

TÜPRAŞ

Yüksek sezonda güçlü karlılık...

Tahminlerin üzerinde güçlü 2Ç23 finansal sonuçlar, üçüncü çeyrekle birlikte ürün marjlarındaki toparlanma, etkin maliyet yöntemiyle karlılık marjlarında iyileşme ışığında Tüpraş <TUPRS TI> için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı yukarı yönlü revize ediyoruz. TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 94,10 TL'den, 226,00 TL'ye yükseltirken AL tavsiyemizi koruyoruz. Yılbaşından bu yana orta distilat ürün marjlarının tarihi ortalamasının üzerinde seyretmesi, yüksek sezonla birlikte benzin ürün marjındaki toparlanma, yurtiçinde rafineri ürünlerine devam eden yüksek talep güçlü operasyonel nakit akışı parlak görünüm için ana katalistler olmaya devam ediyor. TUPRS, 2023T dönemi tahminlerimizde 6.8x F/K ve 3.9x FD/FAVÖK, 2024T dönemi tahminlerimizde 5.0x F/K ve 3.6x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Ürün marjlarında toparlanma devam ediyor... 2Ç23'te orta distilat ürün marjları geçen yılın yüksek baz etkisine kıyasla gerilerken, yüksek taleple birlikte benzin ürünü marjında iyileşme gerçekleşti. 2Ç22'de 45,3 \$/v olan dizel ürün marjı, 2Ç23'te 17 \$/v olarak gerçekleşti. 2Ç23'te jet yakıtı ürün marjı ise dizel ürün marjındaki düşüşe paralel olarak 14,1 \$/v (2Ç22: 44,9 \$/v) seviyesinde gerçekleşti. Yüksek taleple birlikte benzin ürün marjı bir önceki çeyreğe göre %6 artışla 23 \$/v seviyesine yükseldi. 2Ç23'te geçen yıllık yüksek baz etkisine rağmen gerileyen ürün marjları, 5 yıllık ortalamalarının üzerinde seyir izledi. 2Ç23 dönemi sonrası yüksek sezonla birlikte ürün marjlarında aylık bazda yükselişler kaydetti. Temmuz ayı dizel ürün marjı aylık bazda %18 artışla 24,6 \$/v seviyesine yükselirken, jet yakıtı ürün marjı ise yıllık bazda %11, aylık bazda %9 artışla 28,5 \$/v seviyesinde gerçekleşti. Yüksek mobilitenin desteğiyle Temmuz ayı benzin marjları ise aylık bazda %29 artışla 22,7 \$/v seviyesine yükselmiştir.

Etkin maliyet yönetimi karlılık marjlarını destekledi... Tüpraş, 2Ç23 sonuçlarını piyasa beklentisinin %15 üzerinde 7.217 milyon TL net kar ile açıkladı. %14,5 FAVÖK marjıyla 15,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşen güçlü operasyonel karlılık, net karlılığın beklentiler üzerinde gerçekleşmesini destekledi. 2Ç23 dönemindeki görece zayıf ürün marjlarının etkisini, enerji maliyetlerindeki düşüşün, yüksek ağır-hafif ham petrol fiyat makası, güçlü yurt içi taleple beraber operasyonel performans telafi etti. 2Ç23'te kapasite kullanım oranı devam eden planlı bakımlar nedeniyle %83 düzeyinde gerçekleşti. (2Ç22: %100). Düşük kapasite kullanımı nedeniyle 2Ç23'te üretim hacmi yıllık bazda %17 azalışla 5,9 milyon ton seviyesinde gerçekleşirken, yüksek talep beraberinde toplam satış hacmi geçen yılın aynı dönemine göre 7,3 milyon ton olarak sabit kaldı. Benzin, jet yakıtı ve bitüm ürünlerine yönelik yüksek taleple birlikte yurtiçi satışlar yıllık bazda %4 artış kaydetti.

Riskler: Beklenenden daha zayıf ürün marjları, daralan ham petrol fiyat makası, iç talepte azalma, yüksek enerji fiyatları değerlememizde Tüpraş için ana riskleri oluşturacaktır.

Tavsiye

AL

Hedef fiyat 226,00
Getiri potansiyeli %60

Pay bilgileri

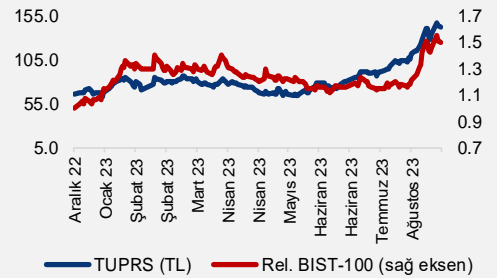
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (31.08.2023)	141,10
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	62,8 / 146,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	271.871 - 10.195
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	35.88%
Pazar	Yıldız
Sektör	Enerji

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	252,6	168,2	155,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	36%	111%	101%
USD	38%	63%	41%
BIST-100'e göre performans	24%	30%	40%

Tahminler (TL mn)	2021	2022	2023T
Net satışlar	152.492	481.765	520.530
FAVÖK	13.396	55.477	66.802
Net kâr	3.495	41.045	40.232

Değerleme	2021	2022	2023T
F/K	77,8x	6,6x	6,8x
F/DD	14,5x	4,1x	2,9x
FD/FAVOK	19,6x	4,7x	3,9x
FD/Net satışlar	1,9x	0,5x	0,5x
Temettü verimi	0,0%	0,0%	4,6%



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Kadirhan Öztürk

+90 212 355 2676

kadirhan.ozturk@tacirler.com.tr

2022 yılı kazançlarından yüksek temettü ödemesi... Tüpraş, düzenli temettü ödemeyi ve stratejik dönüşüm sürecinde temettü ödeme politikasını devam ettirmeyi hedeflemektedir. Tüpraş temettü politikası kapsamında 10 Mart 2023 tarihinde pay başına brüt 45,41 TL (6,49 TL bölünme sonrası düzeltilmiş temettü) brüt temettü ödemesi gerçekleştirdi. 12,5 milyar TL toplam brüt temettü ödemesi, yasal net dağıtılabilir dönem karı üzerinden %40'lık brüt temettü oranına işaret ediyordu. Şirket yönetimi güçlü net nakit pozisyonunu dikkate alarak 17 Ağustos tarihinde ikinci bir temettü dağıtma kararı aldı. İkinci temettü kararı ile pay başına 7,52 TL brüt temettü 29 Eylül tarihinde dağıtılması planlanırken, kararın 26 Eylül'de gerçekleşecek olan Olağanüstü Genel Kurul'da onaylanması beklenmektedir. İkinci temettü dağıtımıyla beraber, Tüpraş'ın bu yıl dağıttığı toplam temettü tutarı 27,0 milyar TL'ye ulaşırken 2022 yılı karına göre temettü dağıtım oranı da %65,8'ye ulaşmaktadır. Buna göre, bu yıl ortalama hisse fiyatına göre Tüpraş'ın temettü verimi de %17 hesaplanmaktadır.

Tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz... Tüpraş, 2Ç23 finansal sonuçlarının ardından 2023 yılına ilişkin beklentilerini revize etti. Buna göre şirket, 2023T dönemi için 11-12\$/v net rafineri marjı beklentisini, 10 – 11\$/v aralığına, 28-29mn ton satış beklentisini ise 29-30mn ton aralığına revize etti. %90 kapasite kullanım oranı ile 24-25mn ton üretim beklentisini ve ~350mn USD tutarında yatırım harcaması öngörüsünü korudu. Makroekonomik gelişmeler ve ürün marjlarındaki toparlanmanın ışığında 2023T dönemi için tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz. 2023T dönemi için FAVÖK beklentimizi 55.1 milyar TL'den, 66.8 milyar TL'ye, net kar beklentimizi ise 34.6 milyar TL'den, 40.2 milyar TL'ye yükseltiyoruz.

TL mlr	2023T			2024T		
	Önceki	Yeni	Δ	Önceki	Yeni	Δ
Net Satışlar	490.811	520.530	6%	587.349	700.697	19%
FAVÖK	55.086	66.802	21%	47.329	73.522	55%
Net Kar	34.617	40.232	16%	37.508	54.094	44%

Kaynak: Tacirler Yatırım

Tablo: TÜPRAŞ – İNA Değerlemesi

TL mn	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	481.765	520.530	700.697	779.807	851.493	911.848	972.748	1.020.891	1.068.570
Yıllık Büyüme	215,9%	8,0%	34,6%	11,3%	9,2%	7,1%	6,7%	4,9%	4,7%
FAVÖK	55.477	66.802	73.522	79.392	85.372	91.135	97.504	103.212	108.537
Büyüme %	314,1%	20,4%	10,1%	8,0%	7,5%	6,7%	7,0%	5,9%	5,2%
FAVÖK Marjı %	11,5%	12,8%	10,5%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	10,2%
Vergiler	1.894	-7.219	-8.042	-8.589	-9.138	-9.651	-10.220	-10.705	-11.137
Yatırımlar	-2.759	-7.422	-8.319	-8.914	-9.570	-10.150	-10.034	-10.732	-11.266
Net İşletme Sermayesi Değişimi	11.048	5.585	-433	-2.338	-5.166	-2.755	-3.101	-3.338	-3.675
Serbest Nakit Akımları	43.564	46.575	57.595	64.227	71.830	74.088	80.351	85.113	89.809
SNA Marjı %	9,0%	8,9%	8,2%	8,2%	8,4%	8,1%	8,3%	8,3%	8,4%
AOSM	27%	25%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	22%
İNA	43.564	46.575	46.646	42.205	38.348	32.220	28.467	24.604	21.216
Sonsuz Büyüme Oranı	5%								
Sonsuz Büyüme Değeri	542.898								
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	128.250								
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	280.282								
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	128.250								
OPET	3.668								
Firma Değeri	408.532								
Net Borç	-10.089								
Temettü Ödemesi	-12.500								
Özkaynak Değeri	434.789								
Ödenmiş Sermaye	1927								
Hedef Hisse Fiyatı	226,00								
Hisse Fiyatı	141,10								
Getiri Potansiyeli	60%								

Kaynak: Şirket verisi, Tacirler Yatırım

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2019	2020	2021	2022	2023T
Nakit ve benzerleri	10.652	20.319	21.176	47.635	67.951
Ticari alacaklar	4.788	1.840	13.797	21.418	31.758
Stoklar	9.469	7.701	23.758	36.046	44.387
Finansal yatırımlar	0	0	2.135	366	366
Maddi duran varlıklar	20.386	23.712	28.878	33.460	39.737
Diğer duran varlıklar	10.217	10.042	16.513	29.967	31.694
Toplam varlıklar	55.512	63.614	106.257	168.892	215.893
Kısa vadeli borçlanmalar	5.178	8.534	11.628	11.994	9.835
Ticari borçlar	17.816	14.204	43.837	52.699	65.795
Uzun vadeli borçlanmalar	13.898	21.148	21.565	21.274	27.991
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	5.657	7.031	10.417	16.181	18.229
Uzun vadeli yükümlülükler	42.549	50.917	87.448	102.149	121.851
Özkaynaklar	12.963	12.698	18.809	66.743	94.042
Ödenmiş sermaye	250	275	275	275	1.927
Diğer özkaynaklar	12.712	12.422	18.534	66.468	92.115
Toplam kaynaklar	55.512	63.614	106.257	168.892	215.893
Net borç	8.424	9.363	12.017	-14.366	-30.124
Net işletme sermayesi	-3.560	-4.663	-6.283	4.765	10.350

Oranlar

Karlılık					
Özkaynak kârlılığı	%4,6	-%19,4	%22,2	%96,0	%50,0
Net kâr	%0,6	-%3,9	%2,3	%8,5	%7,7
Aktif devri	1,9x	1,1x	1,8x	3,5x	2,7x
Kaldıraç	4,2x	4,6x	5,4x	3,2x	2,4x
Aktif kârlılığı	%1,1	-%4,2	%4,1	%29,8	%20,9
Kaldıraç					
Finansal borç/toplam varlıklar	%34	%47	%31	%20	%18
Net borç/özsermaye	0,65	0,74	0,64	-0,22	-0,32
Net borç/FAVÖK	2,21	18,94	0,90	-0,26	-0,45

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,27	-1,29	1,81	21,30	20,88
Özkaynak	6,73	6,59	9,76	34,64	48,81
Temettü	1,97	0,00	0,01	0,02	6,49

Gelir tablosu	2019	2020	2021	2022	2023T
Net satışlar	89.601	63.244	152.492	481.765	520.530
Brüt kâr	4.884	1.764	15.860	62.777	78.490
Faaliyet giderleri	-1.783	-2.012	-3.318	-8.235	-12.860
Esas faaliyet kârı	3.101	-248	12.542	54.542	65.630
FAVÖK	3.807	494	13.396	55.477	66.802
Net diğer gelir	-871	-371	-11.766	-8.935	-12.332
Net finansman geliri	-2.739	-3.149	881	-6.096	-6.084
Vergi öncesi kâr	-311	-3.795	2.358	39.876	48.396
Vergi gideri	897	1.372	1.255	1.385	-7.589
Net kâr	526	-2.494	3.495	41.045	40.232

Nakit akış tablosu

FAVÖK	3.807	494	13.396	55.477	66.802
Vergi gideri	-8.931	90	6.674	1.894	-7.219
Yatırımlar	-1.336	-1.059	-1.201	-2.759	-7.422
İşletme sermayesi değişimi	-8.257	-1.103	-1.620	11.048	5.585
Serbest nakit akışı	-14.717	629	20.489	43.564	46.575

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%1	-%29	%141	%216	%8
FAVÖK	-%55	-%87	%2611	%314	%20
Net kâr	-%86	-%574	-%240	%1074	-%2
Brüt marj	%5,5	%2,8	%10,4	%13,0	%15,1
Esas faaliyet kâr marjı	%3,5	-%0,4	%8,2	%11,3	%12,6
FAVÖK marjı	%4,2	%0,8	%8,8	%11,5	%12,8
Net marj	%0,6	-%3,9	%2,3	%8,5	%7,7
Serbest nakit akışı marjı	-%16,4	%1,0	%13,4	%9,0	%8,9

Değerleme

F/K	517,0x	-109,0x	77,8x	6,6x	6,8x
F/DD	21,0x	21,4x	14,5x	4,1x	2,9x
FD/FAVOK	68,9x	530,7x	19,6x	4,7x	3,9x
FD/Net satışlar	3,1x	4,4x	1,9x	0,5x	0,5x
Temettü verimi	%1,4	%0,0	%0,0	%0,0	%4,6
Serbest nakit akışı verimi	-%5,4	%0,2	%7,5	%16,0	%17,1

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat:9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D:8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A 6 Bodrum	(0212) 355 46 46
Bursa	Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt. No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuharapaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 54-55-56
İzmir	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71 - 306 22 06
Kayseri	Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza Apt. No: 8 Kat: 2 D: 5 Melikgazi	(0 352) 221 08 68 - 222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok.No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerakaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.