

26 Ekim 2023

# Tüpraş

## Sonuçlar beklentileri aştı

Esra UZUN ÖZBASKIN  
Analist  
euzun@sekeryatirim.com

**Tüpraş 3Ç23'de; bizim 17.041mn TL olan beklentimizin ve piyasanın 18.163mn TL olan beklentisinin üzerinde 21.306mn TL net kar açıkladı.** Şirket, 3Ç22'de ise 11.949mn TL net kar açıklamıştı (yıllık %78 artış). 5.715mn TL vergi giderine karşın brüt karlılıkta artış ile operasyonel giderlerin kontrolü net karı destekledi. Net kar marjı %12 (3Ç22: %8) seviyesinde gerçekleşti.

3Ç23'te satış gelirleri ve FAVÖK sırasıyla 185.137mn TL (3Ç22: 153.412mn TL, yıllık +%21) ve 29.358mn TL (3Ç22: 18.486mn TL, yıllık +%58) seviyesinde gerçekleşti. Bizim beklentimiz 189.422mn TL satış geliri ve 23.565mn TL FAVÖK elde edilmesi yönündeyken piyasa beklentileri sırasıyla 178.644mn TL ve 26.561mn TL seviyesinde bulunuyordu.

**Operasyonel marjlar iyileşti..** Azalan hammadde maliyetleri ve kontrollü faaliyet giderlerinin etkisiyle marjlar iyileşti. Brüt kar marjı %18, esas faaliyet kar marjı %16 ve FAVÖK marjı %16 seviyesinde gerçekleşerek hem yıllık hem çeyreklik bazda iyileşmeye işaret etti (Sırasıyla 2Ç23: %17, %14, %14; 3Ç22: %13, %12, %12).

**3Ç23'de kapasite kullanım yüksek sezon etkisiyle %99 seviyesinde gerçekleşti** (3Ç22: %98, 2Ç23: %82). Toplam üretim 7mn ton seviyesinde gerçekleşti. Toplam satış hacmi 3Ç22'ye göre %2 gerilerken iç satışlar %2 arttı, yurtdışı satış hacmi %13 daraldı.

**Güçlü ürün marjı ve kapasite kullanım oranı sayesinde net rafineri marjı 19 \$/v ile 2023'ün en güçlü marjına işaret etti** (2Ç23: 9,8, 1Ç23: 9,3). Mevsimsel koşulların desteğiyle motorin, benzin, jet yakıtı ve YKFO ürün marjları bu yılın en güçlü seviyelerinde gerçekleşti.

Motorin marjı 3Ç22'de 31,5\$/v olurken (2Ç23: 17; 3Ç22: 42,2) jet yakıtı marjı güçlü sezonsal dinamiklerle 19,9\$/v'e (2Ç23: 14,1; 3Ç22: 36,7) yükseldi. Benzin ürün marjları güçlü talep dinamikleri ile 2Ç23'deki 23 \$/v'den ve 3Ç22'deki 16,7 \$/v'den 27,8 \$/v'ye yükseldi, YKFO ürün marjları ise hem çeyreklik hem yıllık bazda iyileşerek -8,2 \$/v oldu.

**Şirket net nakit pozisyonunda..** Tüpraş, +53mr TL net nakit pozisyonundadır.

	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09	2023T
F/K	11.06	3.55	3.20	4.68	4.85
PD/DD	2.06	2.19	1.75	3.45	2.30
FD/FAVÖK	3.78	2.33	1.61	2.66	4.14
FD/Satışlar	0.33	0.27	0.17	0.39	0.33
Net Satışlar (TL Mn)	152,492	481,765	365,739	382,369	581,987
Net Kar (TL Mn)	3,495	41,045	23,456	35,272	51,091
Hisse Başına Kar (TL)	1.81	21.30	12.17	18.31	26.52

AL  
**Hedef Fiyat: 174,20 TL**  
Yükseliş potansiyeli: %36  
Önceki Hedef Fiyat: 135,03 TL

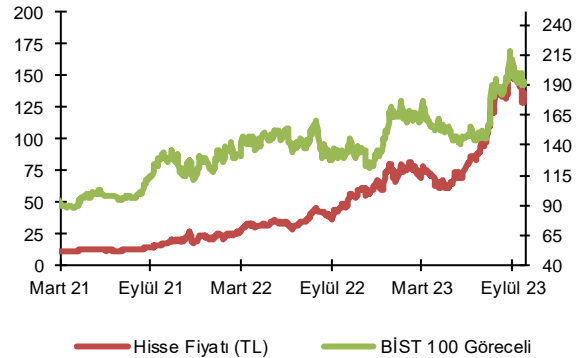
	TL	US\$
Fiyat	128.50	4.58
BİST 100	7,425	264
US\$ (MB Alış):	28.0610	
52 Hafta Yüksek:	166.21	6.11
52 Hafta Düşük:	45.81	2.46
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1,927	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	247,593	8,817
Halka Açık PD:	121,321	4,320

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-18.9	171.0	91.5
US\$ Getiri (%):	-21.6	79.5	27.6
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-9.3	45.1	42.1
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	3,739.7		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	168.0		

Beta	1.16
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.52
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.38

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46.4
Diğer	46.8
Koç Holding A.Ş.	6.8
Toplam	100.0



**2023 rafineri marjı beklentisi revize edildi.** Tüpraş, 2023 yılı için Rafineri Marjı Beklentisini geçen çeyreğin sonunda 11-12 \$/v'den 10-11 aralığına revize etmişti. 3Ç23 finansalları ile beraber rafineri marjı beklentisi tekrar 11-12 \$/v aralığına yükseltildi. 24-25 milyon ton üretim, 29-30mn ton satış hacmi ve %85-90 kapasite kullanım oranı beklentisi korundu, Şirket, Rafinaj Yatırım Harcaması beklentisini ise yaklaşık 350 milyon\$ iken yatırım harcamalarının ise %60'lık kısmının enerji verimliliği ve çevre projelerine ilişkin olacağı belirtilmiştir.

Yüksek sezonun sona ermesiyle beraber ürün marjlarında geri çekilme başladı. Özellikle Avrupa pazarında talep düşük seyretmekle beraber rafinerilerdeki üretim duruşları devam ederse ürün marjları desteklenebilir. OPEC+'ın üretim kesintisi kararında ısrarcı olması da marjlar üzerinde pozitif etki yapabilir. Diğer taraftan dördüncü çeyrekte planlı üretim duruşları sebebiyle daha düşük üretim ve mevsimsel etkilerle daha düşük ürün marjları/ satış hacmi gerçekleşmesi bekliyoruz.

- **3Ç23 sonuçları, şirketin değişen beklentileri, şirkete ilişkin beklentilerimiz ve makroekonomik değişenlerde yaptığımız revizyonlar neticesinde TUPRS payları için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 135,03 TL seviyesinden 174,20 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımızı 25 Ekim 2023 kapanışına göre %36 yükseliş potansiyeli taşıdığından AL önerimizi sürdürüyoruz.**

Ürün marjlarının beklentilerimizden zayıf seyretmesi, daha da zayıf talep, TL'nin değer kazanması, makroekonomik değişkenlerde oluşabilecek değişiklikler değerlememizde ana risk unsurları.

**Tablo 1: Özet Gelir Tablosu**

Milyon TL	9A22	9A23	Yıllık	3Ç22	3Ç23	Yıllık	2Ç23	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>365,739</b>	<b>382,369</b>	<b>4.5%</b>	<b>150,609</b>	<b>185,137</b>	<b>22.9%</b>	<b>104,405</b>	<b>266.2%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>43,311</b>	<b>64,274</b>	<b>48.4%</b>	<b>19,498</b>	<b>32,803</b>	<b>68.2%</b>	<b>17,474</b>	<b>267.8%</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>11.8%</i>	<i>16.8%</i>		<i>12.9%</i>	<i>17.7%</i>		<i>16.7%</i>	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>38,160</b>	<b>55,673</b>	<b>45.9%</b>	<b>17,508</b>	<b>29,052</b>	<b>65.9%</b>	<b>14,830</b>	<b>275.4%</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>10.4%</i>	<i>14.6%</i>		<i>11.6%</i>	<i>15.7%</i>		<i>14.2%</i>	
<b>FAVÖK</b>	<b>38,840</b>	<b>56,520</b>	<b>45.5%</b>	<b>17,735</b>	<b>29,358</b>	<b>65.5%</b>	<b>15,105</b>	<b>274.2%</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>10.6%</i>	<i>14.8%</i>		<i>11.8%</i>	<i>15.9%</i>		<i>14.5%</i>	
<b>Net Kar</b>	<b>23,456</b>	<b>35,272</b>	<b>50.4%</b>	<b>11,554</b>	<b>21,306</b>	<b>84.4%</b>	<b>7,217</b>	<b>388.7%</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>6.4%</i>	<i>9.2%</i>		<i>7.7%</i>	<i>11.5%</i>		<i>6.9%</i>	

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	26,288	32,904	28,878	36,370	26
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	67	557	534	575	8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	10,751	15,721	13,266	17,488	32
Ticari Alacaklar	13,517	21,418	29,300	42,096	44
Hazır Değerler	20,400	47,635	40,094	83,467	108
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	31,512	50,658	52,415	71,103	36
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>102,535</b>	<b>168,892</b>	<b>164,487</b>	<b>251,099</b>	<b>53</b>
Uzun Vadeli Borçlar	20,219	21,274	23,027	23,885	4
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	487	1,537	861	1,974	129
Kısa Vadeli Borçlar	563	863	806	131	(84)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	43,704	52,699	68,217	101,225	48
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	19,734	25,333	25,676	51,320	100
Toplam Yükümlülükler	84,707	101,707	118,587	178,534	51
Toplam Özsermaye	17,828	67,186	45,900	72,565	58
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>102,535</b>	<b>168,892</b>	<b>164,487</b>	<b>251,099</b>	<b>53</b>
<b>GELİR TABLOSU (TL Mn)</b>	<b>2021/12</b>	<b>2022/12</b>	<b>2022/09</b>	<b>2023/09</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	150,972	481,765	365,739	382,369	5
SMM	135,521	418,988	322,428	318,095	(1)
Brüt Kâr	15,451	62,777	43,311	64,274	48
Faaliyet Giderleri	3,242	8,235	5,150	8,601	67
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	12,209	54,542	38,160	55,673	46
Net Diğer Gelir/(Gider)	(11,744)	(8,935)	(8,836)	(9,190)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	108	53	162	157	(3)
Finansman Gelir/(Gider)	996	(6,096)	(4,242)	(3,664)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	593	312	514	1,388	170
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>2,161</b>	<b>39,876</b>	<b>25,759</b>	<b>44,365</b>	<b>72</b>
Vergi	(1,275)	(1,385)	2,142	8,815	312
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>3,436</b>	<b>41,261</b>	<b>23,618</b>	<b>35,550</b>	<b>51</b>
Azınlık Payları	117	216	162	278	72.1
Ana Ortaklık Payları	3,319	41,045	23,456	35,272	50.4

Kaynak: KAP, Finnet, Tüpraş, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09
Özsermaye Kârlılığı	%23.7	%96.6	%44.0	%89.2
Aktif Kârlılığı	%4.3	%30.2	%14.9	%25.4
Brüt Kâr Marjı	%10.2	%13.0	%11.8	%16.8
Net Kâr Marjı	%2.2	%8.5	%6.4	%9.2
FAVÖK Marjı	%8.9	%11.5	%10.6	%14.8
U.V. Borç/Özsermaye	%113.4	%31.7	%50.2	%32.9

Kaynak: KAP, Finnet, Tüpraş, Şeker Yatırım Araştırma

## Şeker Yatırım

**UYARI NOTU:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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.

**Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL**

**Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)**