

Şirket Güncelleme Notu

Ürün marjları gerilese de güçlü duruyor

25 Nisan 2024

1Ç24'te ürün marjları yıllık bazda gerilese de tarihsel ortalamaların üzerinde seyrediyor... Tüpraş yılın ilk üç ayına ilişkin ürün marjlarını açıkladı. İlk üç aylık verilerin basit ortalamasına göre orta distilat ürün marjlarında; 1Ç24'te motorin 26,5 USD/varil (1Ç23: 30,8 USD/varil) ve jet yakıtı 23,7 USD/varil (1Ç23: 29,7 USD/varil) seviyelerinde gerçekleşti. Benzinde ise 1Ç23 marjı 19,0 USD/varil (1Ç23: 21,8 USD/varil) oldu. Orta distilat ve benzin marjları geçtiğimiz yılın güçlü baz etkisiyle birlikte çeyreklik olarak önemli bir geri çekilme gösterse de 5 yıllık ortalamaların üzerinde seyretmektedir.

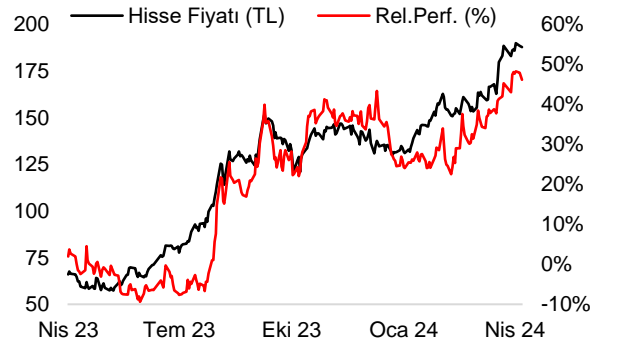
Rafineri marjlarında düşüş beklenirken tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını tahmin ediyoruz... Rusya – Ukrayna savaşının ardından yüksek seviyelere ulaşan rafineri marjları, 2023 yılında yüksek baz nedeniyle gerilese de güçlü talep, OPEC+ kesintileri ve AB'nin Rusya'ya uyguladığı yaptırımların etkisiyle kuvvetli kalmayı sürdürdü. 1Ç24'te de düşük stoklar, jeopolitik riskler ve ham madde kısıtlamalarının öncülüğünde rafineri marjları yüksek kalmaya devam ediyor. 2024 yılında global çapta günlük talepte 1,2 – 1,3 milyon varil artış beklenirken yeni kapasiteler ve OPEC+ ülkelerinin kota konusundaki hamleleriyle birlikte arz konusunda bir sıkıntı yaşanmayacağını öngörüyoruz. Buna karşın, OPEC+ ülkelerinin devam eden arz kesintileri dışında gönüllü ek kesintiler ham petrol fiyatlarının yüksek kalmasına neden olabilir. Yüksek faiz ortamı, resesyon endişeleri ve ticaret hacminde yaşanan daralma pandemi sonrası toparlamanın ivme kaybetmesine yol açacağı yüksek sesle konuşulsa da halen tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden rafineri marjlarının muhtemel kayıplara rağmen tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını tahmin ediyoruz.

Ürün marjları 1Ç24'te yıllık bazda gerileme gösterirken güçlü kalmaya devam ediyor. Tüpraş, 2024 yılı için 14 USD/varil ürün marjı öngörürken makroekonomik ortam, ek arz kesintileri ve yüksek ham petrol fiyatları gibi çeşitli faktörler nedeniyle 2024 yılı ürün marjının Tüpraş'ın beklentilerinin hafif altında gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Tüpraş için enflasyon muhasebesi hariç 2024 yılı tahminlerimiz TL bazında %39 ciro büyümesine, FAVÖK'te %7 ve net karda ise %15 daralmaya işaret ediyor. FAVÖK marjı beklentilerimiz ise 2024 için %9,4, 2025 için %7,9 seviyelerindedir.

Çarpanlar emsal şirketlere göre adil gözüküyor...

TUPRS için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi korurken on iki aylık hedef fiyatımızı %22 getiriye denk gelen 228,71 TL'ye revize ediyoruz (önceki: 137,00 TL). Tüpraş için enflasyon muhasebesi hariç 2024 ve 2025 yılları için FAVÖK beklentilerimiz sırasıyla 73.406 mn TL ve 73.269 mn TL, net kar beklentilerimiz ise sırasıyla 47.144 mn TL ve 44.944 mn TL'dir. 2024 ve 2025 tahminlerimize göre, TUPRS sırasıyla 4,1x ve 4,1x FD/FAVÖK ile 7,7x ve 8,1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

TUPRS		Endekse Paralel Getiri		
Bloomberg/Reuters Kodu	TUPRS TI / TUPRS.IS			
Hisse Fiyatı (TL)			187,80	
Hedef Fiyat (TL)	(Önceki 137,00)		228,71	
Yükseliş Potansiyeli			22%	
<hr/>				
Piyasa Değeri (mn TL)			361.852	
Halka Açıklık (%)			49,0	
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)			56,74 / 193,70	
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)			136,9	
Net Borç (mn TL) - 4Ç23			-62.697	
Firma Değeri(mn TL)			299.155	
<hr/>				
Tahminler TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	561.105	781.084	925.197	1.032.292
% büyüme	16%	39%	18%	12%
FAVÖK	78.581	73.406	73.269	78.511
% marj	14,0%	9,4%	7,9%	7,6%
Net Kar	55.209	47.144	44.944	45.420
% marj	9,8%	6,0%	4,9%	4,4%
Kar Payı (mn TL)	27.000	40.000	37.715	35.955
% Kar dağıtım oranı	65,8%	72,5%	80,0%	80,0%
% Kar payı verimi	8,8%	11,1%	10,4%	9,9%
<hr/>				
Çarpanlar				
F/K	2,4x	7,7x	8,1x	8,0x
FD/FAVÖK	1,1x	4,1x	4,1x	3,8x
	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	9%	17%	47%	7%
Mutlak Getiri	16%	17%	184%	40%

Analyst: [Ekimhan Can](#) +90 (212) 319 1222

Değerleme

50:25:25 İNA, 2024T – 2025T FD/FAVÖK ve 2024T – 2025T F/K uluslararası emsal karşılaştırma ile harmanlanmış yöntem kullanarak yaptığımız değerlendirme, son piyasa kapanış seviyelerine göre %22 getiriye işaret eden 228,71 TL on iki aylık hedef fiyat seviyesine denk gelmektedir.

Tablo 1: Değerleme Yöntemleri ile Oluşan Hedef Fiyat

Değerleme (TLmn)	Adil Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	479.652	50%	239.826
Uluslararası FD/FAVÖK Karşılaştırması	403.710	25%	100.927
Uluslararası F/K Karşılaştırması	399.664	25%	99.916
Adil Değer			440.669
Ödenmiş Sermaye (mn)			1.927
12A Hedef Fiyat TL/Hisse			228,71
Potansiyel Getiri			22%

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı, Bloomberg, 24/04/2024 close

Değerlememize yönelik riskler: i) Makroekonomik politikalarda beklenen gevşemenin sekteye uğraması, ii) Yüksek arz kesintileri ve artan ham petrol fiyatları, iii) Stratejik dönüşüm planı takviminde gecikmeler yaşanması, iv) Elektrikli araçların 2030'dan önce ara parkında çoğunluğa ulaşması, v) Kızıldeniz ve Orta Doğu'daki jeopolitik riskler

Katalistler: i) Küresel ekonomik aktivitede hızlı toparlanma, ii) Çin'de olası destek paketleriyle birlikte talebin beklenenden hızlı iyileşmesi, iii) OPEC dışındaki ülkelerin artan arzıyla beraber ham petrol fiyatlarında düşüş yaşanması

A) İNA Değerleme

Adil değer hesaplamamız 50:25:25 İNA, 2024T – 2025T FD/FAVÖK ve 2024T – 2025T F/K kullanılarak yapılan uluslararası emsal şirket karşılaştırmasına dayanmaktadır... USD bazlı İNA değerlememizde, %13,5 özsermaye maliyeti, %9,5 borçlanma maliyeti ve 1,10 hisse senedi betasına dayanan %10 AOSM kullandık. Vergi oranını 2024 ve sonrası için %25 olarak varsaydık. Uç değer büyüme oranı varsayımımız ise %2'dir. Buna göre, İNA değerlememiz Tüpraş için 248,94 TL 12 aylık hedef fiyata işaret ederken %33'lük getiri potansiyeline karşılık gelmektedir.

Tablo 2: İNA Özeti

TUPRS (USDmn)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satışlar	22.727	21.983	21.954	22.239	22.686	23.153	23.639	24.148	24.671	25.232
Yıllık büyüme	-21,2%	-3,3%	-0,1%	1,3%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%
Brüt Kar	2.477	2.049	2.021	2.084	2.222	2.323	2.436	2.557	2.686	2.838
Yıllık büyüme	-46,3%	-17,3%	-1,4%	3,1%	6,6%	4,5%	4,8%	5,0%	5,0%	5,7%
Brüt kar marjı	10,9%	9,3%	9,2%	9,4%	9,8%	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%	11,2%
EBIT	1.909	1.499	1.472	1.528	1.655	1.744	1.845	1.953	2.069	2.207
Yıllık büyüme	-49,6%	-21,5%	-1,8%	3,8%	8,3%	5,4%	5,8%	5,9%	5,9%	6,7%
FVÖK marjı	8,4%	6,8%	6,7%	6,9%	7,3%	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%
FAVÖK	2.136	1.741	1.670	1.728	1.859	1.952	2.057	2.171	2.291	2.434
Yıllık büyüme	-47,2%	-18,5%	-4,1%	3,5%	7,6%	5,0%	5,4%	5,5%	5,5%	6,3%
FAVÖK marjı	9,4%	7,9%	7,6%	7,8%	8,2%	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
Net işletme sermayesi	447	1.097	1.433	1.795	2.182	2.582	2.997	3.429	3.878	4.346
İşletme sermayesi değişimi	890	650	336	362	386	400	416	432	448	468
Satışlara oranı	2,0%	5,0%	6,5%	8,1%	9,6%	11,2%	12,7%	14,2%	15,7%	17,2%
Sermaye giderleri	500	350	357	375	382	390	409	418	426	447
Satışlara oranı	2,2%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%
Vergi	461	360	326	340	371	392	416	442	470	504
Serbest nakit akışı	284	381	650	651	720	770	816	879	946	1.015
Yıllık büyüme	a.d.	34,1%	70,6%	0,2%	10,6%	7,0%	5,9%	7,7%	7,7%	7,3%
Serbest nakit akışı marjı	1,3%	1,7%	3,0%	2,9%	3,2%	3,3%	3,5%	3,6%	3,8%	4,0%
AOSM	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Iskonto faktörü	0,94	0,85	0,77	0,70	0,64	0,58	0,53	0,48	0,44	0,40
SNA	266	324	503	458	461	448	431	422	413	403

Değerleme (Mn USD)	Sermaye maliyeti	10,0%
SNA - Bugünkü Değer	Borçlanma maliyeti	9,5%
Uç Değer - Bugünkü Değer	Özkaynak maliyeti	13,5%
Toplam Firma Değeri	Risksiz getiri oranı	7,5%
Net Borç 4Ç23	Hisse risk primi	5,5%
Azınlık Payları	Hisse beta	1,10
İştirakler	Borçların ağırlığı	55,0%
Adil Değer	Özkaynak ağırlığı	45,0%
Ödenmiş Sermaye (mn)	Uç değer oranı	2,0%
Hisse Başı Adil Değer	Uç değer	5.128
12A Hedef Fiyat/Hisse	Uç Değer - Bugünkü Değer	4.207
12A Hedef Fiyat TL/Hisse	SNA - Bugünkü Değer	4.130
Potansiyel Getiri	Firma değeri	8.336

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı, 24/04/2024 kapanışı, enflasyon muhasebesi hariç

B) Uluslararası Benzer Şirket Kıyaslama

Çarpanlar uluslararası benzer şirket kıyasına göre adil gözüküyor... Uluslararası emsal şirket karşılaştırması hedef değerine ilişkin olarak, Bloomberg'den 2024T & 2025T FD/FAVÖK ve 2024T & 2025T F/K değerlerini aldık. Karşılaştırmamızda 8 emsal şirket kullanırken, ortalama 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 4,07x ve 4,39x, ortalama 2024T ve 2025T F/K çarpanları ise 7,29x ve 8,52x'tir. FD/FAVÖK ve F/K tahminlerimiz ortalamada sırasıyla %3 ve %0 iskontoya işaret etmektedir. Ayrıca, Tüpraş uluslararası emsal şirket karşılaştırması içinde güçlü net nakit pozisyonuna sahip iki şirketten biridir. Güçlü nakit pozisyonunu hesaba katarak Tüpraş için %10 prim varsayıyoruz. Böylece, Tüpraş uluslararası emsal şirket karşılaştırmasına göre %10 potansiyel getiriye sahiptir.

Tablo 3: Uluslararası Benzer Şirket Kıyaslama

ŞİRKET	PD (Mlr USD)	NET BORÇ/FAVÖK	FD/FAVÖK		F/K	
			2023T	2024T	2023T	2024T
Tupras	11,1	-0,85	4,08	4,08	7,68	8,05
ORLEN SA	19,8	0,38	2,81	2,45	7,43	5,66
MOL Hungarian Oil & Gas PLC	6,8	0,52	2,89	3,02	4,79	4,91
Neste Oyj	20,9	0,82	7,48	6,55	11,50	9,61
Saras SpA	1,8	-0,22	3,24	4,31	8,74	16,44
Motor Oil Hellas Corinth Refin	3,2	1,52	4,64	5,48	5,39	7,69
HELLENiQ ENERGY Holdings S.A.	2,7	2,13	5,14	6,80	8,90	12,00
Repsol SA	21,0	0,34	2,89	3,05	4,98	5,25
OMV AG	15,9	0,27	3,43	3,45	6,58	6,62
TUPRS		Ortalama	4,07	4,39	7,29	8,52
		İskonto	0%	7%	-5%	6%
		Potansiyel	0%	7%	-5%	6%
		Ortalama Potansiyel + Prim			10%	

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı, Bloomberg, 24/04/2024 kapanış, * OYAK YATIRIM tahminlerine dayanmaktadır

	Çarpan	Emsal	Güncel FD	Adil Değer	Ağırlık	A. Değer	PD
TUPRS 2024T FD/FAVÖK	4,08x	4,07x	299.155	298.534	50%	149.267	
TUPRS 20245 FD/FAVÖK	4,08x	4,39x	299.155	321.489	50%	160.744	
						310.011	372.709
	Çarpan	Emsal	Güncel FD	Adil Değer	Ağırlık	A. Değer	PD
TUPRS 2024T F/K	7,68x	7,29x	361.852	343.661	50%	171.830	
TUPRS 2025T F/K	8,05x	8,52x	361.852	383.002	50%	191.501	
							363.331

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı, Bloomberg, 24/04/2024 kapanış, * OYAK YATIRIM tahminlerine dayanmaktadır

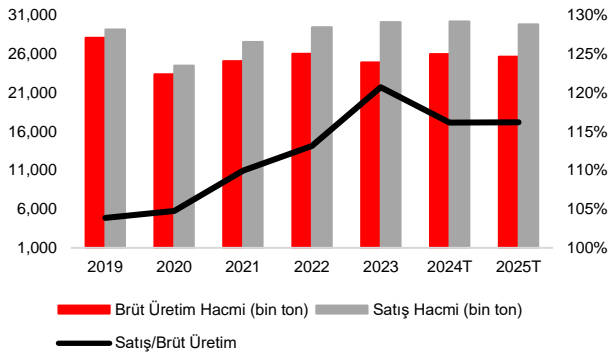
İzmit Rafinerisindeki bakım çalışmalarının FAVÖK'e etkisi büyük ölçüde 2Ç24'e yansiyacaktır... Tüpraş 5 Ocak 2024'te yaptığı açıklamada İzmit Rafinerisinde bulunan Fuel Oil Dönüşüm Tesisinde, teknik olarak beş yılda bir yapılması gereken periyodik bakım çalışmasının 1 Mart 2024 itibarıyla başlayacağını ve 92 gün duruş planlandığını belirtti. Duruş nedeniyle üretimde yaşanacak azalmanın ithalat ile kompanse edilmesiyle nihai satış hacmine doğrudan bir etki öngörülmemekle birlikte, üretim azalışına bağlı olarak toplam 196 milyon USD tutarında FAVÖK kaybı beklendiği aktarıldı. Mevsimsel talep, uzun Ramazan Bayramı tatili ve okullara verilecek ara tatil nedeniyle Nisan ve Mayıs aylarındaki talebin Mart ayına kıyasla daha güçlü olacaktır. Bu nedenle beklenen 196 mn USD FAVÖK kaybının 1Ç24'te 46 mn USD, 2Ç24'te ise 150 mn USD olacağını düşünüyoruz. Öte yandan, Tüpraş 2023 yılsonu finansallarıyla birlikte paylaştığı 2024 yılı beklentilerinde kapsamında ~26 mn ton üretim, ~30 mn ton satış ve %85-90 bandında KKO beklerken ürün marjı beklentisi ~14 USD/varildir.

Tablo 4: Tüpraş Özet Göstergeler

Özet Göstergeler	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Üretim Hacmi (bin ton)	28.111	23.389	25.086	26.048	24.940	26.002	25.663	25.663
Satış Hacmi (bin ton)	29.197	24.504	27.586	29.474	30.108	30.209	29.825	29.985
Satış/Brüt Üretim	103,9%	104,8%	110,0%	113,2%	120,7%	116,2%	116,2%	116,8%

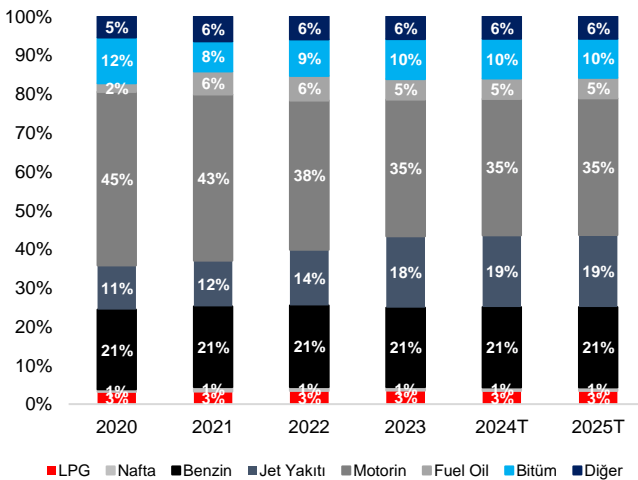
Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Şirket Sunumları

Tablo 5: Tüpraş Üretim ve Satış Hacimleri



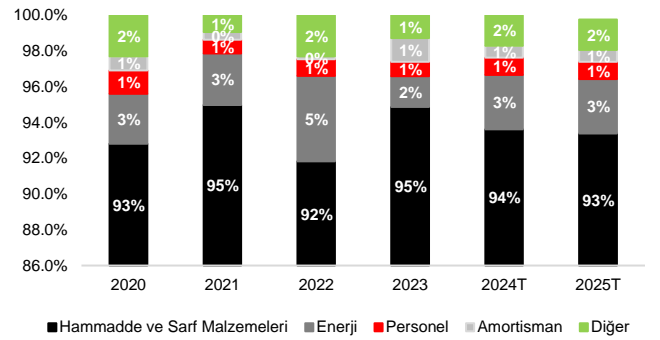
Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı, Şirket Sunumları

Tablo 7: Tüpraş Üretim Kırılımı

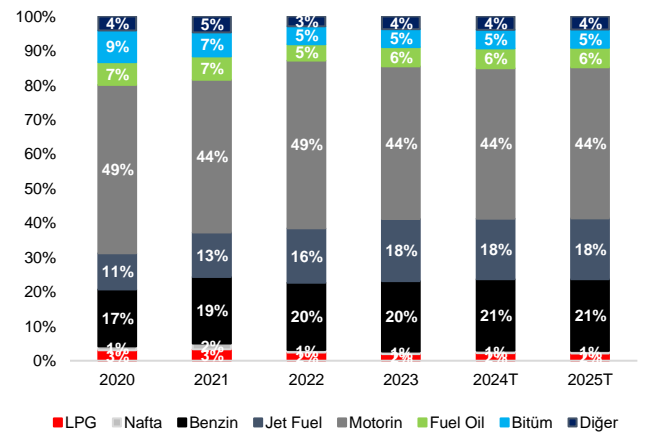


Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Şirket Sunumları

Tablo 6: Tüpraş Satışların Maliyeti Kırılımı (%)



Tablo 8: Tüpraş Satış Kırılımı



Stratejik dönüşüm planlaması kapsamında yüksek yatırım harcamalarına karşın nakit akışı güçlü kalacaktır...

Tüpraş, Kasım 2021’de paylaştığı stratejik dönüşüm planı kapsamında 2022 – 2035 yılları arasında 5 mlr USD yatırım harcaması (yıllık ortalama 350 mn USD) duyururken 2023 yılında 354 mn USD yatırım harcaması ile 2024 için öngörülen 500 mn USD yatırım harcaması ve 2027 – 2033 yılları arasında proje yoğunluğun artacağı da göz önüne alındığında 2035 yılına kadar yapılacak yatırım harcamasının 5 mlr USD tutarını aşacağını öngörüyoruz. Buna karşın, Tüpraş ilgili dönemde 9 mlr USD serbest nakit akışı öngörürken Şirketin başarılı net işletme sermayesi yönetimi ve güçlü serbest nakit akışlarıyla birlikte bu hedefini yakalayacağını düşünüyoruz. İzmit rafinerisindeki fuel oil dönüşüm tesisinin katkısı, güçlü ürün verimlilikleri, ve yurt içi pazarın mevcut rafineri kapasitesinin durumu, Tüpraş’ın önümüzdeki dönemde de yurt içi piyasadaki güçlü üretim ve pazar payını koruyacağını göstermektedir.

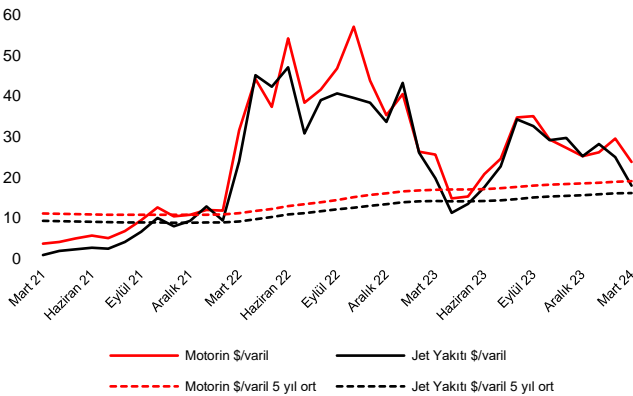
Yakın vadede çok sayıda faktör petrol fiyatları üzerinde etkili olacak...

Merkez bankalarının sıkılaştırıcı para politikaları 2022 yılından bu yana ekonomik aktivitenin yavaşlamasında etkili olurken 2024’ten itibaren başta Fed ve AMB olmak üzere merkez bankalarının olası faiz indirimleri ve para politikalarındaki gevşeme hamleleri küresel talep açısından dikkat çekicidir. OPEC+ komitesinin politikaları, OPEC+ üyelerinin gönüllü arz kesintilerine ilişkin kararları, komite dışı ülkelerin artan arzı ve jeopolitik unsurlar ham petrol fiyatlarının seyrini etkileyecektir. Dünyanın en büyük iki ekonomisinden biri olan Çin’de yılın ilk aylarında açıklanan ekonomik verilerde istenilen ivme henüz yakalanamazken Çin hükümetinin yapacağı destek hamlelerinin emlak, petrokimya ve demir – çelik gibi önemli sektörlerdeki talebin canlanması açısından takip edilecektir. Bu faktörlere ek olarak, son on yıl içerisinde bir atağa kalkan elektrikli araç pazarının toplam araç pazarındaki durumu da akaryakıt talebi açısından büyük önem arz etmektedir.

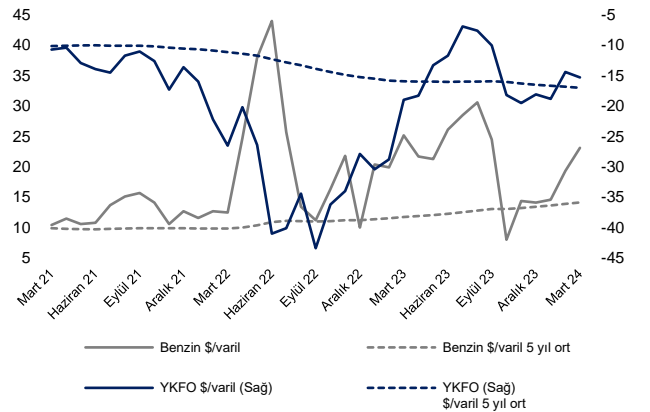
Günlük üretimdeki arz kesintileri ham petrol fiyatlarını güçlü tutarken marjlar üzerinde baskı oluşturabilir...

Haziran 2023’te OPEC+ 2024 yıl sonuna kadar günlük yaklaşık 3,6 mn varil kesinti konusunda anlaşırken Kasım 2023’te yapılan toplantıda ise günlük ek 1 mn varil arz kesintisi uygulanması konusunda prensipte anlaşıldı. Geçen yıl petrol üretimini 2024 yıl sonuna kadar günlük 500 bin varil gönüllü azaltma kararı alan Rusya, 2024’te günlük üretim ve ihracatını 471 bin varil azaltacağını paylaştı. Yanı sıra, 1Ç24’te Suudi Arabistan, Irak, BAE, Kuveyt, Kazakistan, Cezayir, Umman gibi ülkeler toplamda günlük 1,7 mn gönüllü kesinti uygulayacağını açıklamıştı. Suudi Arabistan, Cezayir ve Kuveyt’in petrol üretimindeki gönüllü kesintiyi 3 ay daha uzatacağı duyurulurken Irak ise petrol ihracatı günlük 100 bin varile yakın gönüllü azaltacağını bildirdi. Bu kesintiler ve Kızıldeniz hattında artan gerginlikler son dönemde petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketinde baş unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bloomberg Intelligence (BI) tarafından yapılan ve 143 piyasa uzmanının yer aldığı anket sonuçlarına göre Brent petrol fiyatlarının 2024 yılında 80 USD/varil seviyesi üzerinde kalacağı tahmin edilirken jeopolitik risklerin varil başına 2 USD’nin biraz üzerinde fiyatlara dahil olduğu düşünülmektedir. Tüm bu unsurlar göz önüne alındığında Brent petrol fiyatının 2024 yılında ortalama 85 USD seviyesinin üzerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, yoğun olarak Basra Heavy, Kirkuk, Ural, CPC ve Arab Heavy olmak üzere 27 ülkeden 17 farklı tipte ham petrol satın alımı gerçekleştiren Tüpraş’ın marjlarının da ham petrol fiyatlarındaki artıştan olumsuz yönde etkilenebileceği tahmin ediyoruz.

Tablo 8: Orta Distilat Ürün Marjları



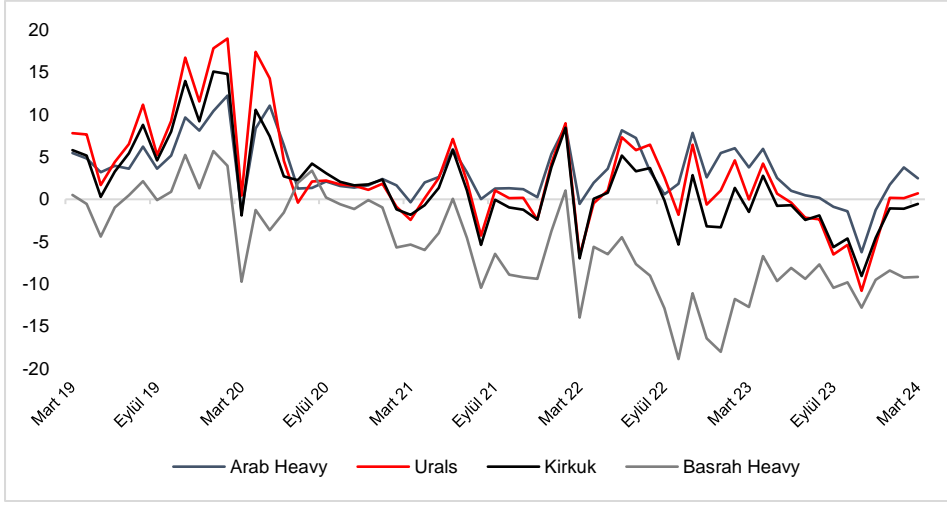
Tablo 9: Benzin ve YKFO Marjları



Kaynak: OYAK YATIRIM, Şirket Sunumları

Brent ile ağır ham petrol fiyatları arasındaki makas son dönemde kapanıyor... Pandemi sonrasında oluşan güçlü taleple birlikte ham petrol fiyatları önemli bir yükseliş kaydederken 2022 yılında Rusya – Ukrayna savaşıyla momentum kuvvetlenmiş Brent petrol 120 USD/varil seviyesini aşmıştı. Global çaptaki sıkılaştırıcı para politikaları ve resesyon beklentilerinin oluşturduğu talep endişeleriyle ham petrol fiyatları geri çekildi. Bu dönemde Rusya'ya uygulanan ambargolar Ural petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir hareket oluştururken Tüpraş'ın en yoğun alım yaptığı Basrah Heavy fiyatlarındaki iskonto devam ederek Tüpraş'ın karlılığına pozitif katkı sağlamıştır. OPEC+ kesintileri ve komite üyesi ülkelerin artan gönüllü kesintileri ham petrol fiyatlarının tekrardan yükselmesine ve ağır ham petrol fiyatlarıyla Brent fiyatları arasındaki makasın azalmasına neden oldu. Makastaki daralmanın Tüpraş'ın 2024 yılı içi paylaşmış olduğu ~14 USD/varil net rafineri marjı beklentisini ulaşamamasına sebebiyet vereceğini, FAVÖK marjı üzerinde de baskı yaratabileceğini düşünüyoruz.

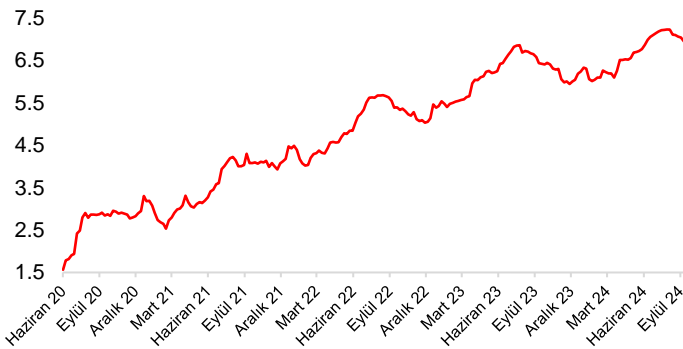
Tablo 11: Ham Petrol – Brent Fiyat Makası (USD/varil)



Kaynak: OYAK YATIRIM, Bloomberg

Jet yakıtı talebi güçlü toparlanmayla pandemiden bu yana dört katına çıktı... Mayıs 2020'de günlük 1,5 mn varil olan jet yakıtı talebi Temmuz 2023'te 6,8 mn varil/güne yükselirken 2024 yaz döneminde 7,3 mn varil/güne yaklaşması bekleniyor. Tüpraş'ın 3Ç18'de 11,55 mn varil olan jet yakıtı satışları pandemiyle birlikte 2Ç20'de 2,3 mn varile düşerken 3Ç23'te 10,46 mn varil seviyesine yükselerek pandemi öncesi seviyelere yaklaşmıştır. Jet yakıtı talebindeki yükseliş ivmesinin devam etmesi beklenirken Tüpraş'ın, stratejik dönüşüm planı kapsamında sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) tarafında yapacağı yatırımların jet yakıtı satışlarında 2027 yılı ve sonrasında momentum kazandıracağını öngörüyoruz.

Tablo 12: Küresel Jet Yakıtı Talebi (Mn Varil - Hafta)



Kaynak: OYAK YATIRIM, Bloomberg

Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) ile piyasa uzmanlarının elektrikli araç satışlarına ilişkin beklentileri ayrışıyor...

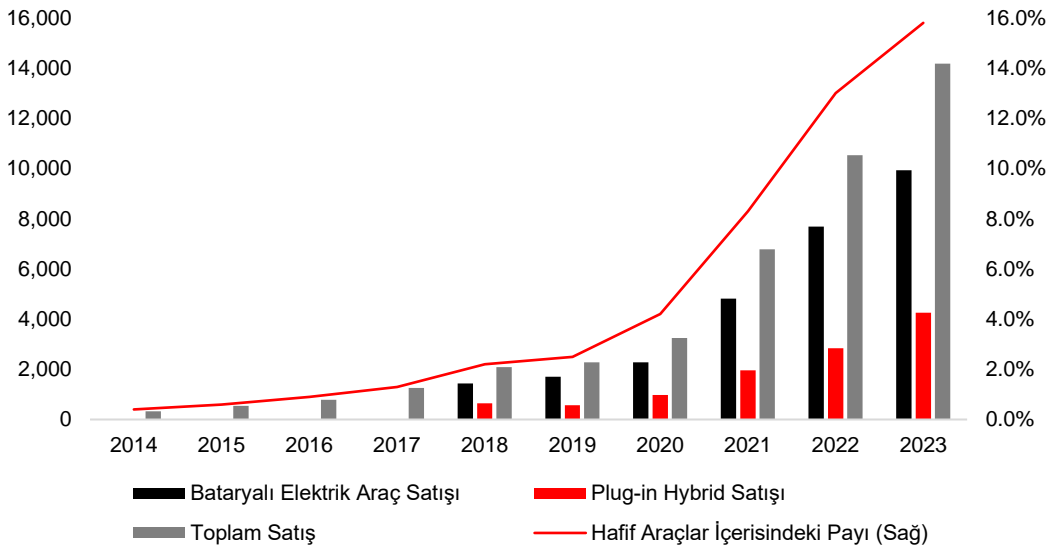
IEA, 2030 yılına kadar elektrik araç sayısının dünya çapında 10 kat artacağını öngörürken 2030 yılında satılan araçların %60'ından fazlasının elektrikli araç olacağını tahmin etmektedir. Buna karşın, Bloomberg Intelligence (BI) tarafından düzenlenen ve 143 piyasa uzmanının yer aldığı anket sonuçlarına göre, elektrikli araç satışlarının toplam yeni satışlar içindeki payının 2035 ve sonrasında %50 seviyesini yakalayacağı düşünülmektedir. The Electric Vehicle World Sales Database (ev-volumes.com) verilerine göre bataryalı elektrikli araç ve plug-in hybrid araç satışları 2014 yılındaki 320 bin adetten 2023 yılında 14,2 mn adete ulaşırken hafif araçlar içerisindeki payı %0,4'ten %15,8'e yükselmiştir. Kırılıma bakıldığında ise bataryalı modeller ve plug-in hybrid oranları ortalama %71 ve %29 seviyelerinde istikrar göstermiştir. Plug-in hybrid modellerin elektrikli araç satışlarındaki payı akaryakıt talebine katkı sağladığını göstermektedir. Makroekonomik koşullar, nominal satış artışları, pay artışındaki ivme kaybı gibi birçok faktör dikkate alındığında global çapta elektrikli araç satışlarının payının 2030 yılının ardından %50 seviyesine ulaşabileceğini düşünüyoruz. Tüpraş ise elektrikli araçların binek araç segmentinde 2030'dan itibaren yeni araçlarda öncü olmasını beklerken Türkiye'de 2040'tan önce araç parkında çoğunluk araç tipi olacağını öngörmektedir.

Tablo 13: Küresel Elektrikli Araç Satışları

Elektrikli Araç Satışları	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bataryalı Elektrik Araç Satışı					1.437	1.707	2.272	4.810	7.683	9.927
Plug-in Hybrid Satışı					645	569	974	1.964	2.841	4.255
Bataryalı Elektrik Araç Oranı					69%	75%	70%	71%	73%	70%
Plug-in Hybrid Oranı					31%	25%	30%	29%	27%	30%
Toplam Satış	320	543	791	1.262	2.082	2.276	3.245	6.774	10.524	14.182
Büyüme	-	70%	46%	60%	65%	9%	43%	109%	55%	35%
Hafif Araçlar İçerisindeki Payı (Sağ)	0,4%	0,6%	0,9%	1,3%	2,2%	2,5%	4,2%	8,3%	13,0%	15,8%

Kaynak: OYAK YATIRIM, ev-volumes.com

Tablo 14: Küresel Elektrikli Araç Satış Kırılımı



Kaynak: OYAK YATIRIM, ev-volumes.com

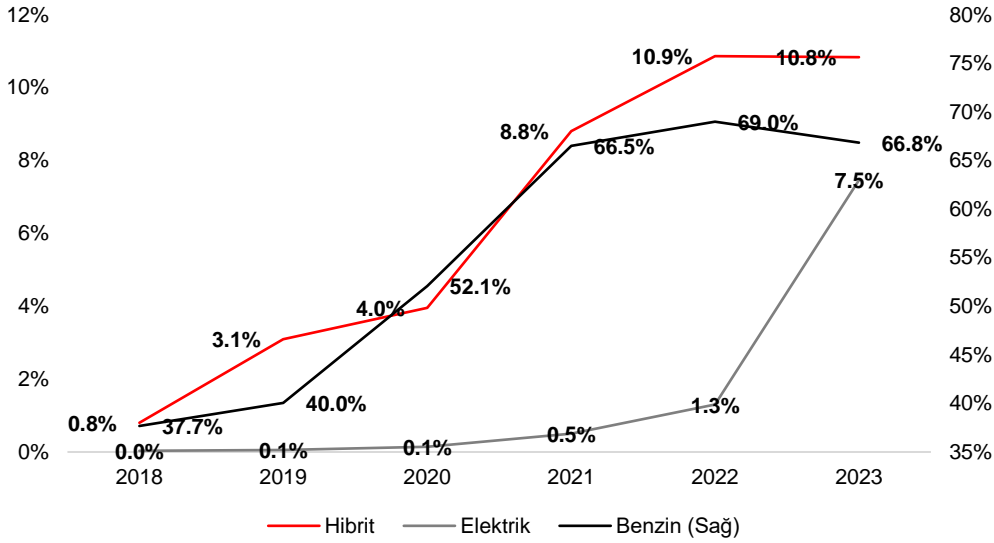
Türkiye'deki araç satışları, elektrikli araçlar satışlarındaki momentuma rağmen benzinli araçlara olan talebi göz önüne seriyor... Otomotiv Distribütörleri ve Mobilite Derneği (ODMD) verilerine göre, Türkiye'de 2018 yılında %0,8 olan toplam hibrit ve elektrikli araç satış payı 2023 yılında %18,3'e yükselirken hibrit araçların payı %10,8, elektrikli araçların payı ise %7,5 seviyesindedir. Dizel araç satışlarının toplam içindeki payı ise 2018'deki %58,1'den 2023'te %13,8'e gerilemiştir. Buna karşın, 2018'deki %37,7'den 2023'te %66,8'e yükselen benzinli araç satışları, dizel araçlardan benzinli araçlara doğru kayan ilgiyi göstermektedir. ODMD verileri dizel ve otogazlı araç satışlarının ivme kaybına işaret ederken hibrit ve elektrik araç satışlarının önümüzdeki on yılda daha da kuvvetleneceği anlaşılmaktadır. Hibrit ve benzinli araçların toplam içindeki payı hesaba katıldığında önümüzdeki on yıllık dönemde akaryakıtta olan ilginin canlı kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 15: Türkiye Motor Tipine Göre Araç Satışı Kırılımı

Motor Tipi	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Benzin	37,7%	40,0%	52,1%	66,5%	69,0%	66,8%	183.223	155.042	317.630	373.600	408.903	646.385
Dizel	58,1%	52,0%	39,5%	19,7%	17,4%	13,8%	282.482	201.487	240.819	110.523	103.328	133.374
Otogaz	3,4%	4,8%	4,4%	4,5%	1,4%	1,1%	16.562	18.531	26.685	25.391	8.309	10.599
Hibrit	0,8%	3,1%	4,0%	8,8%	10,9%	10,8%	3.899	11.974	24.131	49.493	64.387	104.804
Elektrik	0,0%	0,1%	0,1%	0,5%	1,3%	7,5%	155	222	844	2.846	7.733	72.179
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	486.321	387.256	610.109	561.853	592.660	967.341

Kaynak: OYAK YATIRIM, ODMD

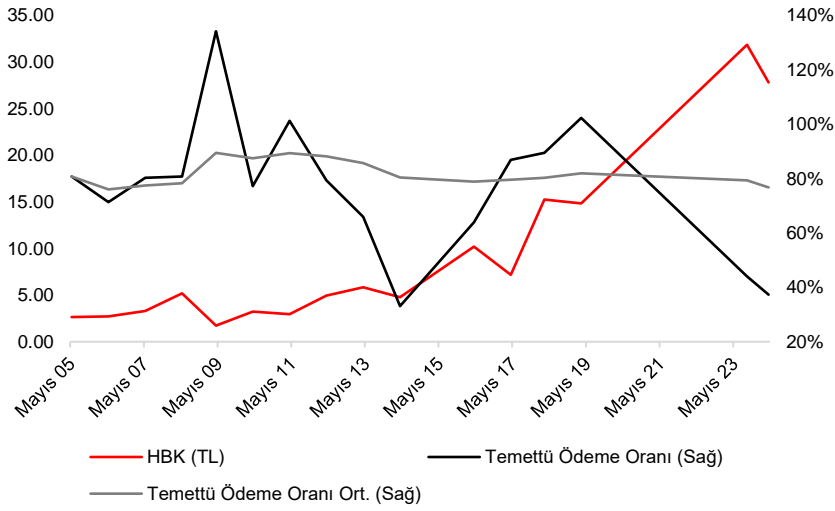
Tablo 16: Türkiye Motor Tipine Göre Araç Satışı Kırılımı



Kaynak: OYAK YATIRIM, ODMD

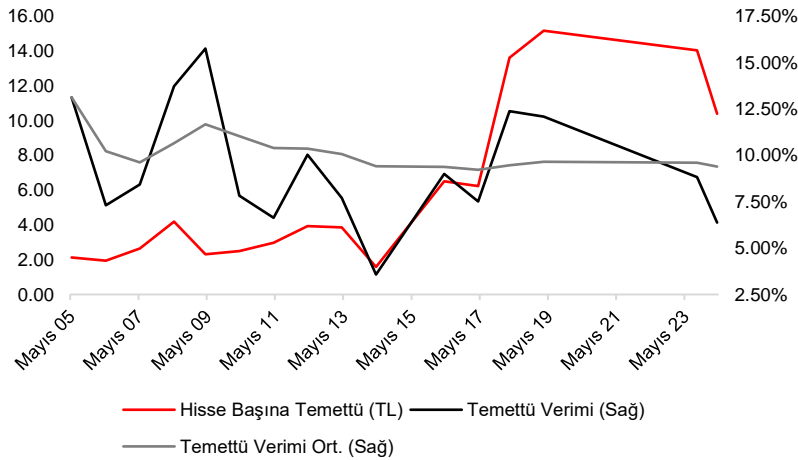
İstikrarlı temettü ödemeleri öne çıkıyor... Tüpraş, Borsa İstanbul'da düzenli temettü ödeyen şirketler arasında yüksek temettü ödeme oranı ve temettü verimliliğiyle öne çıkıyor. Şirket, 2005 yılından bu yana düzenli temettü ödemesi gerçekleştirirken (pandemi nedeniyle 2020 – 2022 hariç) istikrarıyla dikkat çekiyor. İlgili dönemde %76,69'luk temettü ödeme oranına ulaşılmıştır. 2023 yılı karından temettü ödeme oranı %37,33'e gerilemiştir. Ek olarak, finansal piyasalardaki gelişmelere ve şirketin likidite durumunun gelişimine göre yılın ikinci yarısında uygun koşullar oluşması halinde olağanüstü genel kurul kararı ile ilave kar payı dağıtım imkanlarının ayrıca değerlendirilmesine karar verilmiştir. Hatırlatmak gerekirse, Şirket geçen yıl da aynı kararı almış ve ikinci taksiti ödemeye karar vermişti. İkinci taksitin 2Y24'te dağıtılma ihtimalinin yüksek olduğunu ve temettü ödeme oranının ortalama seviye olan %76,69'a yakınsayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Tüpraş 2035 projeksiyonlarına göre yıllık ~%80 ortalama temettü ödeme oranı hedeflerken tarihsel performans bu hedefin gerçekçi olduğunu göstermektedir. Tüpraş, 2005 yılından bu yana yaptığı temettü ödemeleri ile %9,39 gibi oldukça yüksek bir temettü verim ortalamasına sahiptir.

Tablo 17: Tüpraş Temettü Ödeme Oranı



Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı

Tablo 18: Tüpraş Temettü Verimi



Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı

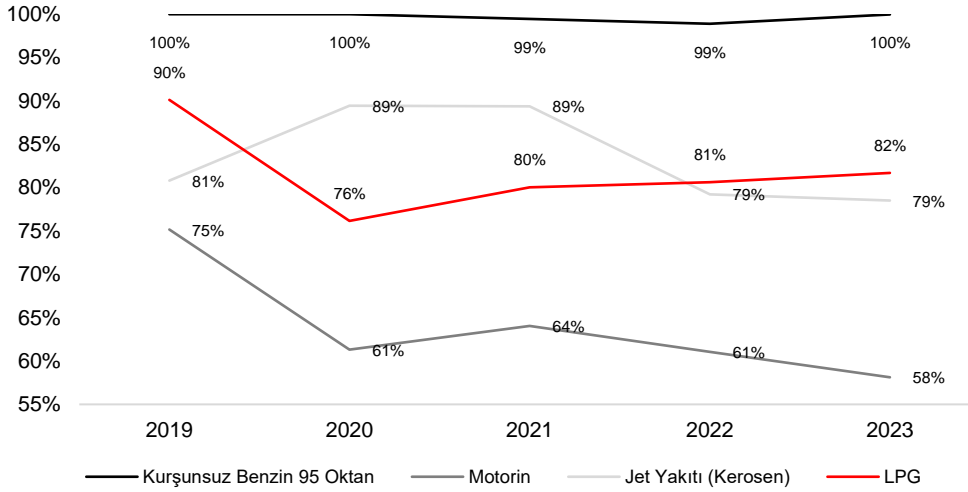
Stratejik Dönüşüm Planı'nın Detayları

A) Sürdürülebilir Rafinaj

FAVÖK'te en büyük pay rafinajın olmayı sürdürecektir... Kasım 2021'de 2022 – 2035 yılları için stratejik dönüşüm planını kamuoyuyla paylaşan Tüpraş, sürdürülebilir rafinaj için enerji verimlilik ile dekarbonizasyon projeleri ve devam eden yatırımlarla birlikte ürün portföyünü daha katma değerli kimyasal ürünlerle çeşitlendirmeyi ve rafinaj karlılığını artırmayı planlarken ilgili süreçte 2,3 mlr USD yatırım harcaması ve 13 mlr USD FAVÖK elde etmeyi öngörmektedir. Bu projelerle birlikte kapsam 1 ve kapsam 2 emisyonlarının azaltılmasına odaklanılacaktır.

Türkiye'nin fosil yakıt tüketiminin 2030'lu yıllarda zirve yapması bekleniyor... Tüpraş paylaştığı öngörülerinde 2030 yılında Türkiye'deki fosil yakıt tüketiminin zirve yapacağını tahmin ederken Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)'nın öngörülerini de Tüpraş'ın beklentilerini desteklemektedir. IEA'ya göre ise küresel petrol talebinin 2030'lu yıllarda zirve seviyeleri göreceği düşünülmektedir. Türkiye akaryakıt piyasası göz önüne alındığında motorin, jet yakıtı, benzin ve LPG tüketiminin 2023 yılında pandemi öncesindeki seviyeleri aştığı görülmektedir. EPDK'nın paylaştığı yurt içi üretim rakamları incelendiğinde ise Tüpraş, 2023 yılsonu itibarıyla motorinde %58, jet yakıtında %79, benzinde %100 ve LPG'de %82 üretim payıyla Türkiye akaryakıt piyasasına öncülük etmektedir.

Tablo 19: Tüpraş'ın Yurt İçi Akaryakıt Üretimindeki Payı

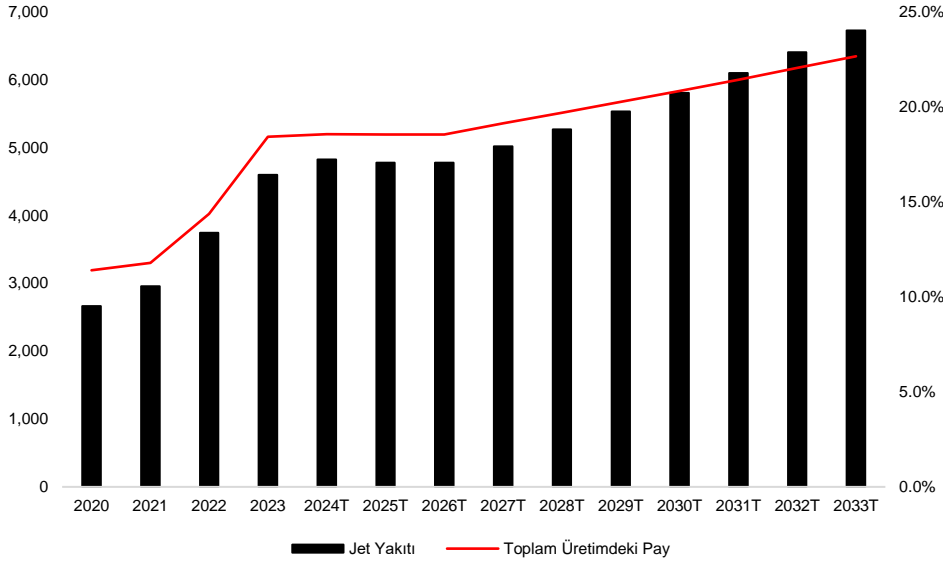


Kaynak: OYAK YATIRIM, EPDK Verileri

B) Biyoyakıtlar

Türkiye'nin lider SAF tedarikçisi olmak odak alanıdır... Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) Duyurulan Taahhütler Senaryosu'na göre biyoyakıt tüketiminin 2021'e oranla 2050'de yaklaşık 5 kat artacağı öngörülmektedir. Tüpraş odak alanını Türkiye'nin lider sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) tedarikçisi olmaya çevirirken İzmir'deki mevcut ünitenin 2026'ya kadar 230 mn USD yatırımla dönüştürülmesi hedeflenmektedir. Hava taşımacılığında en iyi emisyon azaltıcı alternatif olan ve fosil jet yakıtına kıyasla sera gazı emisyonunu %50'den fazla azaltan SAF için talebin 2030 yılında jet yakıtı talebinde %10 paya ulaşacağı düşünülmektedir. 2027 yılında devreye alınması planlanan SAF üretim tesisinin ilk aşamada 400 bin ton üretim kapasitesi ve %75 verimle birlikte yıllık 300 bin ton SAF üretimi sağlayacağı ve SAF üretim kapasitesi 2035'e kadar sürecek yatırımlarla 3 katına çıkacağı bildirilmektedir. Alternatif olarak biyonafta, biyolpg, ve biyodizel ürünleri de biyoyakıt kategorisinde yer almaktadır. 2030 yılına kadar 230 mn USD olacak kümülatif yatırım tutarının 2035 yılında 600 mn USD'ye ulaşacağı paylaşılmıştır. Kümülatif FAVÖK'ün ise 2030 yılında 440 mn USD, 2035 yılında ise 1,1 mlr USD olacağı değerlendirilmektedir. Devreye alınacak biyoyakıt kapasitesi mevcut kapasiteside noksanlık oluşturmayacak olup bilakis mevcut 30 mn tonluk üretim kapasitesinin artmasına destek olacaktır.

Tablo 20: Tüpraş Jet Yakıtı Üretimi (bin ton)



Kaynak: Şirket Sunumları (2020 – 2023), OYAK YATIRIM Tahminleri (2024T – 2033T)

UOP Ecofining™ teknolojisini kullanımı için Honeywell ile anlaşma imzalandı... Tüpraş, emisyon azaltım hedeflerine de önemli ölçüde katkı sağlayacak sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF Sustainable Aviation Fuel) üretim hedefi kapsamında UOP Ecofining™ teknolojisini kullanımı için dünyanın önde gelen teknoloji şirketlerinden Honeywell ile 2022 yılında lisans anlaşması imzalamıştır. İzmir Rafinerisi'nde kurulacak Ecofining Ünitesi için temel mühendislik çalışmaları tamamlanmış olup, detay mühendislik çalışmaları devam etmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse ecofining teknolojisi düşük kullanıma sahip ürünlerin yüksek ürün verimliliğine sahip rafineriler tarafından yüksek talep gören yenilenebilir yakıtlara dönüştürülmesini sağlamaktadır. Ecofining teknolojisini rafinericilerin yakın gelecekte hayata geçecek düzenlemeleri karşılmasına ve bununla birlikte gelen mali teşviklerden yararlanılmasına olanak sağlayacağı belirtilmektedir. Bu teknolojinin öncülüğünde Tüpraş, günde yaklaşık 8.300 varil atık hammaddeyi SAF, biyodizel ve diğer ürünlere dönüştürmeyi hedeflemektedir.

C) Sıfır Karbon Elektrik

ENTEK'in ön lisans başvurularının onay süreci devam ediyor... Ağustos 2022 Entek Elektrik'in %99,23 payını devralarak sıfır karbon elektrik alanında büyümeyi hedefleyen Tüpraş 21 Aralık 2022'de yapmış olduğu açıklamayla bağlı ortaklığı Entek Elektrik Üretimi A.Ş'nin, Elektrik Piyasasında Depolama Faaliyetleri Yönetmeliği kapsamında, depolama tesisi kurmak taahhüdü ile 22 proje ile 1.461,5 MW ilave kapasite için Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'na ön lisans başvurusu yaptığını bildirdi. Açıklamadan bu yana toplam 653,3 MW kurulu güç kapasitesine sahip 11 proje için ön lisans başvuruları onaylandı. Halihazırda 492,3 MW kurulu güce sahip Entek Elektrik, ön lisans alan kurulumunun tamamlanması halinde portföyü toplam 1.145,6 MW kurulu güce sahip olacaktır.

Yeşil hidrojen üretimi için sıfır karbon elektrik ile entegrasyon konusuna odaklanan Tüpraş, sıfır karbon elektriğin çoğunluğunu satmayı, kalan sıfır karbon elektriği ise rafineri süreçlerinde kullanmak ve ağır taşımacılık ile lojistik sektöründe değerlendireceği yeşil hidrojenin üretimi için değerlendirmeyi hedefliyor.

Şirket, 2022-2035 yılları arasında sıfır karbonlu elektrik için tahmini yatırım harcamalarının 1,3 mlr USD'ye ve kümülatif FAVÖK'ün ise 400 mn USD'ye ulaşacağını öngörmektedir.

Tüpraş, hem üretim hem de olası satın alımlarla; 2030'da yaklaşık 1 GW, 2035'te ise 2,5 GW kurulu güce ulaşarak sıfır karbonlu elektrik alanında lider firmalar arasında yer almayı hedeflerken Emisyon Ticaret Sistemleri (ETS) aracılığıyla toplam ihtiyacının %50'si kadar sıfır karbon elektrik olarak yatırım/maliyet optimizasyonu dengesi sağlamayı planlamaktadır.

Uluslararası Enerji Ajansı'nın paylaştığı verilere göre küresel enerji pazarında 2020 yılında %20 paya sahip olan elektriğin payının 2050 yılında %53'e yükselmesi öngörülürken küresel elektrik tüketiminin 2050 yılında 2021'e kıyasla 2 katına çıkacağı belirtilmektedir.

Mevcut kurulu güç, şu ana kadar ön lisans başvuruları onaylanan projeler ve onay süreci devam eden projeler göz önüne alındığında 2030 için hedeflenen 1 GW kurulu güç hedefinin aşılacağını düşünüyoruz.

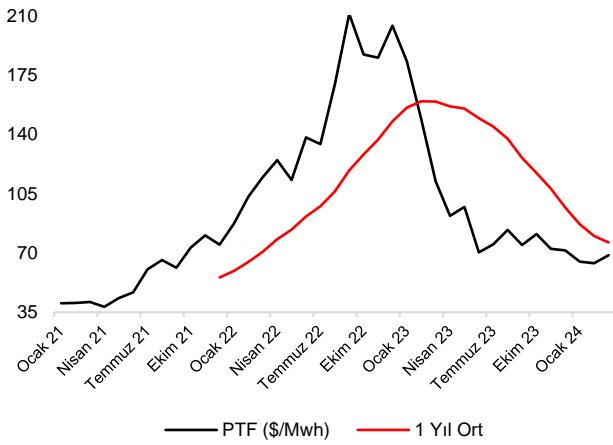
Tablo 21: Entek Güncel Sıfır Karbon Elektrik Portföyü & Ön Lisans Alan Projeler

Mevcut Portföy	Kurulu Güç (MW)	Santral	Ön Lisans Alanlar	Kurulu Güç (MW)	Santral
Menzelet HES	124,0	GES	Büyükkışla RES	99,9	RES
Süloğlu RES	66,0	WPP	Gökçebel RES	72,0	RES
Kılavuzlu HES	54,0	HES	Mursallı RES	72,0	RES
Kınık RES	50,0	GES	Yenidoğa RES	70,0	RES
Kepezkaya HES	28,0	HES	Malkara RES	57,6	RES
Azmak HES	24,4	HES	Eren RES	55,0	RES
Kumköy HES	17,5	HES	Çavdar RES	50,4	RES
Damlapınar HES	16,4	HES	İdrisyayla RES	50,4	RES
Toplam	380,3		Adatoprakpınar GES	50,0	GES
			Noyan GES	40,0	GES
			Sarıpınar RES	36,0	RES
			Toplam	653,3	

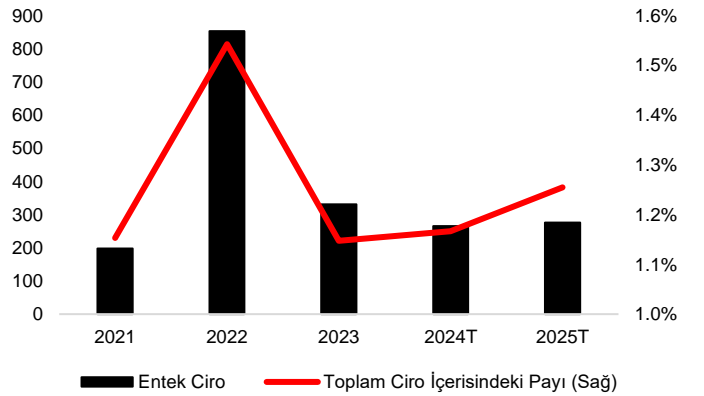
Kaynak: OYAK YATIRIM, Şirket Sunumları, KAP

Türkiye'nin elektrikte kurulu gücünün önümüzdeki on yılda ivme kazanması beklenirken elektrik satış fiyatları geçtiğimiz yıllara göre zayıf kalabilir... Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2023 yılında bir önceki yıla göre %0,2 oranında azalarak 330,3 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %0,6 azalarak 326,3 TWh olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir. Türkiye'nin kurulu elektrik gücü 2020 yılı sonundaki 95.9 GW'den 2024 Şubat ayı sonu itibarıyla 107,6 GW'ye ulaşmıştır. 2035 yılında ise toplam kurulu gücün 189,7 GW olması öngörülmektedir. 2024 Şubat ayında kurulu güç içinde %53,9 olan yenilenebilir enerji kaynaklarının payının 2035 yılına kadar %64,7'ye çıkması hedeflenmektedir. Raporla göre, 2024 Şubat ayında kurulu güçleri sırasıyla 31,96 GW, 11,94 GW ve 12,38 GW olan HES, RES ve GES'in, orta-uzun dönemde sırasıyla 35,1 GW, 29,6 GW ve 52,9 GW'ye yükselmesi öngörülmektedir. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın hedeflerine göre 2023 – 2035 yılları arasında elektrik tüketiminin %54,6 artması beklenirken öngörülen kapasite artışı ise %77,8 seviyesindedir. Bu beklentiler baz alındığında önümüzdeki on yıllık süreçte olağandışı unsurlar yaşanmadığı takdirde elektrik fiyatlarında aşağı yönlü bir hareket eğilimi gözlenebilir.

Piyasa takas fiyatı (PTF) 2021 yılındaki ortalama 55,5 USD/Mwh seviyesinden 2022 yılında pandemi sonrasında global çapta ekonomilerdeki toparlanma süreci, güçlü talep, artan enflasyon, Rusya – Ukrayna savaşının etkisi ve beraberinde fosil yakıtlardaki artışla birlikte elektrik fiyatları küresel çapta bir ivme kazanarak 2022 yılını ortalama 147,6 USD/Mwh seviyesinde tamamladı. 2023 yılında yaşanan normalleşmenin etkisiyle ortalama 96,8 USD/Mwh seviyesine geriledi. Yılın ilk çeyreği geride kalırken PTF 1Ç24'te ortalama 65,8 USD/Mwh seviyesinde gerçekleşirken yerel elektrik üreticilerinin genel beklentisi PTF'nin 2024 yılında 65 – 75 USD/Mwh bandında seyretmesi yönündedir.

Tablo 22: PTF (\$/Mwh)


Kaynak: OYAK YATIRIM, Şirket Sunumları

Tablo 23: Entek'in Ciro (mn USD) & Toplam Ciro İçindeki Payı


Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Şirket Sunumları

D) Yeşil Hidrojen

Yeşil hidrojen stratejik dönüşüm planının en son halkasıdır... Stratejik dönüşüm planının son halkası olan hidrojenin 2030'dan itibaren hızlı bir büyüme sürecine girmesi bekleniyor. Tüpraş, hidrojen üretim yöntemleri içinde sıfır emisyon ile ön plana çıkan elektrolizörlerle yeşil hidrojen üretimine odaklanmıştır. Şirket'in açıklamalarına göre 20 MW'lık pilot elektrolizör kurulum projesinin temel mühendislik çalışması tamamlanmış olup dönemsel olarak değerlendirmeler devam etmektedir. Yeşil hidrojen tarafında strateji PEM (Proton Exchange Membrane) elektrolizörüne göre oluşturulmuştur. Yüksek saflıkta hidrojen üretimi için kullanılan PEM elektrolizörleri, hidrojen ve oksijen gazlarının polimer bir membran kullanılarak ayrıştırılmasını sağlamaktadır.

2030'dan itibaren yeşil hidrojen satışı planlanıyor... Tüpraş, yeşil hidrojen projesiyle birlikte kara taşımacılığında değişen pazar şartlarını yakalamayı ve rafinaj emisyonlarını azaltmayı hedeflemektedir. Kapsam 1 ve 2 emisyonlarının azaltılması, yeşil hidrojen satışlarının ise 2030'dan itibaren başlaması planlanmaktadır. Yeşil hidrojen için 2022 – 2035 arası dönemde 690 mn USD yatırım harcaması ve 640 mn USD kümülatif FAVÖK öngörülmektedir.

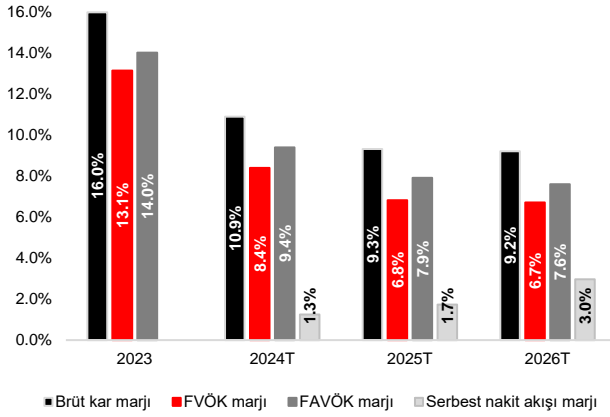
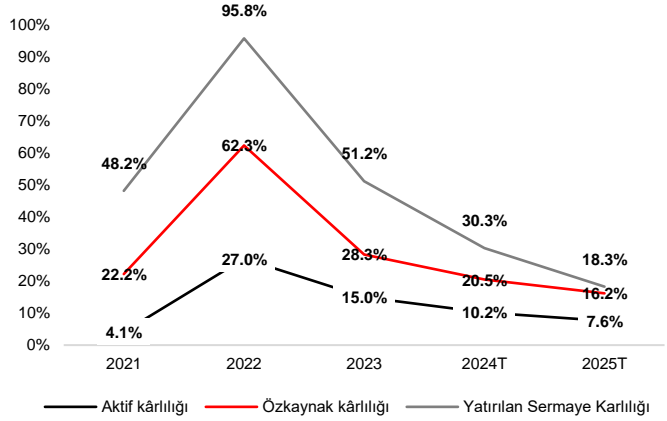
Tablo 24: Tüpraş Stratejik Dönüşüm Planı & 2035 Projeksiyonları & Emisyon Azaltımı

TÜPRAŞ	2022 - 2030		2031 - 2035		
	Stratejik Dönüşüm Planı	Yatırım Payı	FAVÖK Payı	Yatırım Payı	FAVÖK Payı
Sürdürülebilir Rafinaj		60%	90%	30%	70%
Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF)					
Sıfır Karbon Elektrik		40%	10%	70%	30%
Yeşil Hidrojen					
Kapsam 1 & 2 CO2 Emisyon Azaltımı (baz yıl 2017)		27%		35%	

2035 Hedefleri				
Ortalama FAVÖK	Ortalama Yatırım Harcamaları	Ort. Kullanılan Sermaye Getirisi	Net Borç/FAVÖK	Ort. Temettü Dağıtım Oranı
>1 milyar USD / yıl	350 mn USD / yıl	> %25	< 2,0x	~%80

Emisyon Azaltımı - Kapsam 1 & 2				
2017	2030	2035	2040	2050
0%	-27%	-35%	-49%	-100%
7,3 milyon ton	5,3 milyon ton	4,7 milyon ton	3,7 milyon ton	0

Kaynak: Şirket Sunumları

Tablo 25: Tüpraş Marj Beklentileri

Tablo 26: Tüpraş Karlılık Beklentileri


Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı

Tablo 27: Tüpraş Nakit Akışı

Nakit Akışı (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK	13.396	103.202	96.240	73.406	73.269	78.511
Faaliyet Karı Vergisi	-1.255	6.963	3.948	15.852	15.153	15.336
Net işletme Sermayesi Değişimi	-1.620	14.188	-20.957	28.417	30.798	21.229
Yatırım Harcamaları	1.201	4.283	12.384	17.184	14.730	16.786
Serbest Nakit Akımı	13.343	71.030	93.249	11.953	12.587	25.159

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı

Tablo 28: Tüpraş Rasyolar

Rasyolar	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Aktif kârlılığı	4%	27%	15%	10%	8%	7%
Özkaynak kârlılığı	22%	62%	28%	20%	16%	15%
Yatırılan Sermaye Karlılığı	48%	96%	51%	30%	18%	18%
Brüt Borç/(Brüt Borç + Özsermaye)	82%	49%	45%	53%	53%	52%
Net borç/FAVÖK	0,9x	-0,3x	-0,7x	-0,4x	0,1x	0,3x

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı

Tablo 29: Tüpraş Gelir Tablosunda Öne Çıkanlar

Gelir Tablosu (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Satışlar	152.492	916.751	686.529	781.084	925.197	1.032.292
Satışların Maliyeti	136.632	803.671	576.796	695.961	838.975	937.265
Brüt Kar	15.860	113.080	109.732	85.122	86.222	95.027
Faaliyet Giderleri	3.318	16.159	19.556	19.527	23.130	25.807
Faaliyet Gelirleri	777	76.253	73.628	63.643	60.779	64.059
FAVÖK	13.396	103.202	96.240	73.406	73.269	78.511
Net Esas Faaliyetler Gelir/(Gider)	-11.766	-20.668	-16.549	-1.953	-2.313	-5.161
Net Finansal Gelirler/(Giderler)	881	-13.461	-5.194	-1.953	-2.313	-5.161
İştiraklerden Gelirler (Giderler)	593	-16	1.051	1.718	2.146	2.446
Vergi Öncesi Kar	2.358	68.508	57.820	63.408	60.612	61.343
Vergi Gideri	1.255	-6.963	-3.948	-15.852	-15.153	-15.336
Net Kar/(Zarar)	3.495	61.314	53.577	47.144	44.944	45.420

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı

Tablo 30: Tüpraş Bilançoda Öne Çıkanlar

Bilanço (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Nakit ve nakit benzerleri	21.176	82.008	98.024	154.456	143.336	141.772
Ticari alacaklar	13.797	35.290	40.439	60.052	80.913	94.812
Stoklar	23.758	59.453	44.464	77.051	92.938	107.605
Diğer dönen varlıklar	7.785	20.759	18.222	23.040	25.869	28.418
Dönen varlıklar	39.742	150.191	165.644	239.399	280.117	312.848
Maddi duran varlıklar	28.316	128.588	133.839	178.900	211.822	237.664
Maddi olmayan duran varlıklar	563	2.809	4.255	5.688	6.735	7.556
Diğer duran varlıklar	4.420	17.955	20.732	26.806	30.098	33.065
Duran varlıklar	33.299	149.352	158.827	211.394	248.655	278.285
Toplam varlıklar	106.257	347.700	366.794	553.997	623.173	685.456
Kısa vadeli borçlanmalar	11.628	19.764	29.968	40.058	47.429	53.216
Ticari borçlar	43.837	86.839	97.956	119.857	124.733	131.816
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	9.074	20.953	24.767	39.868	44.765	49.176
Kısa vadeli yükümlülükler	64.829	130.004	155.271	201.599	218.966	236.448
Uzun vadeli borçlanmalar	21.565	35.055	5.358	85.054	100.706	112.993
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	782	3.230	3.224	4.216	4.734	5.201
Uzun vadeli yükümlülükler	22.347	38.284	8.582	89.271	105.441	118.193
Özkaynaklar	18.809	177.884	200.763	260.274	295.454	327.171
Net borç	12.017	-27.190	-62.697	-29.344	4.799	24.436

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Veritabanı

Disclaimer

The information, comments and advices included herein do not constitute an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The matters covered on this report may include forward-looking statements that involve risk and uncertainties that could cause actual results to differ materially from those predicted by such forward-looking statements. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Securities"), does not undertake to advise you of changes in the information or opinions set forth herein or provide you with access to any additional information or to correct any inaccuracies therein which may become apparent subsequent to the date hereof or to publicly update any information or any forward looking statement, whether as a result of new information, future events or otherwise. Content and information provided by third parties is published as supplied to OYAK Securities and OYAK Securities has not independently verified any of such information.

The investment information, comments and advices given herein are not part of investment advisory activity. Investment advisory services are provided by authorized institutions to persons and entities privately by considering their risk and return preferences. Whereas the comments and advices included herein are of general nature. Therefore, they may not be appropriate for your financial situation and risk and return preferences. For this reason, making an investment decision solely by relying on the information given herein may not give rise to results within your expectations. Investors should not make their investment decisions on the basis of this report and construe the contents of this report as legal, tax, financial or investment advice.

OYAK Securities, any of its parents, subsidiaries or affiliates, agents, employees or representatives, do not make any representations or warranties, express or implied, for the accuracy, timeliness, completeness or fairness of any such information or any estimates, conclusions or opinions based thereon, and does not accept any liability or responsibility whatsoever for the contents of the report or for any errors, omissions or mis-statements or for any adverse consequences of the investment decisions made as a result of reliance upon this report.

OYAK Securities, any of its parents, subsidiaries or affiliates, agents, employees or representatives may hold positions and execute transactions in securities of entities mentioned in the document. In addition, OYAK Securities, any of its parents, subsidiaries or affiliates, agents, employees or representatives might have, might be seeking or will seek investment banking or other business relationships with the companies in this report.

Copyright in this report is owned by OYAK Securities except where otherwise indicated by a third party's proprietary notice and may not be reproduced or appropriated in any manner without written permission of OYAK Securities or their respective owners.

Valuation Approach

Valuation tools employed most frequently are Discounted Cash Flow (DCF) and International Peer Group Comparison, though other metrics such as Dividend Discount, Gordon Growth, and Replacement Value Methods are also used wherever appropriate. Oyak Securities analysts may calculate the target return of each stock considering only one method or assigning different weights to more than one method depending on the analyst's opinion. The "Expected Market Return" (**EMR**) of the BIST-100 is determined through aggregate target returns of each stock under coverage based on their respective free float market capitalization. Our coverage accounts for around 80% of the total market capitalization of the BIST.

Rating Methodology

Oyak Securities assigns recommendations to each stock according to the following criteria:

Price target for a stock represents the value analyst expects the stock to reach during our performance horizon, which is 12 months. For stocks with an OUTPERFORM recommendation, target return must exceed the EMR by at least 10% over the next 12 months. For a stock to be classified as UNDERPERFORM, the stock must be expected to underperform the EMR more than 10% over the next 12 months. Stocks that an analyst expects to perform parallel to the EMR within a band of +/- 10% are rated as MARKETPERFORM.