

TÜPRAŞ 3Ç2023 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

AYLİN KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

"Tüpraş'ın 3Ç2023 Ana Ort. Net Dönem Karı 21,3 Milyar TL ile Beklentilerin Üzerinde Gerçekleşti..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 183,40TL

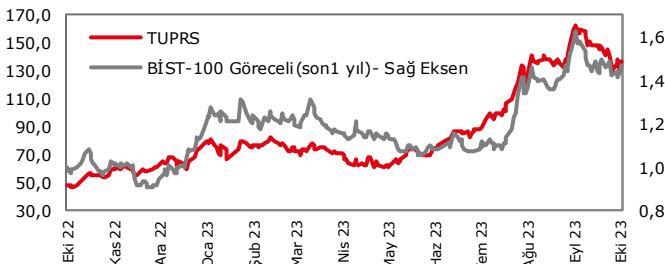
Reuters/Bloomberg	TUPRS.IS/TUPRS.TI	
Sektör	Petrokimya	
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100	
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar	
Fiyat	135,90 TL	4,84 USD
BİST 100	7.662 TL	273 USD
TL/\$ (TCMB Alış)	28,0807	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	46,29 TL	161,91 TL

Hisse Adedi (mn)	1.927	
P. Değeri (mn TL)	261.852	
Net Borç (mn TL)	-53.266	
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	46,5%	
Halka Açıklık	49,0%	
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	32,9%	
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	67,1%	

	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-16,1%	52,7%	191,7%
BİST-100	-7,0%	13,6%	92,7%
BİST-100 Göreceli	-9,7%	34,4%	51,4%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.731,24		
(mn TL)	3Ç2022	3Ç2023	% Değ.
Net Satış	150.609	185.137	22,9%
Brüt Kar	19.498	32.803	68,2%
Faaliyet Karı / Zararı	13.734	26.890	95,8%
A. Ort. Net Kar / Zar	11.554	21.306	84,4%

	F/K	FD/FAVÖK
TUPRS	5,0	2,9
BİST-100	7,1	a.d.
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	5,4	4,7
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı	
DİĞER	47,3%	
ENERJİ YATIRIMLARI AŞ	46,4%	
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	6,4%	

HİSSE PERFORMANSI



Tüpraş'ın 3Ç2023 ana ortaklık net dönem karı 21.306mn TL ile hem ortalama piyasa beklentisi olan 18.047mn TL'nin hem de bizim beklentimiz 19.064mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Tahminimizdeki sapmada, stok geliri ve satış miktarının beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Tüpraş 3Ç2022'de 11.554mn TL ana ortaklık net dönem karı kaydetmişti.

Üçüncü çeyrekteki kar rakamıyla birlikte Şirket'in 2023 yılı Ocak- Eylül dönemi ana ortaklık net dönem karı 35.272mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket 9A2022'de 23,5 milyar TL ana ortaklık net dönem karı kaydetmişti.

Tüpraş'ın satış gelirleri 3Ç2023'de bir önceki yılın aynı dönemine göre satış miktarının yaklaşık seviyelerde aynı kalmasına karşın, petrol fiyatlarının dolar bazında %41,7 artmasının etkisiyle %22,9 oranında artmış ve 185,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Tamamlanan bakımlar sonucu kapasite kullanım oranı bu çeyrekte %99 seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kar, 3,3 milyar TL'lik stok geliri ve 3Ç2023'teki yüksek net rafineri marjı sayesinde (19(\$/varil)) %68,2 oranında artarak, 3Ç2023'te 32,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Buna bağlı olarak brüt kar marjı da %12,9'dan %17,7 seviyesine yükselmiştir. Operasyonel giderler aynı dönemde %88,6 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 2.161mn TL net gider (3Ç2022'de 3.775mn TL net gider) kaydedilmiştir. Böylece faaliyet karı 3Ç2022'deki 13,7 milyar TL'den 3Ç2023'de 26,9 milyar TL'ye yükselmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden net gelirleri 158mn TL olan Tüpraş'ın, iştirak gelirleri ise OPET kaynaklı 848mn TL olmuş ve karlılığı desteklemiştir. Bu gelişmeler neticesinde, Şirketin FAVÖK'ü de %68,6 oranında artarak 30,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (Piyasa beklentisi 26,6 milyar TL olurken bizim beklentimiz 28 milyar TL idi). FAVÖK marjı ise %11,9'dan %16,3 seviyesine ulaşmıştır. Finansman tarafında 3Ç2023'de 756mn TL net gider kaydedilmiştir. Bu çeyrekte vergi gideri 5.715mn TL'yi göstermiştir. Güçlü kapasite kullanım oranı, mevsimsel talep ve çeyreklik yüksek net rafineri marjı sayesinde ana ortaklık net dönem karı da 21,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tüpraş'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki güncellemelere ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak, 143,00TL'den **183,40TL'ye** yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz.

Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 26.10.2023 verileri kullanılmıştır.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	3Ç23- 2Ç23 %Değ.	3Ç23- 3Ç22 %Değ.	9A2022	9A2023	%Değ.
SATIŞLAR	77.646	137.484	150.609	116.026	92.826	104.405	185.137	77,3%	22,9%	365.739	382.369	4,5%
Satışların Maliyeti (-)	71.950	119.367	131.111	96.560	78.829	86.931	152.334	75,2%	16,2%	322.428	318.095	-1,3%
BRÜT KAR/ZARAR	5.695	18.118	19.498	19.466	13.997	17.474	32.803	87,7%	68,2%	43.311	64.274	48,4%
Operasyonel giderler	1.081	2.080	1.989	3.084	2.206	2.644	3.752	41,9%	88,6%	5.150	8.601	67,0%
Genel Yönetim Giderleri (-)	623	773	945	1.879	1.479	1.622	2.030	25,1%	114,7%	2.341	5.131	119,2%
Pazarlama Giderleri (-)	443	1.295	1.028	1.173	694	985	1.689	71,5%	64,2%	2.766	3.368	21,7%
Araş. ve Geliş. Giderleri (-)	14	13	16	33	33	36	33	-10,3%	107,6%	43	102	138,3%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-1.522	-3.538	-3.775	-100	-620	-6.408	-2.161	a.d	a.d	-8.836	-9.190	a.d
NET FAALİYET KARI/ZARARI	3.092	12.499	13.734	16.282	11.171	8.422	26.890	219,3%	95,8%	29.325	46.483	58,5%
FAVÖK	5.056	16.384	17.915	16.434	12.314	15.387	30.207	96,3%	68,6%	39.355	57.907	47,1%
Yatırım Faal.Gelir/Gider.	2	31	129	-109	9	-11	158	a.d	22,2%	162	157	-3,4%
Faaliyet Dışı Fin. Gelir/Gider.	-1.971	-1.475	-796	-1.854	-752	-2.156	-756	a.d	a.d	-4.242	-3.664	a.d
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	209	126	180	-202	257	282	848	200,8%	371,1%	514	1.388	169,8%
Vergi Gideri/Geliri (-)	187	326	1.629	-3.527	3.893	-793	5.715	a.d	251,0%	2.142	8.815	311,6%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	1.145	10.854	11.619	17.643	6.793	7.331	21.425	192,2%	84,4%	23.618	35.550	50,5%
Ana Ort. Net Dön. Karı / Zar.	1.103	10.799	11.554	17.589	6.748	7.217	21.306	195,2%	84,4%	23.456	35.272	50,4%
FINANSAL ORANLAR	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23			9A2022	9A2023	
Brüt Kar Marjı	7,3%	13,2%	12,9%	16,8%	15,1%	16,7%	17,7%			11,8%	16,8%	
Faaliyet Kar Marjı	4,0%	9,1%	9,1%	14,0%	12,0%	8,1%	14,5%			8,0%	12,2%	
FAVÖK Marjı	6,5%	11,9%	11,9%	14,2%	13,3%	14,7%	16,3%			10,8%	15,1%	
Net Kar Marjı	1,5%	7,9%	7,7%	15,2%	7,3%	7,0%	11,6%			6,5%	9,3%	

Kaynak: Tüpraş,

a.d.: anlamlı değil, FAVÖK: özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan gelirler dahil

Tüpraş'ın satış miktarı üçüncü çeyrekte 8,4mn ton olarak gerçekleşti...

Şirketin satış miktarı üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine %1,5 oranında azalmıştır. Yılın ikinci çeyreğine göre ise %14,6 oranında artmıştır. Benzin, jet yakıtı ve dizel satış miktarı 3Ç2023'de geçen çeyreğe göre artarak güçlü kalmaya devam etmiştir. Kapasite kullanımı da 3Ç2022'deki %98 seviyesinden 3Ç2023'de %99 (2Ç2023'de %83) seviyesine yükselmiştir. Üçüncü çeyrekte planlı bir bakım çalışmasının olmaması karı desteklemiş olup, kalan bakımların son çeyrekte yapılması planlanmaktadır.

SATIŞ (000 ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	3Ç23- 2Ç23 %Değ.	3Ç23- 3Ç22 %Değ.	9A2022	9A2023	Değ.%
LPG	217	209	217	189	153	200	231	16%	6%	643	584	-9%
Nafta	129	35	52	10	182	75	0	a.d	a.d	216	257	19%
Benzin	1.242	1.484	1.584	1.324	955	1.173	1.524	30%	-4%	4.310	3.652	-15%
Jet Yakıtı	813	942	1.330	895	1.011	1.111	1.330	20%	0%	3.085	3.452	12%
Dizel	2.684	3.111	3.395	3.341	2.535	3.032	3.321	10%	-2%	9.190	8.888	-3%
Fuel Oil	750	612	582	422	511	607	631	4%	8%	1.944	1.749	-10%
Diğer	630	940	1.354	977	861	1.121	1.349	20%	0%	2.924	3.331	14%
TOPLAM	6.465	7.333	8.514	7.158	6.208	7.319	8.386	14,6%	-1,5%	22.312	21.913	-1,8%
T. İhracat*	1.510	1.638	1.964	908	1.087	1.382	1.711	24%	-13%	5.112	4.180	-18%
T.Yurt İçi Satış	4.956	5.695	6.550	6.250	5.121	5.937	6.675	12%	2%	17.201	17.733	3%

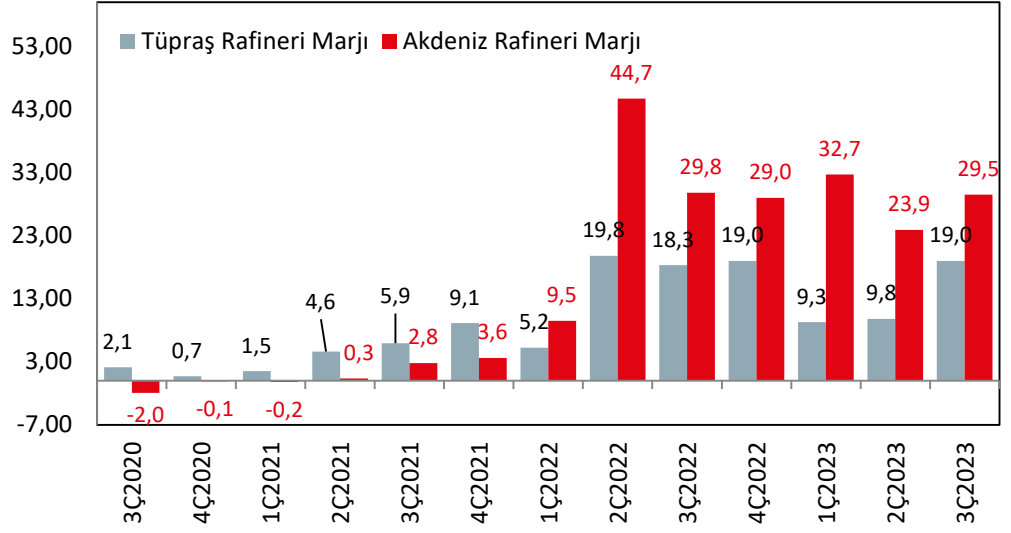
Kaynak: Tüpraş, *Transfer dahil

Tüpraş'ın Ocak – Eylül dönemi toplam satış miktarı ise 21,9 milyon ton ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,8'lik gerileme kaydetmiştir.

**Üçüncü çeyrekte 3.342mn
TL'lik stok geliri...**

Brent petrol fiyatları haziran ayı sonundaki 75,18\$/varilden Eylül ayı sonunda 91,95\$/varil seviyesine yükselmiştir Ortalama brent de 2023 yılı ikinci çeyrekte 77,67\$/varil iken 2023 yılının üçüncü çeyreğinde ortalama 85,49\$/varil olmuştur. Tüpraş'ın stok gelir-giderlerini dengelemek amacıyla koruma kullanımının devam etmesi ve ürün marjlarının üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğin oldukça üzerinde seyretmesinin etkisiyle şirket 3.342mn TL'lik stok geliri kaydetmiştir. (2Ç2023 4.655mn TL stok geliri, 3Ç2022'de 416mn TL stok geliri).

TÜPRAŞ-AKDENİZ BÖLGESİ RAFİNERİ MARJLARI (\$/Varil)



Kaynak: Tüpraş

Ürün marjları üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğin oldukça üzerinde seyretmiştir. Akdeniz rafineri marjları, 2023 yılının ikinci çeyreğinde 23,9\$/varil'e (3Ç2022 29,8\$/varil) gerilese de 3Ç2023'de 29,5\$/varil seviyesine yükselmiştir.

**Tüpraş'ın net rafineri marjı
3Ç2023'de 19\$/varil...**

Tüpraş'ın net rafineri marjı ise %99'luk kapasite kullanımı, stok gelirinin olumlu katkısı ve ürün marjlarındaki bir önceki çeyreğe göre yükselişin desteğiyle 3Ç2023'de 19\$/varil (2Ç2023'de 9,8\$/varil) olmuştur. Bir önceki yılın aynı döneminde ise net rafineri marjı 18,3\$/varil seviyesinde idi. Ürün marjı dizelde 3Ç2022'deki 42,2\$/varil'den 3Ç2023'de 31,5\$/varil'e (2Ç2023'de 17\$/varil), jet yakıtında da 3Ç2022'deki 36,7\$/varil'den 29,9\$/varil'e (2Ç2023'de 14,1\$/varil) geri çekilmiştir.

Tüpraş 2023 yılı net rafineri marjı beklentisini 10-11\$/varil'den 11-12\$/revize etti...

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

Tüpraş için hedef hisse fiyatını 183,40TL olarak güncelliyor ve "AL" önerimizi koruyoruz...

Tüpraş ayrıca 2023 yılı beklentilerinde kendi net rafineri marjı beklentisini 10-11\$/varilden 11-12\$/varile revize etmiştir (9A2023 Tüpraş net rafineri marjı: 13,3(\$/varil)). Üretim ve satış hedeflerini ise aynen korumuştur.

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi 2023 yılı ilk 9 aylık gelişmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı satış gelirleri tahminimizi 514 milyar TL'den 515,7 milyar TL'ye yükseltirken, 2023 FAVÖK tahminimizi de 56,3 milyar TL'den 75,4 milyar TL'ye yükseltiyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2022	2023 Tahmin		2024 Tahmin	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	481.765	513.993	515.711	587.997	696.433
FAVÖK	55.789	56.317	75.355	48.773	64.920
Net Kar	41.045	37.089	50.023	39.932	55.308
FAVÖK Marjı	11,6%	11,0%	14,6%	8,3%	9,3%
Net Kar Marjı	8,5%	7,2%	9,7%	6,8%	7,9%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Tüpraş'ın tahmini değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak, 275.523mn TL'den 353.373mn TL'ye; hedef hisse fiyatını da 143,00TL'den **183,40TL**'ye yükseltiyoruz. Tüpraş hisseleri güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %25,9 oranında iskontoyla işlem görmesine bağlı olarak da daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%24,2 iskonto, %1 büyüme)	351.540
*Benzer Şirket Karşılaştırması	(2023T F/K 5,4x, FD/FAVÖK 4,7x) (2024T F/K 6,3x, FD/FAVÖK 5,6x)	360.705
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	353.373
Hedef Hisse Fiyatı		183,40
**Tüpraş Hisse Fiyatı		135,90
İskonto Oranı		25,9%

***Kaynak:** Bloomberg

**26.10.2023 kapanış fiyatı

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2020	2021	2022	09/2022	09/2023	% Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	31.282	66.515	119.711	121.809	196.666	61,5%
Nakit ve Nakit Benzerleri	20.319	21.176	49.770	42.320	86.621	104,7%
Ticari Alacaklar	1.840	13.797	21.418	29.300	42.096	43,7%
Diğer Alacaklar	19	21	41	83	151	81,1%
Stoklar	7.701	23.758	36.046	35.169	52.182	48,4%
Diğer Dönen Varlıklar	1.402	7.764	12.436	14.937	15.616	4,5%
DURAN VARLIKLAR	32.332	39.742	49.182	42.678	54.433	27,5%
Finansal Yatırımlar	4	6	66	86	213	147,4%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.326	2.150	2.963	2.560	4.377	71,0%
Maddi Duran Varlıklar	23.457	28.316	32.904	28.878	36.370	25,9%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	255	563	557	534	575	7,6%
Diğer Duran Varlıklar	7.290	8.707	12.692	10.620	12.898	21,4%
TOPLAM AKTİFLER	63.614	106.257	168.892	164.487	251.099	52,7%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	28.766	64.829	78.895	94.699	152.675	61,2%
Finansal Borçlar	2.100	632	863	806	131	-83,8%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.434	10.996	11.131	12.691	9.339	-26,4%
Ticari Borçlar	14.204	43.837	52.699	68.217	101.225	48,4%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	6.028	9.363	14.202	12.984	41.981	223,3%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	21.922	22.347	22.811	23.888	25.859	8,3%
Finansal Borçlar	21.148	21.565	21.274	23.027	23.885	3,7%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	775	782	1.537	861	1.974	129,4%
ÖZSERMAYE	12.925	19.081	67.186	45.900	72.565	58,1%
Ödenmiş Sermaye	275	275	275	275	1.927	a.d
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	6.358	4.009	7.504	7.504	18.542	147,1%
Net Dönem Karı/Zararı	-2.349	3.495	41.045	23.456	35.272	50,4%
Diğer	8.414	11.030	17.920	14.247	16.113	13,1%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	228	272	442	419	711	69,8%
TOPLAM PASİFLER	63.614	106.257	168.892	164.487	251.099	52,7%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2020	2021	2022	09/2022	09/2023	%Değ
SATIŞLAR	63.244	152.492	481.765	365.739	382.369	4,5%
Satışların Maliyeti (-)	61.480	136.632	418.988	322.428	318.095	-1,3%
BRÜT KAR/ZARAR	1.764	15.860	62.777	43.311	64.274	48,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	1.344	1.870	4.220	2.341	5.131	119,2%
Pazarlama Giderleri (-)	633	1.409	3.939	2.766	3.368	21,7%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	35,0	39,0	75,4	43	102	138,3%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-371	-11.766	-8.935	-8.836	-9.190	a.d
FAALİYET KARI/ZARARI	-619	777	45.607	29.325	46.483	58,5%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	2	108	53	162	157	-3,4%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-3.149	881	-6.096	-4.242	-3.664	a.d
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	-30	593	312	514	1.388	169,8%
Vergi Gideri/Geliri (-)	-1.372	-1.255	-1.385	2.142	8.815	311,6%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	-2.423	3.613	41.261	23.618	35.550	50,5%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	-2.494	3.495	41.045	23.456	35.272	50,4%

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

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL
+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

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