

## TUPRS / Tüpraş

Hedef Fiyat: 147 TL

Şirket, 2Ç23 döneminde 7.217 mn TL net kar açıkladı. Net kar yıllık bazda %33,2 azalış gösterirken, bir önceki çeyreğe göre ise %7 arttı. Piyasa beklentisi net karın 6.135 mn TL gelmesi yönündeydi. Yıllık bazda 2Ç23 döneminde brüt kar marjındaki artış, pazarlama giderlerindeki ve dönem vergi giderindeki azalma Şirket'in karlılığını desteklese de, satış gelirlerinin %24 azalması, ürün marjlarındaki daralma, genel yönetim giderindeki ve ticari borçlardan kaynaklı kur farkı zararlarındaki artış Şirket'in karlılığının yıllık bazda azalmasında etkili oldu. Şirket'in net kar marjı ise çeyreklik bazda 0,4 puan, yıllık bazda 0,9 puan azalarak %7,85'den %6,91'e geriledi.

**Satış gelirlerindeki %24'lük gerileme dikkat çekti...**

Şirket'in 2Ç23 satış geliri ortalama piyasa beklentisi olan 110.455 mn TL'nin altında 104.405 mn TL olarak gerçekleşti. Şirket'in 2Ç23 satışları yıllık bazda %24,1 azalış gösterirken çeyreklik bazda %12,5 artış gösterdi. Satışların azalmasında petrol fiyatlarında devam eden geri çekilme, satışların %1,4 azalarak 7.334 bin tondan 7.231 bin tona düşmesi, periyodik bakım ve iyileştirmeler etkili oldu. Şirket'in brüt kar marjı çeyreklik bazda 1,7 puan, yıllık bazda ise 3,6 puan artışla %13,18'den %16,74 seviyesine yükseldi.

**FAVÖK beklentileri aştı...**FAVÖK yıllık bazda %7,1 azalış, çeyreklik bazda ise %25,3 artış göstererek 15.105 mn TL olarak gerçekleşti. Piyasa beklentisi 12.939 mn TL gelmesi yönündeydi. FAVÖK marjı ise yıllık 2,6 puan artışla %14,47 seviyesinde gerçekleşti. Şirket, bir önceki çeyrekte %12,99 FAVÖK marjı elde etmişti.

**6 Aylık Sonuçlar...**2022 yılının ilk 6 ayına baktığımızda Şirket'in satış gelirleri yıllık bazda %8,3 azalarak 197.232 mn TL olarak gerçekleşti. Brüt kar marjı 4,9 puan artışla %15,96, FAVÖK marjı 4,0 puan artışla %13,77, net kar marjı ise 1,5 puan artışla %7,08 seviyesinde gerçekleşti. Şirket'in FAVÖK'ü %28,7 artışla 21.161 mn TL olurken net dönem karı %17,3 artışla 13.965 mn TL olarak hesaplandı.

Kapasite kullanım oranının %92,3'den %76,7 seviyesine gerilemesi ve ton bazında satışların %2 düşerek 13.528 bin ton olarak gerçekleşmesi satış gelirlerinin azalmasında önemli etken olurken, üretimin %17 azalmasının da etkisiyle marjlarda gerçekleşen iyileşme karlılığı destekledi. Şirket'in net rafine marjı ise yılın ilk 6 ayında 13,0 \$/v seviyesinden 9,6 \$/v seviyesine gerilemiştir.

**Piyasa Bilgileri**

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| Kapanış (TL)                 | 103,40    |
| Piyasa Değeri (mn TL)        | 199.230,7 |
| Halka Açık Piy. Değ. (mn TL) | 97.623,0  |
| Bugünkü Sermaye (bin TL)     | 1.926.796 |
| Halka Açık Sermaye           | 944.130   |
| Halka Açıklık Oranı          | %49       |

**Hisse Performansı (TL)**

|                | Değ. (%) |
|----------------|----------|
| 1 Aylık        | 30,4     |
| 3 Aylık        | 56,0     |
| Yılbaşına göre | 47,0     |
| Son 1 Yıl      | 190,3    |

**Relatif Performans (TL)  
(Bist 100'e Göre)**

|                | Değ. (%) |
|----------------|----------|
| 1 Aylık        | 4,1      |
| 3 Aylık        | -0,2     |
| Yılbaşına göre | 12,2     |
| Son 1 Yıl      | 4,3      |

**Piyasa Çarpanları**

|       |     |
|-------|-----|
| F/K   | 4,6 |
| PD/DD | 2,9 |
| FD/NS | 0,4 |

**Bilanço Özeti (Bin TL)**

|                     | 2023/06     |
|---------------------|-------------|
| Aktifler            | 181.952.168 |
| Net Borç            | -10.089.289 |
| Net Döviz Pozisyonu | -198.691    |
| Net Satışlar        | 197.231.550 |
| FAVÖK               | 27.161.174  |
| Net Kar/Zarar       | 13.965.317  |

| Özet Gelir Tablosu (bin TL) | 2Ç23        | 2Ç22        | Değ. (%) | 1Ç23       | Değ. (%) | 6A23        | 6A22        | Değ. (%) |
|-----------------------------|-------------|-------------|----------|------------|----------|-------------|-------------|----------|
| Net Satışlar                | 104.405.175 | 137.484.387 | -24,1    | 92.826.375 | 12,5     | 197.231.550 | 215.130.065 | -8,3     |
| Brüt Faaliyet Karı          | 17.473.704  | 18.117.720  | -3,6     | 13.997.254 | 24,8     | 31.470.958  | 23.812.999  | 32,2     |
| Faaliyet Giderleri          | 2.643.665   | 2.080.093   | 27,1     | 2.205.822  | 19,8     | 4.849.487   | 3.160.971   | 53,4     |
| Finansman Gelir/Gider       | -2.155.668  | -1.475.179  | a.d.     | -751.990   | a.d.     | -2.907.658  | -3.446.353  | a.d.     |
| Esas Faaliyet Karı          | 14.830.039  | 16.037.627  | -7,5     | 11.791.432 | 25,8     | 26.621.471  | 20.652.028  | 28,9     |
| FAVÖK                       | 15.104.584  | 16.258.011  | -7,1     | 12.056.590 | 25,3     | 27.161.174  | 21.105.622  | 28,7     |
| Ana Ortaklık Net Kar        | 7.217.244   | 10.799.096  | -33,2    | 6.748.073  | 7,0      | 13.965.317  | 11.901.825  | 17,3     |

| Oranlar                 | 2Ç23 | 2Ç22 | Fark | 1Ç23 | Fark | 6A23 | 6A22 | Fark |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Brüt Karı Marjı (%)     | 16,7 | 13,2 | 3,6  | 15,1 | 1,7  | 16,0 | 11,1 | 4,9  |
| Esas Faa.Karı Marjı (%) | 14,2 | 11,7 | 2,5  | 12,7 | 1,5  | 13,5 | 9,6  | 3,9  |
| Favök Marjı (%)         | 14,5 | 11,8 | 2,6  | 13,0 | 1,5  | 13,8 | 9,8  | 4,0  |
| Net Kar Marjı (%)       | 6,9  | 7,9  | -0,9 | 7,3  | -0,4 | 7,1  | 5,5  | 1,5  |

**TUPRS / Tüpraş**

**Net nakit pozisyonundaki iyileşme sürüyor...**Şirket 2Ç23 dönemini 10.089 mn TL net nakit pozisyonu ile kapattı. 2Ç22 dönemin net nakit pozisyonu 5.401 mn TL, 1Ç23 döneminde ise 8.608 mn TL seviyesindeydi. Şirket'in yabancı para pozisyonu ise bir önceki çeyreğe göre gerileyerek 6.570 mn TL net döviz fazlasından 199 mn TL net döviz açık pozisyonuna gerilemiştir. Net borç/FAVÖK rasyosu ise -0,2 seviyesinde gerçekleşti. 30 Haziran 2023 itibarıyla şirketin 198,7 milyon TL döviz açığı bulunmaktadır.

**Şirket'in nakit değerleri azaldı...**Şirketin nakit değerleri 2022 yıl sonuna göre 1,8 milyar TL azalarak 39,6 milyar TL oldu. İşletme faaliyetlerinden 5,8 milyar TL nakit girişi sağlandı. Yatırım faaliyetlerinden 752,7 milyon TL nakit çıkışı olurken finansman faaliyetlerinden 10,7 milyar TL nakit çıkışı oldu.

**2023 Yılı Beklentileri...**Şirket ilk çeyrekte açıkladığı öngörülerini revize ederek 2023 yılı net rafineri marjının 11 – 12 \$/v seviyesinden 10 – 11 \$/v seviyesine düşürmesine karşın toplam satış hacmini 28 - 29 milyon tondan 29 - 30 milyon tona revize etmiştir. Kapasite kullanım oranını öngörüsünü %85-90 seviyesinde ve üretim beklentisini 24 - 25 milyon ton seviyesinde ise sabit bırakmıştır. Ayrıca Şirket, 350 Milyon dolar toplam yatırım harcaması yapmayı hedeflemekte olup yatırımlarının yaklaşık %60'ını sürdürülebilir odaklı olmasını öngörmektedir.

**Değerlendirme & Hedef Fiyat...**Şirket'in net rafineri marjını aşağı yönlü revize etmesine karşın satış miktarını yukarı yönlü revize etmesini olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ürün marjlarındaki gelişmeler Şirket'in karlılığı konusunda belirleyici olacak. Buna karşın iç tüketimde oluşabilecek talep azalması ise Şirket'in karlılığı üzerinde baskıyı artırabilir. TUPRS için İNA modelimize göre hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımızı 104 TL'den 147 TL'ye revize ediyoruz.

| Bilanço (Bin TL)  | 2020         | 2021         | 2022          | 2022/06       | 2023/06       | Değ.(%) |
|---|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                    | 31.281.757   | 66.515.384   | 119.710.705   | 120.342.056   | 128.564.158   | 6,8     |
| Hazır Değerler  | 20.319.133   | 21.176.186   | 47.635.158    | 37.229.784    | 46.342.824    | 24,5    |
| Ticari Alacaklar  | 1.840.427    | 13.796.682   | 21.417.520    | 26.999.095    | 30.630.746    | 13,5    |
| Diğer Alacaklar   | 19.464       | 20.566       | 40.622        | 31.477        | 81.321        | 158,4   |
| Stoklar   | 7.700.630    | 23.757.526   | 36.046.008    | 46.900.891    | 39.449.976    | -15,9   |
| Diğer Dönen Varlıklar                                     | 781.270      | 3.747.234    | 8.090.400     | 5.932.101     | 9.500.306     | 60,2    |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                    | 32.332.472   | 39.741.727   | 49.181.630    | 39.693.109    | 53.388.010    | 34,5    |
| Ticari Alacaklar  | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | a.d.    |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                             | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | a.d.    |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar                 | 1.326.490    | 2.150.156    | 2.962.632     | 2.328.652     | 3.488.531     | 49,8    |
| Maddi Duran Varlıklar                                     | 23.457.048   | 28.316.299   | 32.904.315    | 26.728.639    | 35.384.906    | 32,4    |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                             | 255.241      | 562.785      | 556.630       | 56.135        | 584.099       | 940,5   |
| Diğer Duran Varlıklar                                     | 1.830.124    | 1.917.226    | 2.601.153     | 2.153.617     | 3.004.589     | 39,5    |
| <b>TOPLAM AKTİFLER</b>                                    | 63.614.229   | 106.257.111  | 168.892.335   | 160.035.165   | 181.952.168   | 13,7    |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                          | 28.766.431   | 64.828.702   | 78.895.410    | 112.043.250   | 85.487.521    | -23,7   |
| Finansal Borçlar  | 2.099.840    | 631.946      | 863.318       | 584.209       | 3.335.393     | 470,9   |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 6.434.389    | 10.996.265   | 11.131.173    | 12.310.974    | 6.818.128     | -44,6   |
| Ticari Borçlar  | 14.204.175   | 43.837.455   | 52.698.764    | 83.469.920    | 59.046.795    | -29,3   |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar                              | 6.028.027,00 | 9.363.036,00 | 14.202.155,00 | 15.678.147,00 | 16.287.205,00 | 3,9     |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                          | 21.922.365   | 22.347.409   | 22.811.153    | 19.841.623    | 28.108.395    | 41,7    |
| Finansal Borçlar  | 21.147.715   | 21.565.453   | 21.274.459    | 19.207.072    | 26.166.154    | 36,2    |
| Ticari Borçlar  | 0,00         | 0,00         | 0,00          | 0,00          | 0,00          | a.d.    |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar                              | 774.650,00   | 781.956,00   | 1.536.694,00  | 634.551,00    | 1.942.241,00  | 206,1   |
| <b>Öz Sermaye</b>   | 12.697.579   | 18.808.958   | 66.743.279    | 27.797.838    | 67.775.033    | 143,8   |
| <b>TOPLAM PASİFLER</b>                                    | 63.614.229   | 106.257.111  | 168.892.335   | 160.035.165   | 181.952.168   | 13,7    |

| Temel Rasyolar             | 2020  | 2021  | 2022  | 2022/06 | 2023/06 |
|----------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Cari Oran                  | 1,1   | 1,0   | 1,5   | 1,1     | 1,5     |
| Likitide Oran              | 0,8   | 0,6   | 1,0   | 0,6     | 0,9     |
| Toplam Borç / Toplam Aktif | 79,7  | 82,0  | 60,2  | 82,4    | 62,4    |
| T. Finansal borç / Aktif   | 46,7  | 31,2  | 19,7  | 20,1    | 20,0    |
| Toplam Borç / Özsermaye    | 399,2 | 463,5 | 152,4 | 474,4   | 167,6   |

| Gelir Tablosu (Bin TL)                      | 2Ç22        | 2Ç23        | Değ. (%) | 6A22        | 6A23        | Değ. (%) |
|---|-------------|-------------|----------|-------------|-------------|----------|
| Satış Gelirleri                             | 137.484.387 | 104.405.175 | -24,1    | 215.130.065 | 197.231.550 | -8,3     |
| Satışların Maliyeti                         | 119.366.667 | 86.931.471  | -27,2    | 191.317.066 | 165.760.592 | -13,4    |
| Brüt Kar/Zarar                              | 18.117.720  | 17.473.704  | -3,6     | 23.812.999  | 31.470.958  | 32,2     |
| Faaliyet Giderleri                          | 2.080.093   | 2.643.665   | 27,1     | 3.160.971   | 4.849.487   | 53,4     |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı               | 16.037.627  | 14.830.039  | -7,5     | 20.652.028  | 26.621.471  | 28,9     |
| Esas Faaliyet Karı                          | 12.499.258  | 8.422.276   | -32,6    | 15.591.187  | 19.593.366  | 25,7     |
| FAVÖK (Faiz, amortisman ,vergi öncesi kar ) | 16.258.011  | 15.104.584  | -7,1     | 21.105.622  | 27.161.174  | 28,7     |
| Ana Ortaklık Net Kar                        | 10.799.096  | 7.217.244   | -33,2    | 11.901.825  | 13.965.317  | 17,3     |

| Karlılık Oranları | 2Ç22 | 2Ç23 | 6A22 | 6A23 |
|-------------------|------|------|------|------|
| Brüt Kar Marjı    | 13,2 | 16,7 | 11,1 | 16,0 |
| Favök Marjı       | 11,8 | 14,5 | 9,8  | 13,8 |
| Net Kar Marjı     | 7,9  | 6,9  | 5,5  | 7,1  |

Kaynak : *Integral Yatırım Menkul Değerler, Finnet*

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:**

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.

**Çekince:** Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

**Sorumluluğun Sınırlandırılması:** İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

**Büyükdere Cd. 59. Sk. Spine Tower No:243 Kat:2 34398 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL**

**tel : 444 1 858 (ULU)**

**fax : 0212 328 30 81**

**Mersis No : 0 478 051 8427 000 17**

**[www.integralyatirim.com.tr](http://www.integralyatirim.com.tr)**