

## TUPRAS

## Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 473,2TL  
12 Aylık Hedef: 671,8TL

Analist: Ezgi Yılmaz

[ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr)

## Güçlü karlılık ile beraber temettü hikâyesi yeniden...

**Tüpraş için 671,8 TL hedef hisse fiyatı ile “Endeksin Üzerinde Getiri” tavsiyemizi yineliyoruz.** Hedef hisse fiyatımız %42’lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş’ın, 1- cazip değerlendirilmesi, 2- ürün marjlarının yüksek seyretmesi, 3- cazip temettü verimi, 4- dizelde yaşanan arz sıkıntısıyla birlikte güçlü 1Ç23 kar beklentisi ve 5- stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

**Temettü hikayesi yeniden...** 2019’dan beri zayıf karlılık ve birikmiş zararlar nedeniyle temettü dağıtılamamıştı. Güçlü 2022 karı sonrasında Tüpraş’ın brüt 20,8 milyar TL (Hisse başına: 75.4 TL) temettü dağıtmasını bekliyoruz. Beklentimiz %16’lık bir temettü verimine işaret ediyor.

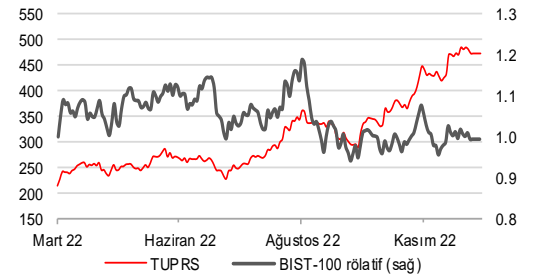
**Güçlü karlılığın en az iki çeyrek daha devam etmesini bekliyoruz.** Avrupa’daki doğalgaz krizi, pandemi sonrasında toparlanan talep ve arz sıkıntısı nedeniyle tarihi ortalamalarının çok üzerine çıkan dizel ve jet yakıtı marjları sayesinde Tüpraş, 2Ç22 ve 3Ç22’de ortalama 1 milyar dolarlık bir FAVÖK elde etti. Orta distilat ürün marjları geçtiğimiz çeyreklerde ortalama 40 dolar seviyesindeyken, 4Ç22’de şu ana kadar dizelde 50.5 dolar seviyesi görüldü. İlk tahminlerimize göre, Tüpraş’ta 4Ç22’de 728 milyon dolarlık (13,7 milyar TL) bir FAVÖK rakamı bekliyoruz (4Ç21: 614 milyon dolar). Aralık 2022 başından itibaren Rusya’dan deniz yoluyla yapılan petrol ihracatına \$60/v tavan fiyat uygulanması, Rusya’dan iskontolu petrol arzının devam etmesine neden olabilir. Bu da hafif-ağır ham petrol makasında açılmaya sebep olarak Tüpraş’ın karlılığına olumlu etki edebilir. Şubat 2023’ten itibaren de Rusya’nın petrol ürünü ihracatına yaptırım uygulanmaya başlanması, zaten sıkışık olan dizel arzını daha da azaltabilir. Buna göre 1Ç23’te de ürün marjlarının kuvvetli olmasını beklemekteyiz.

**Arz sıkıntısı ve dünyada rafinaj kapasitesindeki yeni yatırımların yeterli olmaması, ürün marjlarının tarihi ortalamalara yaklaşmasını geciktirebilir.** Global ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve tarihi yüksek seviyelerinden geri çekilen doğalgaz fiyatları sebebiyle, 2023’te ürün marjlarında bir normalleşme bekliyoruz. Modelimizde, dizelde \$38/v’den \$29/v’ seviyesine, jet yakıtında \$34/v’den \$29/v seviyesine düşüş bekliyoruz. Ancak, yaptırımlar nedeniyle bölgedeki arzın azalması, kapasite sorunları ve düşük stok seviyeleri sebebiyle dizel ve jet yakıtı marj tahminlerimizde yukarı yönlü riskler olabilir.

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	671.8
Son kapanış, TL/hisse	473.2
Yukarı potansiyel	42%
Halka açıklık oranı	46.8%
Piyasa değeri, TL mn	130,251
Firma değeri, TL mn	122,229
XU100	4,958
USD/TRY	18.613

Finansal Veriler	2020	2021	2022T	2023T
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>				
Net Satışlar	63,244	150,972	475,207	525,148
FAVÖK	494	12,996	52,540	39,225
Net kar	-2,494	3,319	30,982	26,281
Net borç	9,420	11,217	-11,567	-16,194
Net borç/FAVÖK	19.06	0.86	-0.22	-0.41
FAVÖK marjı	%0.8	%8.6	%11.1	%7.5
Net marj	-%3.9	%2.2	%6.5	%5.0
Net Satışlar, y/y	-%29	%139	%215	%11
FAVÖK, y/y	-%87	%2530	%304	-%25
Net kar, y/y	a.d.	a.d.	%833	-%15
F/K	-52.2	39.2	4.2	5.0
FD/FAVÖK	278.1	10.7	2.2	2.9
FD/Net Satışlar	2.2	0.9	0.2	0.2
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	15.9%

Hisse Verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%11	%41	%85	%206
BIST 100 rölatif	-%6	-%4	-%8	%15
AOIH, US\$m	7.4	6.7	5.5	6.8



Ortaklık Yapısı	
Enerji Yatırımları A.Ş.	%46.4
Koç Holding ve Diğer Koç Grubu	%6.8
Halka Açık	%46.8
Halka Açıklık İçindeki Yabancı Payı	%40.8

Fiyatlar 5 Aralık 2022 tarihlidir.

## DEĞERLEME

**Tüpraş için 671,8 TL hedef hisse fiyatı ile “Endeksin Üzerinde Getiri” tavsiyemizi yineliyoruz.** Hedef hisse fiyatımız %42’lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş’ın, 1- cazip değerlendirilmesi, 2- ürün marjlarının yüksek seyretmesiyle beraber güçlü 4Ç22 beklentileri, 3- yüksek temettü verimi, 4- dizelde yaşanan arz sıkıntısıyla birlikte güçlü 1Ç23 kar beklentisi ve 5- stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Çin’in 2023’te pandemi tedbirlerini yavaş yavaş azaltmasıyla beraber jet yakıtı talebinde olası bir iyileşme yukarı yönlü risklerden biri olabilir. Tüpraş, 4.2x 2022 F/K ve 2.2x 2022 FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %20 iskontolu işlem görüyor.

Değerlememizde risksiz getiri oranını %21 alırken, sonsuz dönemde risksiz getiri oranı varsayımımızı uzun vadeli enflasyon tahminlerimize paralel olarak %12’ye çektik. Değerlememizde Tüpraş’ın RUP’taki büyük bakım duruşlarını 2024 ve 2029 yıllarında yapacağınız varsaydık.

Tüpraş Değerleme		
Özkaynak Değeri	Milyon TL	Ağırlık
İNA	175,808	50%
2023T FD/FAVÖK çarpanı @4.6x	194,576	25%
2023T F/K çarpanı @7.4x	193,453	25%
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>		
	<b>184,911</b>	
<b>12-Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL</b>	<b>671.8</b>	
<b>Güncel Fiyat, TL</b>	<b>473.2</b>	
<b>Beklenen Temettü Verimi</b>	<b>16%</b>	
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>26%</b>	
<b>12-Aylık Toplam Beklenen Getiri</b>	<b>42%</b>	

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

## Tüpraş İNA Analizi

milyon TL	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Brent Petrol Tahmini (\$/v)	70.7	101.9	90.0	90.0	90.0	85.0	85.0	85.0	80.0	80.0	80.0	80.0
<b>Net Satışlar</b>	<b>150,972</b>	<b>475,207</b>	<b>525,148</b>	<b>491,573</b>	<b>538,829</b>	<b>558,299</b>	<b>630,741</b>	<b>698,355</b>	<b>705,789</b>	<b>807,701</b>	<b>891,173</b>	<b>980,601</b>
% büyüme	139%	215%	11%	-6%	10%	4%	13%	11%	1%	14%	10%	10%
FAVÖK- Rafinaj	12,997	50,970	37,626	26,489	22,515	25,342	34,118	37,191	39,934	45,686	51,263	57,518
FAVÖK - Elektrik Üretimi	365	1,570	1,599	1,453	1,338	1,435	1,612	1,802	2,007	2,043	2,259	2,498
<b>FAVÖK</b>	<b>12,997</b>	<b>52,540</b>	<b>39,225</b>	<b>27,942</b>	<b>23,853</b>	<b>26,777</b>	<b>35,730</b>	<b>38,993</b>	<b>41,941</b>	<b>47,729</b>	<b>53,522</b>	<b>60,016</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>8.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>5.7%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.1%</b>
<b>Net Rafineri Marjı (\$/v)</b>	<b>5.7</b>	<b>14.0</b>	<b>9.6</b>	<b>7.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.3</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>
Ödenen Vergiler	-158	-5,749	-5,396	-3,916	-3,378	-4,152	-5,290	-5,712	-6,042	-6,774	-7,499	-8,316
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-2,167	-7,846	-2,680	-327	-30	-921	-952	-949	-2,104	-2,175	-3,919	-6,555
Yatırım Harcamaları	-1,155	-3,076	-4,455	-8,187	-7,789	-8,979	-10,038	-11,169	-14,747	-13,651	-15,020	-16,526
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>9,516</b>	<b>35,870</b>	<b>26,694</b>	<b>15,513</b>	<b>12,657</b>	<b>12,724</b>	<b>19,451</b>	<b>21,163</b>	<b>19,049</b>	<b>25,130</b>	<b>27,085</b>	<b>28,620</b>
İndirgeme Oranı			0.81	0.67	0.55	0.45	0.37	0.30	0.25	0.20	0.17	0.15
SNA Bugünkü Değer (2023-2032)			76,705									
Sonsuz Değer (@ %5)			49,189									
Net Nakit (2022-yıl sonu)			11,567									
İştirak ve Azınlık Düzeltmeleri			2,069									
<b>12- Aylık Hedef Piyasa Değeri @ (1+özkaynak maliyeti)</b>			<b>175,808</b>									

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
<b>Net Satışlar</b>	<b>63,244</b>	<b>150,972</b>	<b>475,207</b>	<b>525,148</b>	<b>491,573</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,764</b>	<b>15,451</b>	<b>58,631</b>	<b>46,484</b>	<b>36,020</b>
Operasyonel Giderler	-2,012	-3,242	-7,135	-8,800	-9,756
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>-248</b>	<b>12,209</b>	<b>51,495</b>	<b>37,684</b>	<b>26,264</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>494</b>	<b>12,996</b>	<b>52,540</b>	<b>39,225</b>	<b>27,942</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-371	-11,744	-10,463	-4,106	-2,730
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-30	593	563	676	811
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	2	108	150	165	182
Finansal Gelir / (Gider)	-3,149	996	-6,527	-3,939	-5,054
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-3,795</b>	<b>2,161</b>	<b>35,219</b>	<b>30,479</b>	<b>19,472</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	1,372	1,275	-3,987	-3,986	-1,005
Azınlık Payları	71	117	250	212	148
<b>Net Kar</b>	<b>-2,494</b>	<b>3,319</b>	<b>30,982</b>	<b>26,281</b>	<b>18,319</b>
Hisse Başı Net Kar	-9.96	13.25	112.55	95.48	66.55
Hisse Başı Temettü	0.02	0.08	0.00	75.40	74.44

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>-248</b>	<b>12,209</b>	<b>51,495</b>	<b>37,684</b>	<b>26,264</b>
Amortisman ve İfa Payları	742	787	1,045	1,541	1,678
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,729	-2,167	-7,846	-2,680	-327
Ödenen Vergi	-112	-158	-5,749	-5,396	-3,916
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,059	-1,155	-3,076	-4,455	-8,187
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>2,052</b>	<b>9,516</b>	<b>35,870</b>	<b>26,694</b>	<b>15,513</b>
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	3.2%	6.3%	7.5%	5.1%	3.2%
Ödenen Temettü	-6	-20	0	-20,755	-20,489
<b>Net Nakitteki Artış (Azalış)</b>	<b>-996</b>	<b>-1,798</b>	<b>22,785</b>	<b>4,626</b>	<b>-11,683</b>

Büyüme	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	-29.4%	138.7%	214.8%	10.5%	-6.4%
Brüt Kar	-108.0%	-5022.5%	321.8%	-26.8%	-30.3%
FAVÖK	-87.0%	2529.7%	304.3%	-25.3%	-28.8%
Net Kar	-574.2%	-233.1%	833.4%	-15.2%	-30.3%

Karlılık	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Brüt Kar Marjı	2.8%	10.2%	12.3%	8.9%	7.3%
Operasyonel Gider Marjı	-3.2%	-2.1%	-1.5%	-1.7%	-2.0%
Faaliyet Kar Marjı	-0.4%	8.1%	10.8%	7.2%	5.3%
FAVÖK Marjı	0.8%	8.6%	11.1%	7.5%	5.7%
Net Kar Marjı	-3.9%	2.2%	6.5%	5.0%	3.7%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	-21.8%	18.9%	58.7%	44.0%	31.0%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	-6.1%	6.7%	34.0%	25.3%	17.1%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>30,663</b>	<b>65,429</b>	<b>126,574</b>	<b>160,151</b>	<b>149,284</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	19,825	20,400	49,738	60,472	52,260
Ticari Alacaklar	1,736	13,517	26,400	29,175	27,310
Stoklar	7,701	23,756	34,715	53,185	50,617
Diğer Dönen Varlıklar	1,402	7,756	15,721	17,319	19,097
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>30,505</b>	<b>37,106</b>	<b>44,189</b>	<b>47,457</b>	<b>56,289</b>
Maddi Duran Varlıklar	21,876	26,288	30,321	33,235	39,744
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	62	67	70	74	77
Kullanım Hakkı Varlıkları	199	182	191	201	211
Diğer Duran Varlıklar	8,368	10,569	13,606	13,947	16,257
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>61,169</b>	<b>102,535</b>	<b>170,763</b>	<b>207,608</b>	<b>205,573</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>28,341</b>	<b>64,002</b>	<b>93,433</b>	<b>121,564</b>	<b>118,572</b>
Finansal Borçlar	8,502	11,399	14,847	19,301	21,231
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	14,137	43,704	65,958	85,096	80,987
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,701	8,898	12,628	17,167	16,353
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>21,155</b>	<b>20,706</b>	<b>23,860</b>	<b>25,567</b>	<b>27,167</b>
Finansal Borçlar	20,743	20,219	23,324	24,978	26,518
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	412	487	536	590	649
<b>Özkaynaklar</b>	<b>11,673</b>	<b>17,828</b>	<b>53,470</b>	<b>60,477</b>	<b>59,834</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	11,446	17,557	52,820	59,741	59,106
Ödenmiş Sermaye	250	250	275	275	275
Rezerv ve Diğer Kalemler	7,411	10,203	14,459	15,855	17,390
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	6,278	3,784	7,104	17,330	23,121
Dönem Net Karı / (Zararı)	-2,494	3,319	30,982	26,281	18,319
Azınlık payları	226	270	651	736	728
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>61,169</b>	<b>102,535</b>	<b>170,763</b>	<b>207,608</b>	<b>205,573</b>

Borçluluk	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Borç (Nakit)	9,420	11,217	-11,567	-16,194	-4,510
Net Borç / FAVÖK	19.1	0.9	-0.2	-0.4	-0.2

Rasyo Analizi	2020	2021	2022T	2023T	2024T
F / K	-52.2	39.2	4.2	5.0	7.1
FD / FAVÖK	280.5	10.7	2.2	2.8	4.4
FD / Net Satışlar	2.2	0.9	0.2	0.2	0.2
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	15.9%	15.7%

Makro Tahminler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
US\$/TL Ortalama	7.01	8.91	16.62	20.72	21.26
US\$/TL Yıl sonu	7.42	13.33	19.22	20.58	21.85
EUR/TL Ortalama	8.04	10.49	17.34	20.40	23.81
EUR/TL Yıl sonu	9.12	15.09	19.85	22.44	26.21
TÜFE Ortalama	12.3%	19.6%	72.2%	45.4%	28.1%

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2022