam edeceğini, 2024 yılı için net rafineri marjının 9-10 \$/varil seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2024 yıl sonu FAVÖK tahminimizi 1,702 milyar dolardan 2,108 milyar dolara yükseltiyoruz. Enflasyon muhasebesi uygulamasının şirketin 2023 yıl sonu finansalları üzerinde bir baskı unsuru oluşturmasını beklemiyor, 3Ç23 sonu itibarıyla 53 milyar TL net nakit pozisyonunda olan şirketin 2024 yılında güçlü finansallar açıklamaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	167.00	5.43
12 Aylık Hedef Fiyat	227.00	5.50
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	156.00	5.20
Piyasa Değeri (mn)	321,775	10,455
Halka Açık PD (mn)	149,561	4,859
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	3780.7	120.2
Hisse sayısı (Adet mn)		1,927
Takas Saklama Oranı (%)		46
Yabancı Oranı (%)		42

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	19.9	16.8	109.2
ABD \$	17.6	11.9	28.3
BIST-100 Relatif	3.6	-5.7	13.3

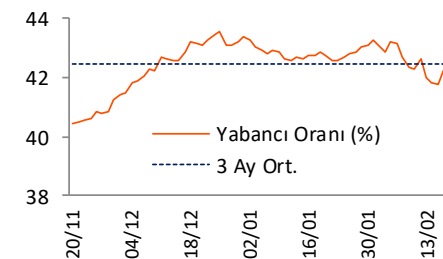
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	7.8	5.9	6.3
PD/DD	4.8	2.9	2.3
FD/FAVÖK	4.8	3.5	3.4

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 60.97 167.40

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 42.26



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

### Riskler

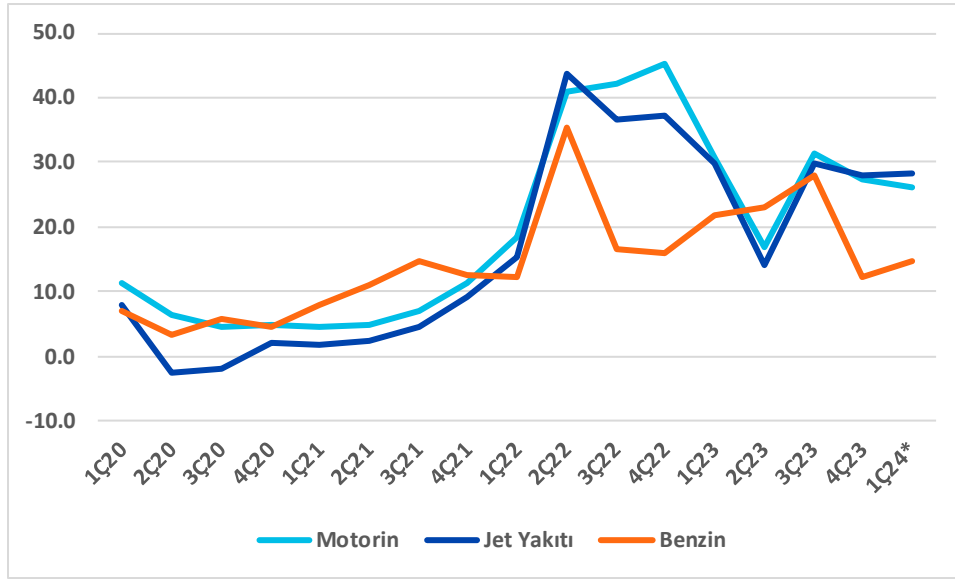
Avrupa’da petrol ürünleri talebinde beklenenden daha fazla daralma, ürün piyasalarında savaş kaynaklı tedarik sorunlarının ortadan kalkması veya hafiflemesi, küresel rafinaj kapasite artışlarının beklenen seviyelerin üzerinde gerçekleşmesi, enerji maliyetlerinde beklenenden fazla artış değerlememiz için aşağı yönlü temel risk faktörleri. Rekor ürün marjlarının 2024’te de devam etmesi yukarı yönlü temel riski oluşturmaktadır.

### Tüpraş Tahmin Değişimleri

(TL mn)	2023T			2024T		
	ESKİ	YENİ	Değ.	ESKİ	YENİ	Değ.
Net satış geliri	524,972	556,168	6%	778,195	819,479	5%
FAVÖK	67,708	76,858	14%	69,325	79,721	15%
FAVÖK marjı (%)	13.0%	13.8%	0.8 ppt	9.0%	9.7%	0.7 ppt
Net kar	42,083	54,143	29%	45,246	51,048	13%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

### Ürün marjları (\$/bbl)



Kaynak: Şirket / İş Yatırım Tahminleri

\*1Q24 sadece Ocak verisini içermektedir.

Tüpraş

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	47.25
Enerji Yatırımları A.Ş.	46.4
Koç Holding Anonim Şirketi	6.35

Faaliyet Konusu

Tüpraş, yıllık 28,1 milyon tonluk rafinaj kapasitesinin yanısıra %79,98'ine sahip olduğu DİTAŞ, %40 iştiraki olan Opet Petrolcülük A.Ş. ile birlikte yarattığı katma değer ile Türkiye'nin lider sanayi kuruluşudur.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>152,492</b>	<b>481,765</b>	<b>556,168</b>	<b>819,479</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>15,860</b>	<b>62,777</b>	<b>88,125</b>	<b>93,888</b>
Operasyonel Giderler	3,318	8,235	12,712	16,456
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>12,542</b>	<b>54,542</b>	<b>75,413</b>	<b>77,433</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-11,766	-8,935	-10,307	-12,092
Net Finansman Gelir (Gideri)	881	-6,096	-4,079	-65
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>2,358</b>	<b>39,876</b>	<b>63,243</b>	<b>68,422</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-1,255	-1,385	8,815	17,106
<b>Net Kar</b>	<b>3,495</b>	<b>41,045</b>	<b>54,143</b>	<b>51,048</b>
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>3,495</b>	<b>41,045</b>	<b>54,143</b>	<b>51,048</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	19,216	56,436	64,902	58,074
<b>FAVÖK</b>	<b>13,396</b>	<b>55,477</b>	<b>76,858</b>	<b>79,721</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T
<b>Büyümler</b>				
Net Satışlar	141%	216%	15%	47%
Faaliyet Karı	n.a	335%	38%	3%
FAVÖK	2611%	314%	39%	4%
Net Kar	-53%	1074%	32%	-6%

Operasyonel Performans	2021G	2022G	2023T	2024T
Brüt Marj	10.4%	13.0%	15.8%	11.5%
Faaliyet Kar Marjı	8.2%	11.3%	13.6%	9.4%
FAVÖK Marjı	8.8%	11.5%	13.8%	9.7%
Efektif Vergi Oranı	-53.2%	-3.5%	25.0%	25.0%
Net Kar Marjı	2.3%	8.5%	9.7%	6.2%
Özkaynak Karlılığı	22.2%	96.0%	61.1%	40.8%
Aktif Karlılığı	4.1%	29.8%	25.3%	16.5%

Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T
Düzeltilmiş F / K (x)	92.1	7.8	5.9	6.3
FD / FAVÖK (x)	20.0	4.8	3.5	3.4
FD / Satışlar (x)	1.8	0.6	0.5	0.3
PD / Defter Değeri (x)	17.1	4.8	2.9	2.3
Hisse Başı Kazanç (₺)	12.7	149.1	28.1	26.5
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.1	13.8	22.5
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	8.3%	13.5%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	12,017	-16,501	-59,606	-78,145
Net Borç / FAVÖK (x)	0.9	-0.3	-0.8	-1.0
Net Borç / Özsermaye (x)	0.6	-0.2	-0.5	-0.6

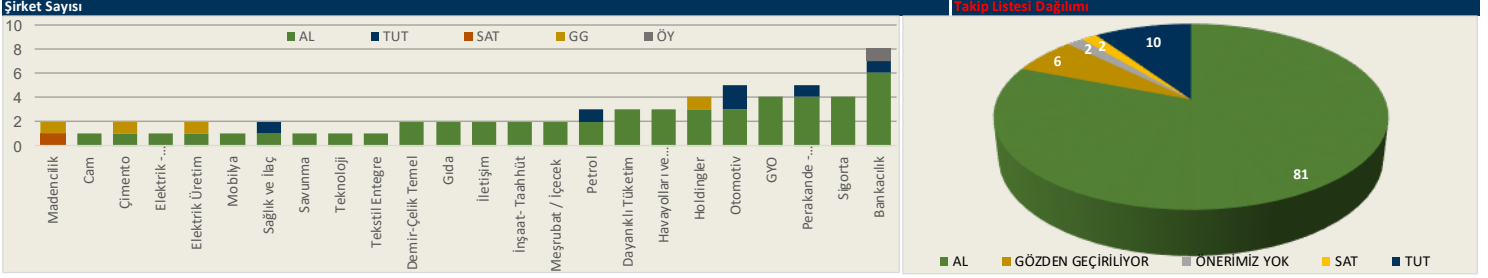
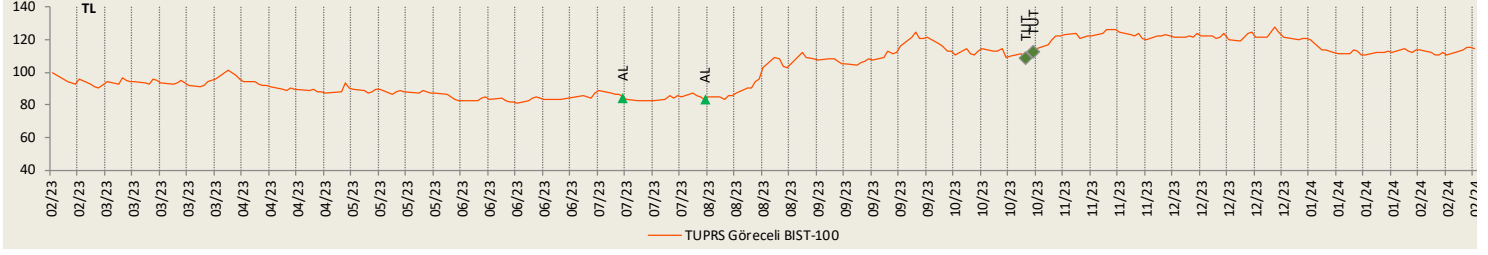
Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>66,515</b>	<b>119,711</b>	<b>199,329</b>	<b>279,262</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	21,176	47,635	100,110	131,117
Ticari Alacaklar	13,797	21,418	33,522	49,393
Stoklar	23,758	36,046	51,292	77,529
Diğer Dönen Varlıklar	7,785	12,477	14,404	21,223
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>39,742</b>	<b>49,182</b>	<b>60,031</b>	<b>78,396</b>
Maddi Duran Varlıklar	28,316	32,904	39,768	48,936
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	562	556	874	1,226
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	8,713	12,759	14,729	21,702
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>106,257</b>	<b>168,892</b>	<b>259,359</b>	<b>357,658</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>64,829</b>	<b>78,895</b>	<b>121,232</b>	<b>193,139</b>
Finansal Borçlar	11,628	11,994	15,075	31,814
Ticari Borçlar	43,837	52,699	89,762	137,167
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,363	14,202	16,396	24,158
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>22,347</b>	<b>22,811</b>	<b>27,203</b>	<b>23,771</b>
Finansal Borçlar	21,565	21,274	25,429	21,157
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	782	1,537	1,774	2,614
<b>Özkaynaklar</b>	<b>19,081</b>	<b>67,186</b>	<b>110,924</b>	<b>140,748</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	18,809	66,743	110,413	139,995
Ödenmiş Sermaye	275	275	1,927	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	15,039	25,423	54,343	87,020
Dönem Net Karı (Zararı)	3,495	41,045	54,143	51,048
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>106,257</b>	<b>168,892</b>	<b>259,359</b>	<b>357,658</b>

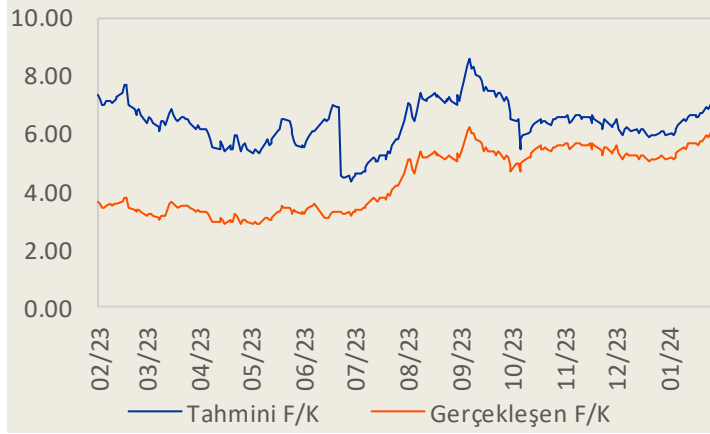
Nakit Akım (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>-1,429</b>	<b>43,914</b>	<b>65,584</b>	<b>58,903</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	3,613	41,261	54,428	51,317
Amortisman & İtfa Payları	854	935	1,445	2,289
İşletme Sermayesindeki Değ.	-4,343	-14,316	9,712	5,298
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-12,433	11,473	-12,508	-14,407
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-1,557</b>	<b>-4,767</b>	<b>-8,309</b>	<b>-11,456</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,201	-2,759	-8,309	-11,456
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-356	-2008	0	0
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>-2,986</b>	<b>39,147</b>	<b>57,275</b>	<b>47,447</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-156</b>	<b>-15,485</b>	<b>-19,444</b>	<b>-30,847</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	-6,467	-6,885	7,235	12,467
Temettü Ödemeleri	-20	-40	-26,679	-43,314
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-4,549	-13122	0	0
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>-3,142</b>	<b>23,662</b>	<b>50,340</b>	<b>31,007</b>

## Tüpraş

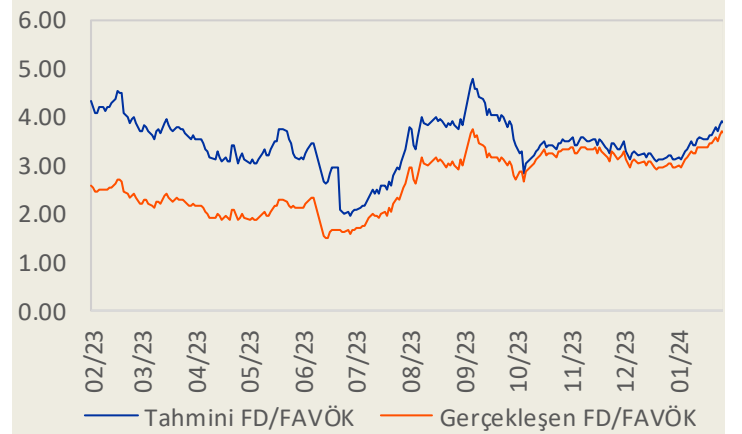
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.