

Operasyonel olarak zayıf ama nakit zengini

TUT (önceki: TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	194,90	Hedef Fiyat (TL)	195,00
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	349.713 / 10.851	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	215 / 36
Halka Açıklık Oranı (%)	49	3A Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	4.328
TLmn	2024/3	2023/3	Y/Y Δ
Net Satış	165.473	160.251	3,3%
VAFÖK (diğ. gel. (gid.) hariç)	9.462	20.645	-54,2%
Net Kâr	320	2.811	-88,6%
VAFÖK marjı	5,7%	12,9%	-7.1pp

TMS29 ile uyumlu piyasa beklentileri bulunmamaktadır

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP, Research Turkey

1Ç24 Sonuçlar

- Daralan ham petrol farkı nedeniyle zayıf karlılık.** Tüpraş 1Ç23'teki 2.8 milyar TL'ye kıyasla 1Ç24'te 320 milyon TL net kar açıkladı. Net satışlar, benzin talebi ve Tüpraş Trading UK performansı sayesinde 1Ç24'te yıllık %3 büyüme ile 165.5 milyar TL (1Ç23'te 160.3 milyar TL) olarak gerçekleşti (yıllık %8 yurtiçi ve %71 yurtdışı büyüme). Ancak, brüt kar marjı 1Ç23'teki %15 seviyesinden 1Ç24'te %8'e geriledi. Bu marj daralmasını Brent-Ural farkındaki daralmaya bağlıyoruz. Hatırlatmak gerekirse, söz konusu fark 1Ç23'te 25-30 ABD Doları/v seviyesindeyken, 1Ç24'te 15-20 ABD Doları/v seviyesindeydi. Buna bağlı olarak, Şirket 1Ç23'te %13 marj ile 20.1 milyar TL olan VAFÖK'ünü 1Ç24'te %6 marj ile 9.6 milyar TL olarak açıkladı. Güçlü nakit pozisyonu sayesinde 1Ç24'te 3.2 milyar TL net finansman geliri elde etti (1Ç23'te 1.3 milyar TL gidere karşılık). Ancak, Tüpraş'ın operasyonel olarak açık pozisyonda olması nedeniyle ticari alacak ve borçlarından 3.9 milyar TL net kur farkı zararı oluşmuş ve bu da net kar rakamlarını baskıladı. Şirket 1Ç24'te 5.7 milyar TL net parasal kayıp açıkladı (1Ç23'te 3.4 milyar TL kayba karşılık).
- Çift haneli yıllık satış hacmi büyümesi.** Şirket 1Ç24'te bir önceki çeyreğe göre %-15 ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %17 artışla 5.9 milyon ton rafine ürün üretti. Satış tarafında ise toplam satışlar bir önceki çeyreğe göre %-13 ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %10 artışla 7.0 milyon ton olarak gerçekleşti. KKO ise 4Ç23'te %97 ve 1Ç23'te %71 iken 1Ç24'te %82 olarak oldu. Çeyreklik operasyonel zayıflıkları i) mevsimsellik ve ii) RUP bakımı nedeniyle üretimin durmasına bağlıyoruz. 1.8 milyon tonluk Tüpraş Trading UK satışları sayesinde bakım durumu kısmen telafi edildi. Geçen yılki yüksek baz nedeniyle orta distilat ve benzin makası daralmaya devam ediyor. Dizel ve jet yakıtı makası 1Ç24'te (1Ç23) sırasıyla 26.5 ABD Doları/v (30.8 ABD Doları/v) ve 23.7 ABD Doları/v (23.7 ABD Doları/v) oldu. Benzin makası 1Ç24'te (1Ç23) 19.0 ABD Doları/v (21.8 ABD Doları/v) seviyesinde gerçekleşti ve orta distilata kıyasla nispeten daha az daralma gösterdi. Bu durumu Avrupa'daki tedarik zinciri sorunları nedeniyle düşük stok seviyelerine bağlıyoruz. Rafineri marjı tarafında ise Tüpraş, bakıma rağmen 1Ç24'te 14.5 ABD Doları/v rafineri marjı elde ederek 2024 yılı için öngörülen 14.0 ABD Doları/v marj ile uyumlu performans gösterdi.
- Net nakit pozisyonunda iyileşme.** 1Ç24 itibariyle net nakit pozisyonu 2023 yılındaki 51.7 milyar TL'den 72.1 milyar TL'ye yükseldi. Sonuç olarak, net borç/VAFÖK oranı 1Ç24 itibariyle hala -0.5x seviyesinde korunmaya devam etti).
- 2024 beklentileri aynen tutuldu.** Şirket, 2024 yılı için önceki beklentilerini yineledi. Buna göre, Şirket sırasıyla 26 milyon ve 30 milyon ton üretim ve satış ile 14.0 ABD Doları/varil rafineri marjı bekliyor. Kapasite kullanımının ise %85-90 seviyesinde olması hedefleniyor. Son olarak, Tüpraş 2024 yılında 500 milyon ABD doları yatırım harcaması öngörüyor.

Özet Görüşümüz

Gerileyen ağır-hafif ham petrol farkı nedeniyle daralan brüt marj sonucunda Tüpraş 1Ç24'te zayıf karlılık rakamları açıkladı. Şirket 2023 ortasından beri bu daralmayı öngörüyordu ve biz de 2024 yılında Brent-Ural farkının normalleşmesini bekliyorduk. Bu nedenle, yıllık bazda zayıf gelen sonuçları şaşırtıcı bulmuyoruz. Bu ortamda, net finansman geliri sayesinde net kâra katkıda bulunan net nakit pozisyonunu artırma kabiliyetini oldukça anlamlı buluyoruz. Yine de, piyasa finansal sonuçlara olumsuz tepkisi verebilir. Model varsayımlarımızı yeniden gözden geçiriyoruz. Ancak, şu an için, hisse başı 12-aylık 195.00 TL hedef fiyatımız ve 'Tut' tavsiyemizi koruyoruz

1Ç24 - Çeyreksele Finansallar		TMS29 Uygulanmış (Mart 2024 TÜFE)				
Gelir Tablosu	TLmn		Büyüme (%)	Gelirlerin %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/03		2024/03	2023/03	
Gelirler	165,473	160,251	↑ 3	100	100	
SMM	-152,298	-136,485	↓ 12	-92.0	-85.2	↓ 6.9
Brüt Kar	13,175	23,766	↓ -45	8.0	14.8	↓ -6.9
Faaliyet Giderleri	-5,853	-5,251	↓ 11	-3.5	-3.3	↓ 0.3
Net Faaliyet Karı	7,322	18,515	↓ -60	4.4	11.6	↓ -7.1
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-3,342	-911	↑ 267	-2.0	-0.6	↓ -1.5
Esas Faaliyet Karı	3,979	17,604	↓ -77	2.4	11.0	↓ -8.6
Amortisman	2,140	2,130	↑ 0	1.3	1.3	↓ 0.0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9,462	20,645	↓ -54	5.7	12.9	↓ -7.2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	6,119	19,734	↓ -69	3.7	12.3	↓ -8.6
Yatırımlardan Gelir (Gider)	-0	16	-	0.0	0.0	-
İştiraklerden Gelir (Gider) (3)	282	-429	-	0.2	-0.3	-
Net Finansman Gelir (Gider)	3,241	-1,328	-	2.0	-0.8	#VALUE!
Parasal Kazanç (Kayıp)	-5,609	-3,387	↑ 66	-3.4	-2.1	↑ 1.3
Vergi Öncesi Kar Zarar	1,892	12,476	↓ -85	1.1	7.8	↓ -6.6
Vergi	-1,477	-9,600	↑ -85	-0.9	-6.0	↑ -5.1
Azınlık Hissedarları	95	65	↑ 45	0.1	0.0	↑ 0.0
Net Kar	320	2,811	↓ -89	0.2	1.8	↓ -1.6

Bilanço	TLmn		Büyüme (%)	Varlıkların %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/12		2024/03	2023/12	
Toplam Varlıklar	403,484	422,047	↓ -4	100	100	
Dönen Varlıklar	212,345	231,451	↓ -8	52.6	54.8	↓ -2.2
Nakit ve Nakit Benzerleri	90,587	112,790	↓ -20	22.5	26.7	↓ -4.3
Ticari Alacaklar	38,753	46,531	↓ -17	9.6	11.0	↓ -1.4
Stoklar	62,304	51,162	↑ 22	15.4	12.1	↑ 3.3
Diğer Dönen Varlıklar	20,701	20,967	↓ -1	5.1	5.0	↑ 0.2
Duran Varlıklar	191,139	190,597	↑ 0	47.4	45.2	↑ 2.2
Finansal Varlıklar	9,597	9,945	↓ -4	2.4	2.4	↓ 0.0
Maddi Duran Varlıklar	153,435	154,001	↓ 0	38.0	36.5	↑ 1.5
Kullanım Hakkı Varlıkları	771	797	↓ -3	0.2	0.2	↓ 0.0
Şerefiye	2	2	→ 0	0.0	0.0	↓ 0.0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,861	4,894	↓ -1	1.2	1.2	↓ 0.0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	7,931	7,440	↑ 7	2.0	1.8	↑ 0.2
Diğer Duran Varlıklar	14,542	13,518	↑ 8	3.6	3.2	↑ 0.4
Toplam Yükümlülükler	403,484	422,047	↓ -4	100	100	
KV Yükümlülükler	165,291	178,661	↓ -7	41.0	42.3	↓ -1.4
KV Finansal Borçlar	34,582	34,482	↑ 0	8.6	8.2	↑ 0.4
KV Kiralama Borçları	0	0	-	0.0	0.0	→ 0.0
Ticari Borçlar	95,339	112,712	↓ -15	23.6	26.7	↓ -3.1
Ertelenmiş Gelirler	508	180	↑ 183	0.1	0.0	↑ 0.1
Diğer KV Yükümlülükler	34,862	31,287	↑ 11	8.6	7.4	↑ 1.2
UV Yükümlülükler	7,976	9,875	↓ -19	2.0	2.3	↓ -0.4
UV Finansal Borçlar	4,358	6,165	↓ -29	1.1	1.5	↓ -0.4
UV Kiralama Borçları	0	0	-	0.0	0.0	→ 0.0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	889	754	↑ 18	0.2	0.2	↓ 0.0
Diğer UV Yükümlülükler	2,729	2,956	↓ -8	0.7	0.7	↓ 0.0
Toplam Özkaynaklar	227,569	231,006	↓ -1	56.4	54.7	↑ 1.7
Ödenmiş Sermaye	1,927	1,927	→ 0	0.5	0.5	↓ 0.0
Geçmiş Yıl Karları	190,483	128,835	↑ 48	47.2	30.5	↑ 16.7
Dönem Karı	320	61,648	↓ -99	0.1	14.6	↓ -14.5
Diğer Sermaye Kalemleri	34,838	38,596	↓ -10	8.6	9.1	↓ -0.5
Azınlık Hissedarları	2,648	2,506	↑ 6	0.7	0.6	↑ 0.1

Nakit Akım Tablosu	TLmn		Büyüme (%)	Gelirlerin %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/03		2024/03	2023/12	
Faaliyetlerden Nakit	-15,560	12,110	-	-9.4	7.6	↓ -17.0
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-5,261	219	-	-3.2	0.1	↓ -3.3
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-665	-1,810	-	-4.2	-8.4	↑ 4.2
Toplam Nakit Girişi	-1,192	1,162	-	-7.6	5.4	↓ -13.0
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-528	2,972	-	-3.3	13.8	↓ -17.2

ÇEKİNCE:

Burada yer alan 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 ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi 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 önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, 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. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.