

Tüpraş

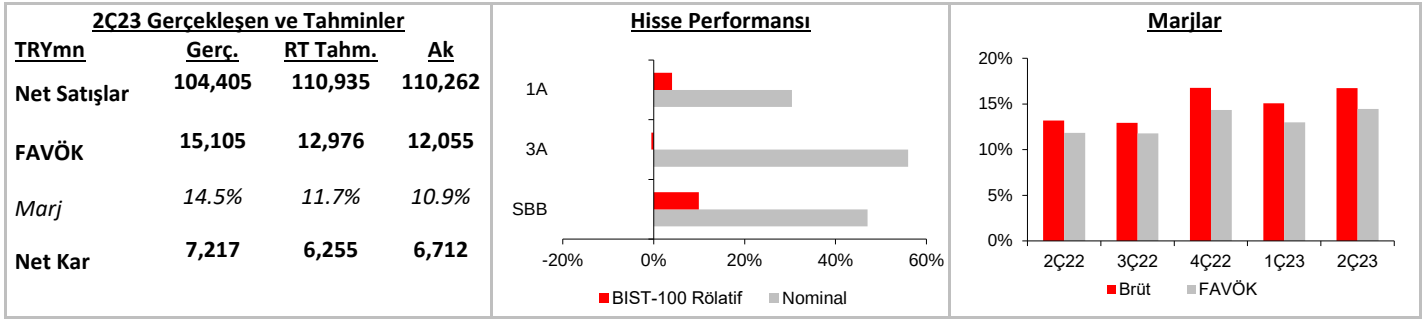
Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 103,4 TL
Hedef Fiyat: 129,0 TL

Analist Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

2Ç23 Bilanço Değerlendirmesi



Yüksek stok karları ve vergi geliri sebebiyle Tüpraş'ın 2Ç23 net karı beklentilerin üzerinde geldi...

- Tüpraş'ın 2Ç23 net karı 7.217milyon TL olurken, piyasa beklentisi 6.255 milyon TL, Ak Yatırım tahmini ise 6.712 milyon TL seviyesindeydi.** Net kar 2Ç23'te geçen senenin aynı dönemine göre %33 düşerken, 1Ç23'e göre %7 arttı. Tüpraş'ın 2Ç23'te FAVÖK'ü 15.105 milyon TL seviyesinde gerçekleşti, piyasa beklentisi 12.976 milyon TL, Ak Yatırım tahmini ise 12.055 milyon TL seviyesindeydi. FAVÖK 2Ç23'te geçen senenin aynı dönemine göre %7 düşerken 1Ç23'e göre ise %25 arttı. 6 aylık dönemde Tüpraş'ın net karı ve FAVÖK'ü sırasıyla 13.965 milyon TL (+%17 y/y) ve 27.161 milyon TL (+%29 y/y) oldu.
- Tüpraş'ın 2Ç23'te **üretim hacmi** yıllık %17 daralarak 5,9 milyon ton seviyesine geriledi. 1Ç23'te başlayan planlı bakım duruşlarının 2Ç23'e de sarkması nedeniyle **kapasite kullanımı** %82,7 seviyesinde gerçekleşti. Öte yandan, 4Ç23'teki bazı planlı bakım duruşlarının 2024'e ertelenmesi ve yüksek sezon nedeniyle 2.yarıda kapasite kullanımının yüksek olması bekleniyor. Şirketin bu dönemde **satış hacmi** 7,3 milyon ton olurken 2Ç22'ye göre yatay seviyede idi.
- Net rafineri marjı** 2Ç23'te 9,8 \$/v seviyesindeyken, 2Ç22'de 19,8 \$/v, 1Ç23'te ise 9,3 \$/v olarak kaydedilmişti. Akdeniz piyasasında 2Ç23 ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 17,0 dolar, 14,1 dolar ve 23,0 dolar seviyesinde olurken geçen senenin aynı dönemine göre %63, %68 ve 35'lik bir gerilemeye işaret etti. Hatırlanacağı gibi, 2Ç22'den itibaren Rusya-Ukrayna savaşının başlamasıyla beraber doğalgaz fiyatlarındaki sert yükseliş ve ürün arzıyla ilgili endişeler ürün marjlarının tarihi ortalamalarının çok üzerinde çıkmasına sebep olmuştu. Ürün marjları Şubat-2023'ten itibaren global ekonomik büyüme ile ilgili endişeler ve düşen doğalgaz fiyatlarına paralel olarak normalleşmeye başladı. Tüpraş'ın FAVÖK'ü bu çeyrekte 2Ç22'ye göre dolar bazında %29 düşerek 727 milyon dolar seviyesine geriledi. FAVÖK ve net rafineri marjındaki bozulma savaş sebebiyle tarihi ortalamalarının üzerine çıkan ürün marjlarında normalleşmeden kaynaklandı. Öte yandan, doğalgaz maliyetlerindeki gerileme, ağır-hafif ham petrol makasındaki açılma ve yüksek stok karları ürün marjlarındaki bozulmanın bir kısmını telafi etti. 2Ç23'te yüksek faaliyet karı ve kur farkı giderleri sebebiyle Tüpraş'ın **net karı** yıllık %33 daraldı.
- Tüpraş'ın **net nakit pozisyonu**, 1Ç23 sonuna göre %17 iyileşerek 10,1 milyar TL seviyesine yükseldi.
- Revize 2023 beklentileri:** Şirket yönetimi 2Ç23'teki düşük kapasite kullanımı ve zayıf ürün marjları sebebiyle net rafineri marjı beklentisini 11-12 \$/v seviyesinden 10-11 \$/v seviyesine çekti. Ancak bununla beraber ürün satış tonajı beklentisinde de yukarı yönlü bir revizyon olduğundan beklenen faaliyet karında nette önemli bir değişiklik olmayacağını tahmin ediyoruz.
- Yorum ve Tavsiye:** 2Ç23 finansal sonuçlarıyla ilgili açıklamanın hisseye hafif olumlu etki etmesini bekliyoruz. Tüpraş için 129,0 TL hedef hisse fiyatımızla beraber "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Yılın 2. yarısında tekrar bir nakit temettü açıklanması ihtimali, orta-distilat ürün marjlarında Nisan-23 seviyelerinden bir toparlanma ve tahminlerimizden güçlü seyreden yurt içi talep ortamı kısa vadede hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

Tahminlerde Revizyonlar

	Yeni			Eski		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	561,716	653,036	782,561	541,896	648,072	782,561
% büyüme	17%	16%	20%	12%	20%	21%
FAVÖK	54,877	45,416	41,698	50,982	43,899	41,698
FAVÖK Marjı	9.8%	7.0%	5.3%	9.4%	6.8%	5.3%
Net Kar	30,096	28,764	27,024	28,124	26,876	26,459
% büyüme	-26.7%	-4.4%	-6.0%	-31.5%	-4.4%	-1.6%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	4%	1%	0%			
FAVÖK	8%	3%	0%			
Net Kar	7%	7%	2%			
Hedef Fiyat	129.0			124.8		
Hedef Fiyat Değişimi	3.4%					

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç23	2Ç22	y/y	1Ç23	ç/ç	6A23	6A22	y/y
Net Satışlar	104,405	137,484	-24%	92,826	12%	197,232	215,130	-8%
Brüt Kar	17,474	18,118	-4%	13,997	25%	31,471	23,813	32%
Operasyonel Giderler	-2,644	-2,080	27%	-2,206	20%	-4,849	-3,161	53%
Faaliyet Karı	14,830	16,038	-8%	11,791	26%	26,621	20,652	29%
FAVÖK	15,105	16,278	-7%	12,057	25%	27,161	21,106	29%
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-6,408	-3,538	81%	-620	933%	-7,028	-5,061	39%
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	282	126	125%	257	10%	539	334	61%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-11	31	n.m.	9	n.m.	-1	33	n.m.
Finansal Gelir / (Gider)	-2,156	-1,475	46%	-752	187%	-2,908	-3,446	-16%
Vergi Öncesi Kar	6,538	11,180	-42%	10,686	-39%	17,224	12,512	38%
Vergi Geliri / (Gideri)	793	-326	n.m.	-3,893	n.m.	-3,100	-513	504%
Azınlık Payları	114	55	108%	45	156%	159	97	63%
Net Kar	7,217	10,799	-33%	6,748	7%	13,965	11,902	17%

Marjlar

Brüt Kar Marjı	16.7%	13.2%	3.6pps	15.1%	1.7pps	16.0%	11.1%	4.9pps
Operasyonel Gider Marjı	-2.5%	-1.5%	-1.0pps	-2.4%	-0.2pps	-2.5%	-1.5%	-1.0pps
Faaliyet Kar Marjı	14.2%	11.7%	2.5pps	12.7%	1.5pps	13.5%	9.6%	3.9pps
FAVÖK Marjı	14.5%	11.8%	2.6pps	13.0%	1.5pps	13.8%	9.8%	4.0pps
Net Kar Marjı	6.9%	7.9%	-0.9pps	7.3%	-0.4pps	7.1%	5.5%	1.5pps

Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu	2Ç23	2Ç22	y/y	1Ç23	ç/ç	6A23	6A22	y/y
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,757	28,544	-94%	4,081	-57%	5,838	30,834	-81%
Düzeltilme Öncesi Kar	7,331	11,063	-34%	6,793	8%	14,124	11,999	18%
Amortisman ve İtfa Payları	275	241	14%	265	4%	540	454	19%
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,659	4,612	n.m.	-3,747	-56%	-5,407	5,490	n.m.
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-4,190	12,628	n.m.	770	n.m.	-3,419	12,892	n.m.
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-911	-674	35%	158	n.m.	-753	-672	12%
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,077	-674	60%	-1,997	-46%	-3,074	-912	237%
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	166	0	#DIV/0!	2,155	-92%	2,321	240	867%
Serbest Nakit Akımı	846	27,870	-97%	4,239	-80%	5,085	30,162	-83%
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	784	-7,850	n.m.	-11,444	n.m.	-10,659	-18,930	-44%
Yabancı Para Çevrim Farkları ve Diğer	3,478	180	1829%	331	950%	3,810	2,494	53%
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	5,109	20,201	-75%	-6,874	n.m.	-1,765	13,726	n.m.

Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2Ç23	2Ç22	y/y	1Ç23	ç/ç
Dönen Varlıklar	128,564	120,342	7%	100,818	28%
Nakit ve Nakit Benzerleri	46,409	37,503	24%	39,147	19%
Ticari Alacaklar	30,631	26,999	13%	17,067	79%
Stoklar	39,450	46,901	-16%	35,412	11%
Diğer Dönen Varlıklar	12,074	8,939	35%	9,192	31%
Duran Varlıklar	53,388	39,693	35%	50,278	6%
Maddi Duran Varlıklar	35,385	26,729	32%	34,582	2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	584	56	941%	594	-2%
Kullanım Hakkı Varlıkları	242	137	77%	241	0%
Diğer Duran Varlıklar	17,177	12,772	34%	14,861	16%
Toplam Varlıklar	181,952	160,035	14%	151,096	20%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	85,488	112,043	-24%	68,225	25%
Finansal Borçlar	10,154	12,895	-21%	10,506	-3%
Ticari Borçlar	59,047	83,470	-29%	40,623	45%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,287	15,678	4%	17,096	-5%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	28,108	19,842	42%	21,378	31%
Finansal Borçlar	26,166	19,207	36%	20,033	31%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,942	635	206%	1,345	44%
Özkaynaklar	68,356	28,150	143%	61,493	11%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	67,775	27,798	144%	60,998	11%
Ödenmiş Sermaye	1,927	250	669%	275	600%
Rezerv ve Diğer Kalemler	17,391	8,937	95%	19,092	-9%
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	34,492	7,104	386%	34,882	-1%
Dönem Net Karı / (Zararı)	13,965	11,507	21%	6,748	107%
Azınlık payları	581	352	65%	496	17%
Toplam Kaynaklar	181,952	160,035	14%	151,096	20%
Net Borç (Nakit)	-10,089	-5,401	87%	-8,608	17%

Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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