

## TÜPRAŞ 4Ç2023 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

AYLİN KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

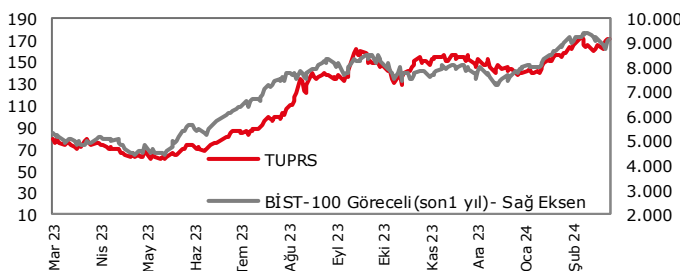
**"Tüpraş 2023 Yılına 53,6 Milyar TL  
Net Dönem Karı (TMS 29 Etkisi Dahil) ile Tamamladı..."**

## Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 230,00TL

Reuters/Bloomberg	TUPRS.IS/TUPRS.TI		
Sektör	Petrokimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	170,20 TL	5,36 USD	
BİST 100	9.155 TL	288 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	31,7768		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	60,97 TL	173,00 TL	
Hisse Adedi (mn)	1.927		
P. Değeri (mn TL)	327.941		
Net Borç (mn TL)	-62.697		
Fili Dolajımdeki Pay Oranı	46,5%		
Halka Açıklık	49,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	39,1%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	60,9%		
	<b>1 Aylık</b>	<b>3 Aylık</b>	<b>1 Yıllık</b>
TL Getiri	7,9%	11,5%	108,7%
BİST-100	2,3%	15,7%	68,3%
BİST-100 Göreceli	5,4%	-3,6%	24,0%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.891,59		
(mn TL)	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>% Değ.</b>
Net Satış	916.751	686.529	-25,1%
Brüt Kar	113.080	109.732	-3,0%
Faaliyet Karı /Zararı	76.253	73.628	-3,4%
A. Ort. Net Kar / Zar	61.314	53.577	-12,6%
	<b>F/K</b>	<b>FD/FAVÖK</b>	
TUPRS	6,1	2,8	
BİST-100	7,4	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	6,3	5,0	
Ortaklık Yapısı	<b>Pay Oranı</b>		
DiğER	47,3%		
ENERJİ YATIRIMLARI AŞ	46,4%		
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	6,4%		

## HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 08.03.2024 verileri kullanılmıştır.

Tüpraş'ın 2023 yılı ana ortaklık net dönem karı (TMS 29 etkisi dahil) 53.577mn TL ile 2022 yılına göre %12,6 oranında düşüş kaydetmiştir.

Şirketin satış gelirleri 2023 genelinde 2022'ye göre %25,1 oranında azalarak 686.529mn TL olmuştur. Aynı dönemde satışların maliyeti de %28,2 oranında gerilemiş ve 576.796mn TL'yi göstermiştir. Böylece brüt kar marjı ise yıllık 3,6 puan artışla %16 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde operasyonel giderler %21 oranında artmış ve 19.556mn TL'yi göstermiştir. Diğer faaliyetlerden ise 2023'te net 16.549mn TL gider (kur farkı kaynaklı) kaydedilmiş ve bunlara bağlı olarak da 73.628mn TL faaliyet karı oluşmuştur. 2022'de 76.253mn TL faaliyet karı kaydedilmişti. Faaliyet karı marjı 2,4 puan artışla %10,7 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, 2023 FAVÖK'ü ise net rafineri marjının 2022'ye göre gerilemesi kaynaklı %6,7 azalışla 96.240mn TL'yi göstermiştir. FAVÖK marjı 2,8 puan artışla %14 seviyesine yükselmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden net gelirleri 82mn TL'yi göstermiştir (Arsaların gerçeğe uygun değeri ile enflasyona göre düzeltilmiş değerinin negatif ayrışması sonucunda 2022 yılında yatırım faaliyetlerinden 7,6 milyar TL'lik net gider yazılmıştı). Diğer taraftan öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımları 1.051mn TL olmuştur. Net finansman giderleri 2023'de 5.194mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022'de net finansman giderleri 13.461mn TL idi. 2023'te 11.747mn TL parasal kayıp (2022: 13.280mn TL parasal kazanç) açıklayan Şirket bunun sebebini, enflasyonun faiz oranlarının üzerinde seyretmesi olarak açıklamıştır. 3.948mn TL'lik vergi gideri sonrasında 2023 ana ortaklık net dönem karı da 53.577mn TL olarak gerçekleşirken, net kar marjı 1,1 puan artışla %7,8 seviyesine yükselmiştir.

Tüpraş'ın hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki güncellemelere bağlı olarak, 183,40TL'den **230,00TL'ye** yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	TMS 29 Etkisi Hariç						TMS 29 Etkisi Dahil		
	4Ç22	4Ç23	%Değ.	2022	2023	%Değ.	2022	2023	%Değ.
Satışlar	116.026	178.736	54,0%	481.765	561.105	16,5%	916.751	686.529	-25,1%
FAVÖK	16.747	22.061	31,7%	55.587	78.581	41,4%	103.202	96.240	-6,7%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	14.117	19.836	40,5%	39.876	64.201	61,0%	68.508	57.820	-15,6%
Net Kar/Zarar (Azınlık payı hariç)	17.589	19.937	13,4%	41.045	55.209	34,5%	61.314	53.577	-12,6%
FAVÖK Marjı	14,4%	12,3%	-14,5%	11,5%	14,0%	21,4%	8,3%	10,7%	28,9%
Net Kar Marjı	15,2%	11,2%	-26,4%	8,5%	9,8%	15,5%	6,7%	7,8%	16,9%

Kaynak: Tüpraş,

### TMS 29 etkisi hariç finansallar açıklandı...

Şirket tarafından ek olarak TMS 29 hariç finansallar yayımlanmıştır. Buna göre, 4Ç2023'te satış gelirleri %54 oranında artışla 178.736mn TL'yi göstermiştir (piyasa beklentisi: 174.112mn TL). 4Ç2023 FAVÖK'ü %31,7 artışla 22.061mn TL olarak hesaplanmaktadır (2022: 55.587mn TL, 2023: 78.581mn TL). FAVÖK marjı 4Ç2023'te 2022'nin aynı dönemine göre 14,5 puan azalmış ve %12,3 olmuştur. İlgili dönemde, vergi öncesi kar %40,5 artışla 19.836mn TL olarak hesaplanmaktadır (2022: 39.876mn TL, 2023: 64.201mn TL). Net dönem karı (azınlık payı hariç) ise 4Ç2023'te %13,4 artmış ve 19.937mn TL'ye (2022: 41.045mn TL, 2023: 55.209mn TL), yükselmiştir. Bu kalemden hesaplanan marj da %11,2'yi (4Ç2022: %15,2) göstermektedir.

### Tüpraş'ın net nakdi 62 milyar TL...

Tüpraş'ın 2022 yılsonu itibariyle, 27.190mn TL olan net nakdi ise 2023'de 62.697mn TL seviyesine yükselmiştir.

### Tüpraş'ın satış miktarı dördüncü çeyrekte 8,1mn ton olarak gerçekleşti...

Şirketin satış miktarı dördüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine %13,2 oranında artmış ve 8,1mn tona ulaşmıştır. Yılın üçüncü çeyreğine göre ise %3,3 oranında azalmıştır. Benzin ve fuel oil satış miktarı 4Ç2023'de geçen çeyreğe göre artarak güçlü kalmaya devam etmiştir. Kapasite kullanımı da 4Ç2022'deki %84 seviyesinden 4Ç2023'de %97 (3Ç2023'de %99) seviyesine yükselmiştir.

SATIŞ (000 ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	4Ç23- 3Ç23 %Değ.	4Ç23- 4Ç22 %Değ.	2022	2023	Değ.%
	LPG	217	209	217	189	153	200	231	228	-1%	21%	832	813
Nafta	129	35	52	10	182	75	0	0	a.d	a.d	225	257	14%
Benzin	1.242	1.484	1.584	1.324	955	1.173	1.524	1.725	13%	30%	5.635	5.377	-5%
Jet Yakıtı	813	942	1.330	895	1.011	1.111	1.330	1.247	-6%	39%	3.980	4.699	18%
Dizel	2.684	3.111	3.395	3.345	2.535	3.032	3.321	3.178	-4%	-5%	12.534	12.065	-4%
Fuel Oil	750	612	582	421	511	607	631	765	21%	82%	2.366	2.515	6%
Diğer	630	940	1.355	978	949	1.122	1.349	963	-29%	-2%	3.903	4.383	12%
TOPLAM	6.465	7.333	8.514	7.162	6.297	7.319	8.386	8.106	-3,3%	13,2%	29.474	30.108	2,2%
T. İhracat*	1.510	1.638	1.963	907	1.176	1.382	1.710	2.027	18%	123%	6.019	6.296	5%
T.Yurt İçi Satış	4.956	5.695	6.550	6.254	5.121	5.937	6.675	6.079	-9%	-3%	23.456	23.813	2%

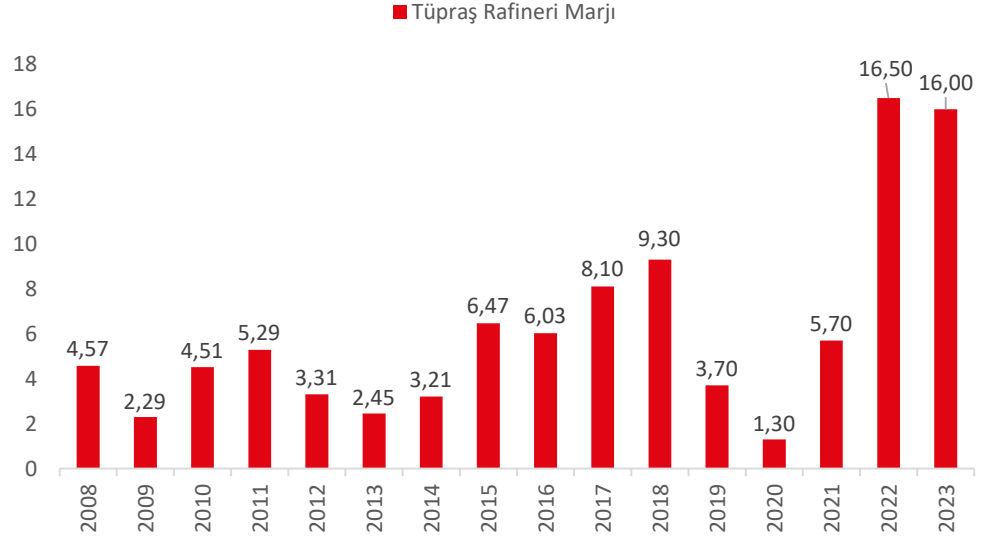
Kaynak: Tüpraş, \*Transfer dahil

Tüpraş'ın Ocak – Aralık dönemi toplam satış miktarı ise 30,1 milyon ton ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,2'lik yükselme kaydetmiştir.

**2023 yılı toplam 14.804mn TL'lik stok geliri...**

Brent petrol fiyatları eylül ayı sonundaki 91,95\$/varilden aralık ayı sonunda 76,86\$/varil seviyesine gerilemiştir. Ortalama Brent de 2023 yılı üçüncü çeyrekte 85,49\$/varil iken 2023 yılının dördüncü çeyreğinde ortalama 82,56\$/varil olmuştur. Tüpraş, ürün marjlarının tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde seyretmesi ve ikinci yarıyılıda güçlenen üretim rakamları etkisiyle 14.804mn TL'lik stok geliri kaydetmiştir. (2022'de 9.529mn TL stok geliri).

### TÜPRAŞ RAFİNERİ MARJLARI (\$/Varil)



**Kaynak:** Tüpraş

**Tüpraş'ın net rafineri marjı 2023'de 16\$/varil...**

Tüpraş'ın kapasite kullanım oranı, 2023 yılının ilk yarısında gerçekleşen bakımlar nedeniyle yıllık %87,5 (4Ç2023: %97) olmuştur. Net rafineri marjı, jeopolitik konjonktür kaynaklı yılın son çeyreğinde gerileyen ürün marjları nedeniyle 2023'de 16\$/varil (2022'de 16,5\$/varil) olmuştur.

TMS etkisi hariç net rafineri marjı 2023 yılında 12,7\$/varil (2022: 16,5\$/varil) seviyelerinde bir önceki senenin %23 oranında altında seyretmiştir.

Ürün marjı dizelde 4Ç2022'deki 45,4\$/varil'den 4Ç2023'de 27,2\$/varil'e (3Ç2023'de 31,5\$/varil), jet yakıtında da 4Ç2022'deki 37,2\$/varil'den 27,9\$/varil'e (3Ç2023'de 29,9\$/varil) geri çekilmiştir.

**Tüpraş 2024 yılı net rafineri marjı beklentisi 14\$/varil olarak açıklanmıştır...**

Tüpraş, 2024 beklentilerinde kendi net rafineri marj beklentisini 14\$/varil (2023: 16\$/varil) olarak açıklanmıştır. Ek olarak yaklaşık 26mn ton üretim, 30mn ton civarında satış ve 85-90% ortalama kapasite kullanım oranı beklenmektedir. Şirket'in konsolide yatırım harcamaları beklentisi ise yaklaşık 500mn USD'dir.

Daha önceden açıklandığı üzere, Şirket'in İzmit Rafinerisi'nde bulunan Fuel Oil Dönüşüm Tesisinde, teknik olarak beş yılda bir yapılması gereken periyodik bakım çalışması nedeniyle, 1 Mart 2024 itibarıyla üretime 92 gün ara verilecektir. Şirket, üretim azalışına bağlı olarak toplam 196mn USD tutarında FAVÖK kaybı beklemektedir.

Ek olarak Şirket'in Yönetim Kurulu tarafından Şirket Kar Dağıtım Politikası'na uygun olarak Genel Kurul onayına sunulmak üzere, pay başına brüt 10,38 TL (net 9,34 TL) temettü dağıtma kararı alındığı belirtilmiştir. 8 Mart 2024 tarihi itibarıyla temettü verimi %6,1'dir.

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi 2023 yılı gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2024 yılsonu satış gelirleri tahminimiz 809.839mn TL iken, FAVÖK marjı tahminimiz de %12,6 seviyesindedir.

**Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...**

Finansal Tahminler (mn TL)	2023 TMS 29 Etkisi Dahil	2024T	2025T
Satış Gelirleri	686.529	809.839	855.434
FAVÖK	96.240	102.409	93.454
Net Kar	53.577	81.312	71.547
FAVÖK Marjı	14,0%	12,6%	10,9%
Net Kar Marjı	7,8%	10,0%	8,4%

**Kaynak:** Ziraat Yatırım  
**T:** Tahmin

**Tüpraş için hedef hisse fiyatını 230,00TL olarak güncelliyor ve "AL" önerimizi koruyoruz...**

Tüpraş'ın tahmini değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak, 353.373mn TL'den **443.167mn TL**'ye; hedef hisse fiyatını da 183,40TL'den **230,00TL**'ye yükseltiyoruz. Tüpraş hisseleri güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %26,0 oranında iskontoyla işlem görmesine bağlı olarak da daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%1 büyüme)	418.083
*Benzer Şirket Karşılaştırması	(2024T F/K 6,3x, FD/FAVÖK 5,0x)	543.505
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	443.167
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>		<b>230,00</b>
**Tüpraş Hisse Fiyatı		170,20
İskonto Oranı		26,0%

**Kaynak:** Bloomberg, \*\*08.03.2024 kapanış fiyatı

<b>ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>%Değ.</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>27.919</b>	<b>31.282</b>	<b>66.515</b>	<b>197.510</b>	<b>201.149</b>	<b>1,8%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.652	20.319	21.176	82.008	98.024	19,5%
Ticari Alacaklar	4.788	1.840	13.797	35.290	40.439	14,6%
Diğer Alacaklar	46	19	21	67	128	90,7%
Stoklar	9.469	7.701	23.758	59.453	44.464	-25,2%
Diğer Dönen Varlıklar	2.965	1.402	7.764	20.692	18.095	-12,6%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>27.593</b>	<b>32.332</b>	<b>39.742</b>	<b>150.191</b>	<b>165.644</b>	<b>10,3%</b>
Finansal Yatırımlar	0	4	6	130	349	168,1%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.363	1.326	2.150	7.571	8.294	9,5%
Maddi Duran Varlıklar	20.335	23.457	28.316	128.588	133.839	4,1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	52	255	563	2.809	4.255	51,5%
Diğer Duran Varlıklar	5.843	7.290	8.707	11.092	18.907	70,4%
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>55.512</b>	<b>63.614</b>	<b>106.257</b>	<b>347.700</b>	<b>366.794</b>	<b>5,5%</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>28.120</b>	<b>28.766</b>	<b>64.829</b>	<b>130.004</b>	<b>155.271</b>	<b>19,4%</b>
Finansal Borçlar	1.799	2.100	632	1.423	2.358	65,7%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.379	6.434	10.996	18.341	27.610	50,5%
Ticari Borçlar	17.816	14.204	43.837	86.839	97.956	12,8%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	5.126	6.028	9.363	23.401	27.347	16,9%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>14.255</b>	<b>21.922</b>	<b>22.347</b>	<b>38.284</b>	<b>8.582</b>	<b>-77,6%</b>
Finansal Borçlar	13.898	21.148	21.565	35.055	5.358	-84,7%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	357	775	782	3.230	3.224	-0,2%
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>13.137</b>	<b>12.925</b>	<b>19.081</b>	<b>179.413</b>	<b>202.941</b>	<b>13,1%</b>
Ödenmiş Sermaye	250	275	275	275	1.927	600,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	5.752	6.358	4.009	88.765	111.968	26,1%
Net Dönem Karı/Zararı	526	-2.349	3.495	61.314	53.577	-12,6%
Diğer	6.434	8.414	11.030	27.531	33.291	20,9%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	174	228	272	1.528	2.178	42,5%
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>55.512</b>	<b>63.614</b>	<b>106.257</b>	<b>347.700</b>	<b>366.794</b>	<b>5,5%</b>
<b>ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>%Değ</b>
<b>SATIŞLAR</b>	<b>89.601</b>	<b>63.244</b>	<b>152.492</b>	<b>916.751</b>	<b>686.529</b>	<b>-25,1%</b>
Satışların Maliyeti (-)	84.716	61.480	136.632	803.671	576.796	-28,2%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>4.884</b>	<b>1.764</b>	<b>15.860</b>	<b>113.080</b>	<b>109.732</b>	<b>-3,0%</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	1.277	1.344	1.870	8.653	12.860	48,6%
Pazarlama Giderleri (-)	482	633	1.409	7.292	6.416	-12,0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	24,1	35,0	39,0	214	280,0	30,8%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-871	-371	-11.766	-20.668	-16.549	a.d
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>2.230</b>	<b>-619</b>	<b>777</b>	<b>76.253</b>	<b>73.628</b>	<b>-3,4%</b>
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	0	2	108	-7.548	82	a.d
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-2.739	-3.149	881	-13.461	-5.194	a.d
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	197	-30	593	-16	1.051	a.d
Net parasal Poz. Kazanç./Kayıpları	0	0	0	13.280	-11.747	a.d
Vergi Gideri/Geliri (-)	-897	-1.372	-1.255	6.963	3.948	-43,3%
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>585</b>	<b>-2.423</b>	<b>3.613</b>	<b>61.545</b>	<b>53.872</b>	<b>-12,5%</b>
<b>Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>526</b>	<b>-2.494</b>	<b>3.495</b>	<b>61.314</b>	<b>53.577</b>	<b>-12,6%</b>

a.d: anlamlı değil, Tüpraş

### Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

**AL** : %20,01 ve üzeri iskonto

**EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto

**TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto

**AZALT** : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto

**SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto

**İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### Araştırma

e-mail: [arastirma@ziraatyatirim.com.tr](mailto:arastirma@ziraatyatirim.com.tr)

### Genel Müdürlük Pazarlama

**Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL**

+90 212 339 8080 / [info@ziraatyatirim.com.tr](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

**Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri**