

20 MART 2024

PETROL & GAZ

TUPRAS

TUPRS TI

TUT

Önceki tavsiye: TUT



TEB YATIRIM
BNP PARIBAS ORTAKLIĞI

HEDEF FİYAT	208.58 TL
KAPANIŞ	173.7 TL
GETİRİ	+20.1%
ÖNCEKİ HF	175.09 TL
HF DEĞİŞİM	19%

Güçlü yakın vadeli görünüm

2023'de de güçlü operasyonel sonuçlar...

Tüpraş, 2023 yılında %13 düşüşle TRY53,6 milyar enflasyona göre düzeltilmiş net kar açıkladı. Bizim beklentimiz TRY41,6 milyar seviyesindeydi. Her ne kadar beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen operasyonlardan kaynaklı net kur farkı gideri ve 11,7 milyar TL'lik net parasal pozisyon kaybı beklentilerimizin üzerinde gerçekleşse de beklentilerimizin üzerindeki karlılık net karın beklentimizi aşmasına neden oldu. Enflasyona göre düzeltilmemiş net kar 2023'te bir önceki yıla göre %35 artışla 55,2 milyar TL'ye çıkarken, net kar tahminimiz 51,3 milyar TL seviyesindeydi.

Tahminlerimizi güncelledik...

2023 enflasyona göre düzeltilmiş sonuçlarının açıklanmasından ardından artık elimizde bir referans noktası olan 2023 finansalları var ve tahminlerimizi buna göre güncelliyoruz. Bu çerçevede, enflasyona göre düzeltilmiş FAVÖK ve net gelir tahminimizi TL59b'den TL77,8b'ye yükseltirken ve TL39,2b'den 40,1b TL'ye yükselttik. Bunun nedeni, enflasyona göre düzeltilmiş SMM modelindeki değişiklikler ve mevcut arz kesintilerine bağlı olarak 2020 yılının ilk yarısında ürün marjlarında yapılan yukarı yönlü revizyondur.

Tedarikteki kesintiler ürün karlılığına yakın vade de destekliyor...

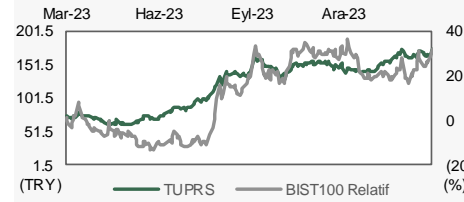
Kızıldeniz'deki nakliye kesintileriyle birlikte, Rus rafinerilerine yönelik son saldırıların bölgede daha fazla tedarik aksaklığına yol açması ve Tüpraş'ın potansiyel olarak daralan dizel piyasası ve genişleyen ağır ham petrol makasından olumlu etkilenmesi ile rafinaj görünümünün 2024 yılının ilk yarısında da destekleyici kalmasını bekliyoruz. Devam eden bakım, daha düşük kapasite kullanımı ve daha az verimlilik anlamına geldiğinden, Tüpraş'ın ürün karlılıklarındaki olumlu görünümünden tam anlamıyla faydalanamayabilir.

Sınırlı getiri potansiyeli ile önerimizi TUT olarak koruyoruz...

Değerlememize güncellediğimiz operasyonel tahminlerimiz ve 2023 yıl sonu enflasyona göre düzeltilmiş finansalları da dahil ettiğimizde, 12A HF'mizi %19 artırarak 208,6 TL/hisse'ye yükseltiyoruz ve %20'lik getiri potansiyeline işaret ediyor. Kısa vadeli destekleyici sektörel görünüme rağmen, 2024'ün ikinci yarısında kademeli bir normalleşme beklentimizi koruyoruz Küresel rafineri kapasitesindeki artışın, Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) ham petrol üretimindeki artış beklentisini aşması beklendiğinden, 2024'te ürün karlılıklarının daha zayıf olacağını düşünüyoruz.

Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	686,529	929,946	1,067,305	1,159,557
VAFÖK	96,240	77,799	48,949	63,826
Net kar	53,577	40,144	63,414	93,587
Kar marjı (%)	7.8	4.3	5.9	8.1
VAFÖK marjı (%)	14.0	8.4	4.6	5.5
Satış büyümesi (%)	(25.1)	35.5	14.8	8.6
F/K (x)	3.8	4.3	6.6	6.5
FD/VAFÖK (x)	1.9	3.3	5.5	4.2
PD/DD (x)	1.0	1.2	1.0	0.9
Net borç/VAFÖK (x)	(0.7)	(1.1)	(1.4)	(1.1)
Net borç/Özsermaye (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
Özsermaye verimliliği (%)	28.3	16.4	20.8	27.3



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	0.4	17.9	129.5
BIST100 relatif getiri (%)	3.4	2.0	32.0
Son kapanış fiyatı			173.70
12 Aylık yüksek/düşük			15,16/5,25
Piyasa değeri (Milyon TL)			334,684
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)			3,852.6
Halka açıklık (%)			49.0
Hisse sayısı (Milyon)			1,927
Pazar			Yıldız Pazar

Kaynak: Tupras; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Tüpraş

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	916,751	686,529	929,946	1,067,305	1,159,557
Satışların Maliyetleri	(809,953)	(582,860)	(830,144)	(989,470)	(1,056,473)
Brüt kar (zarar)	106,798	103,669	99,802	77,836	103,084
Diğer operasyonel gelirler	-	-	-	-	-
Operasyonel giderleri	(3,596)	(7,429)	(22,003)	(28,887)	(39,259)
VAFÖK	103,202	96,240	77,799	48,949	63,826
Amortisman	(6,282)	(6,064)	(7,234)	(9,442)	(10,623)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
Ana operasyonel gelir (zarar)	96,921	90,177	70,566	39,507	53,203
Net finansman maliyetleri	(28,397)	(33,408)	(17,454)	44,582	70,644
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	(16)	1,051	1,644	1,885	2,359
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	(16)	1,051	1,644	1,885	2,359
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	68,508	57,820	54,755	85,975	126,205
Vergi geliri (gideri)	(6,963)	(3,948)	(14,413)	(22,367)	(32,422)
Vergi sonrası kar (zarar)	61,545	53,872	40,342	63,608	93,783
Azınlık payları	(232)	(295)	(198)	(194)	(196)
Rüçhanlı temettü	-	-	-	-	-
Diğer paylar	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	61,314	53,577	40,144	63,414	93,587
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	61,314	53,577	40,144	63,414	93,587

Hisse başına (TL)					
Tekrarlanan hisse başına kar	222.75	27.81	20.83	32.91	48.57
Hisse başına kar	222.75	27.81	20.83	32.91	48.57
Hisse başına temettü	45.41	10.38	20.44	14.43	14.15
Hisse sayısı (bin)	275	1,927	1,927	1,927	1,927

Yıllık değişim					
Net satışlar (%)	507.2	(25.1)	35.5	14.8	8.6
VAFÖK (%)	565.3	(6.7)	(19.2)	(37.1)	30.4
Ana operasyonel gelir (%)	558.3	(7.0)	(21.7)	(44.0)	34.7
Tekrarlanan net kar (%)	1,580.0	(87.5)	(25.1)	58.0	47.6
Net kar (%)	1,580.0	(87.5)	(25.1)	58.0	47.6

Operasyonel performans					
Brüt kar marjı (%)	11.6	15.1	10.7	7.3	8.9
VAFÖK marjı (%)	11.3	14.0	8.4	4.6	5.5
Ana operasyonel gelir marjı (%)	10.6	13.1	7.6	3.7	4.6
Kar marjı (%)	6.7	7.8	4.3	5.9	8.1
Efektif vergi oranı (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü oranı (%)	20.4	37.3	98.1	43.9	29.1
Faiz karşılama (x)	3.4	2.7	4.1	n/m	n/m
Stok gün sayısı	18.7	32.5	22.7	23.3	24.5
Ticari borç gün sayısı	9.7	20.1	18.4	19.6	20.1
Ticari alacak gün sayısı	29.4	57.9	50.6	52.3	54.6
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	140.0	78.5	62.8	25.8	28.6
Kullanılan sermaye getirisi (%)	115.4	65.2	51.5	22.3	24.9
Özsermaye getirisi (%)	62.7	28.3	16.4	20.8	27.3
Varlık getirisi (%)	-	-	-	-	-

Kaynak: Tüpraş; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Tüpraş

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	61,314	53,577	40,144	63,414	93,587
Amortisman	6,282	6,064	7,234	9,442	10,623
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	52,994	(6,208)	(1,196)	(1,441)	(1,913)
İşletme sermayesindeki değişim	(25,948)	26,585	6,792	2,594	1,571
Operasyonel nakit akışı	94,641	80,018	52,974	74,009	103,869
Duran varlık harcamaları - bakım	(4,283)	(12,384)	(16,542)	(12,621)	(14,699)
Duran varlık harcamaları - yeni	0	0	0	0	0
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	(3,285)	2,835	0	0	0
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(7,568)	(9,549)	(16,542)	(12,621)	(14,699)
Temettü ödemeleri	(69)	(34,248)	(20,000)	(39,386)	(27,811)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	(13,432)	(9,876)	0	0	0
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	(24,782)	9,349	0	0	0
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	(38,283)	(34,775)	(20,000)	(39,386)	(27,811)
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	0	0	0	0	0
Net diğer düzeltmeler	0	0	0	0	0
Toplam nakit akışı	48,790	35,694	16,432	22,001	61,359
Serbest nakit akışı (Firma)	87,073.06	70,468.29	36,432.42	61,387.44	89,169.77
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	48,858.89	69,941.12	36,432.42	61,387.44	89,169.77

Hisse başına (TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	316.33	36.57	18.91	31.86	46.28
Hisse başına serbest nakit akışı	177.50	36.30	18.91	31.86	46.28
Hisse başına nakit akışı	438.10	27.73	23.97	37.06	53.09

Bilanço (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	128,588	133,839	190,997	234,478	277,166
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	128,588	133,839	190,997	234,478	277,166
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	2,809	4,255	5,743	6,948	8,092
Uzun vadeli finansal yatırımlar	-	-	-	-	-
İştirak yatırımları	-	-	-	-	-
Nakit ve nakit benzeri	82,008	98,024	98,024	98,024	98,024
Ticari alacaklar	35,290	40,439	53,459	61,355	66,659
Stoklar	59,453	44,464	58,779	67,799	74,027
Diğer kısa vadeli varlıklar	20,759	18,222	18,222	18,222	18,222
Toplam dönen varlıklar	197,510	201,149	228,485	245,400	256,932
Diğer uzun vadeli varlıklar	18,794	27,550	32,382	37,099	41,974
Toplam Varlıklar	347,700	366,794	457,607	523,925	584,164
Ana ortağa ait özkaynak	177,884	200,763	288,394	320,893	365,339
Kontrol gücü olmayan paylar	1,528	2,178	2,939	3,556	4,337
Toplam Özkaynak	179,413	202,941	291,332	324,448	369,675
Uzun vadeli finansal borçlar	35,055	5,358	5,358	5,358	5,358
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,230	3,224	3,274	3,324	3,524
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	38,284	8,582	8,632	8,682	8,882
Ticari borçlar	86,839	97,956	132,084	151,593	164,696
Kısa vadeli finansal borçlar	19,764	29,968	8,514	22,157	23,866
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	23,401	27,347	17,045	17,045	17,045
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	130,004	155,271	157,643	190,795	205,607
Toplam Kaynaklar	347,700	366,794	457,607	523,925	584,164
Net işletme sermayesi	5,262	(22,177)	(18,668)	(21,262)	(22,833)
Yatırılmış sermaye	155,452	143,467	210,455	257,263	304,399

Hisse başına (TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hisse başına defter değeri	646.25	104.20	149.68	166.54	189.61
Hisse başına maddi defter değeri	636.05	101.99	146.69	162.94	185.41
Finansal sağlık					
Net borç/Özkaynak (%)	(15.2)	(30.9)	(28.9)	(21.7)	(18.6)
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Cari oran (x)	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2
Nakit akışı faiz karşılama (x)	2.7	3.1	3.1	n/m	n/m

Kaynak: Tüpraş; TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.