

Tüpraş

Endeks Üstü Getiri

4 çeyrek karı düşük; temettüler %160 dağıtım oranı ile beklentilere paralel...

18 Şubat 2025

🔗 **Tüpraş'ın 4Ç karı** 3,9 milyar TL, hem konsensüsün (5,1 milyar TL) hem de tahminimizin (6,8 milyar TL) altında kaldı. Daha zayıf kara rağmen, 2025 temettü önerisi varsayımımızla uyumluydu (15,21 TL, iki taksitte yüksek %11,4 getiri). İlk şirket 2025 beklentisi, kapasite kullanım ve marjlarda biraz temkinli bir görünüm anlamına geliyor. Sonuçları/2025 beklentisini olumsuz olarak değerlendiriyoruz, ancak bu olumsuz hava, güçlü temettü ödemesi ve son zamanlarda ürün cracklerinde olumlu eğilimle dengelenebilir.

🔗 **4. çeyrek öne çıkanlar:** **1)** FVOK (EBIT) tarafında sapma tahminimize göre kısmen daha düşük kapasite kullanımdan (-8 puan çeyrekse) kaynaklanıyordu, bu da İzmir rafinerisinde çıkan yangının (Kasım'24) daha büyük bir olumsuz etkisinden kaynaklanıyor olabilir. **2)** %43'lük kar sapmasının 12-puanlık kısmı %37'lik daha yüksek efektif vergi oranından kaynaklandı. **3)** TL-1,4 milyarlık daha yüksek stok zararı (tahmini: TL-0,6 milyar TL). **4)** Faiz geliri ve döviz kalemi daha düşük gerçekleşti; ancak bu çeyrekte TL +530 milyon 'diğer gelir' ile kısmen telafi edildi. **5)** Parasal kayıp çeyreklik bazda daha düşük olsa da, düşük sezon kazançlarının önemli bir kısmını (TL -1.2 milyar) kapsadı. **6)** Yüksek capex işletme sermayesi ile dengelendiği için net nakit TL 55 milyar (3Ç'deki TL 58 milyara karşılık).

🔗 **Bu çeyrekte daha kısa süren bir Soru-Cevap oturumu ile yapılan telekonferansta** yönetim, Şubat 2025'te dayanıklı crack marjlarını vurguladı. Bağlı ortaklıklardaki (Entek: Romanya'da elektrik üretimi ve Ditaş: yeni tankerler) tek seferlik harcamalar sonucunda daha yüksek sermaye harcaması öngörüldü. Şubat 2025 sonunda sona erecek olan yıllık ABD yaptırımları potansiyel olarak ham petrol farklarını sıkılaştırabilir, ancak aynı zamanda ürün marjlarında bir artışa da yol açabilir.

🔗 **2025 yılı beklentileri,** ABD\$5-6/varil net rafineri marjı (bir yıllık aradan sonra yeniden tanıtıldı), %90-95 kullanım oranı ve ABD\$600 milyon Capex (2024: US\$376 milyon) öngörüyor.

🔗 **Yıl başından bu yana benchmark ürün crack marjları sağlıklı kalmaya devam ediyor:** Ocak ayında mütevazı bir artışın ardından, Şubat ayında crack marjlarının pozitif seyrettiğini görüyoruz. Ham petrol farkları da Tüpraş yüksek sezona girerken şu ana kadar olumlu seyrediyor.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	133.40
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	257,035
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	217.70
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	419,463
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	63%
Temettü Verimi	11%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025E	2026E
Net Satışlar	686,529	810,386	850,364	1,080,053
% değişim		18	5	27
FAVÖK	96,240	50,704	58,871	68,153
% değişim		-47	16	16
Net Kâr	53,577	18,315	32,907	44,089
% değişim		-66	80	34

Marjlar (%)	2023	2024	2025E	2026E
FAVÖK Marjı	14.0	6.3	6.9	6.3
Net Marj	7.8	2.3	3.9	4.1
Brüt Temettü Verimi	13.2%	13.7%	11.4%	10.2%
Çarpanlar	2023	2024	2025E	2026E
F/K (TL, x)	3.8	17.1	7.8	5.8
FD/FAVÖK (TL, x)	1.5	5.2	3.7	3.2
Net Borç/Favök (x)	-0.7	-1.1	-0.7	-0.7
Özsermaye Karlılığı (%)	26.7	6.5	11.6	14.6

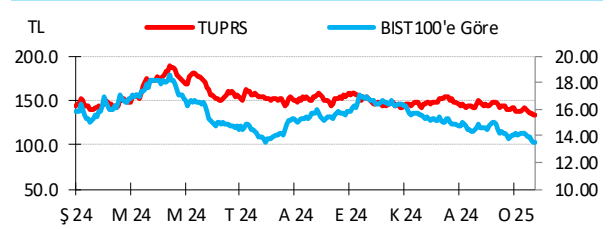
Hisse Verisi

Hisse Kodu	TUPRS.IS	TUPRS.TI
Sektör		Rafineri
Hisse Sayısı (mn)		1,927
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$70.1
52 Haftalık Aralık	TL133.40 -	TL189.68

Piyasa Verisi

BIST-100	9,836
TL/US\$	36.1523

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	-10%	-9%	7%	-9%
BIST-100'e Göre	-9%	-13%	-19%	-14%

Ortaklık Yapısı

Enerji Yatırımları	46.4%
Koç Holding	6.4%
Halka Açık Paylar ve Diğerleri	47.3%

Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

Derecelendirme	Tanım
Endeks Üstü Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.
Endekse Paralel Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor.
Endeks Altı Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.

“Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.”
