

## TUPRS / Tüpraş

Hedef Fiyat: 215 TL

Tüpraş (TUPRS), 2023 yılının tamamında 53.577,3 milyon TL net kar elde etti. Şirket'in net karı 2022 yılına göre %13 azalış gösterdi. Enflasyonun faiz oranlarının üzerinde seyretmesi sonucu parasal kazanç/kayıp kaleminin 13.280 milyon TL kazançtan 11.747 milyon TL kayba gerilemesi Şirket'in karlılığının azalmasında ana etken olurken satış gelirlerinin %25 azalması, genel yönetim ve vergi giderindeki artış ise karlılığı baskılayan diğer faktörler oldu. Buna karşın Şirket'in brüt kar marjındaki güçlü iyileşme, ticari alacaklardan oluşan kur farkı geliri artışı, maddi duran varlıklarda gerçeğe uygun değer değişimi zararının oluşmaması ile faiz gelirlerindeki ve ertelenmiş vergi gelirlerindeki artış karlılığı destekledi. Şirket'in net kar marjı 12 aylık dönemde 1,12 puan artarak %7,8 seviyesinde gerçekleşti.

**Brüt kar marjı %15,98 olarak gerçekleşti...** Şirket'in net satış geliri 2023 yılının tamamında 2022 yılına kıyasla %25 azalarak 686.529 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirket'in yurt içi satışları %23 azalarak 573.868 milyon TL, yurt dışı satışları ise %31 azalarak 123.161 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirket'in ton bazında üretimi son iki çeyrekte gerçekleşen 7 milyon tonun üzerinde üretimle 24,9 milyon ton olurken, bir önceki yıl gerçekleşen 26,0 milyon tonun altında kaldı. Ton bazında satışlar ise 2022 yılının 0,2 milyon ton üzerinde 29,5 milyon ton olarak gerçekleşti. Şirket'in net rafineri marjı (\$/v) 16,5'den 16,0 seviyesine gerilerken kapasite kullanım oranı 2022 yılında gerçekleşen %91,6'nın altında %87,5 olarak gerçekleşti. Bakımların tamamlanması sonrası son 2 çeyrek gerçekleşen yüksek kapasite kullanım oranı, yıllık bazda %87,5 olarak gerçekleşen kapasite kullanım oranını destekledi. Ürün marjı bazında ise YKFO ve benzin marjları 2022 yılının üzerinde gerçekleşirken dizel ve jet yakıtı marjları 2022 yılının gerisinde kaldı. Şirket'in 2023 yılı brüt karı %3 azalarak 109.732 milyon TL olarak olurken brüt kar marjı 3,6 puan artarak %15,98 seviyesinde gerçekleşti.

**FAVÖK %7 daralırken FAVÖK marjı 2,8 puan arttı...** FAVÖK 12A23 döneminde %7 daralarak 15.105 milyon TL olarak gerçekleşti. FAVÖK'ün azalmasında net rafineri marjının azalması etkili oldu. FAVÖK marjı ise 2,8 puan artışla %14,2 olarak hesaplandı.

## Piyasa Bilgileri

Kapanış (TL)	161,40
Piyasa Değeri (mn TL)	310.984,8
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	152.382,6
Bugünkü Sermaye (bin TL)	1.926.796
Halka Açık Sermaye	944.130
Halka Açıklık Oranı	%49

## Hisse Performansı (TL)

	Değ. (%)
1 Aylık	3,9
3 Aylık	4,7
Yılbaşına göre	12,9
Son 1 Yıl	108,8

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

	Değ. (%)
1 Aylık	1,1
3 Aylık	-4,9
Yılbaşına göre	-5,3
Son 1 Yıl	22,2

## Piyasa Çarpanları

F/K	5,8
PD/DD	1,5
FD/NS	0,4

## Bilanço Özeti (Bin TL)

	2023/12
Aktifler	366.793.673
Net Borç	-62.697.451
Net Döviz Pozisyonu	787.257
Net Satışlar	686.528.507
FAVÖK	96.240.046
Net Kar/Zarar	53.577.336

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	4Ç23	4Ç22	Değ. (%)	3Ç23	Değ. (%)	12A23	12A22	Değ. (%)
Net Satışlar	304.159.791	551.012.196	-44,8	185.137.166	64,3	686.528.507	916.751.060	-25,1
Brüt Faaliyet Karı	45.458.295	69.769.035	-34,8	32.803.135	38,6	109.732.388	113.079.718	-3,0
Faaliyet Giderleri	10.954.806	11.008.706	-0,5	3.751.583	192,0	19.555.876	16.159.156	21,0
Finansman Gelir/Gider	-1.530.161	-9.218.428	a.d.	-755.972	a.d.	-5.193.791	-13.460.723	a.d.
Esas Faaliyet Karı	34.503.489	58.760.329	-41,3	29.051.552	18,8	90.176.512	96.920.562	-7,0
FAVÖK	39.720.479	64.361.691	-38,3	29.358.393	35,3	96.240.046	103.202.179	-6,7
Ana Ortaklık Net Kar	18.305.771	37.857.595	-51,6	21.306.248	-14,1	53.577.336	61.313.713	-12,6

Oranlar	4Ç23	4Ç22	Fark	3Ç23	Fark	12A23	12A22	Fark
Brüt Karı Marjı (%)	14,9	12,7	2,3	17,7	-2,8	16,0	12,3	3,6
Esas Faa.Karı Marjı (%)	11,3	10,7	0,7	15,7	-4,3	13,1	10,6	2,6
Favök Marjı (%)	13,1	11,7	1,4	15,9	-2,8	14,0	11,3	2,8
Net Kar Marjı (%)	6,0	6,9	-0,9	11,5	-5,5	7,8	6,7	1,1

**TUPRS / Tüpraş**

**Net nakit pozisyonu artıyor...** Şirket'in 2022 yılında 27,2 milyar TL net nakdi bulunurken, 2023 yılında net nakit pozisyonunu güçlendirerek 62,7 milyar TL seviyesine yükseltti. Net borç/FAVÖK rasyosu ise -0,7 seviyesinde gerçekleşti. 31 Aralık 2023 itibarıyla şirketin 787,3 milyon TL döviz fazlası bulunmaktadır.

**2024 yılı beklentileri...** Şirket'in 2024 yılı beklentileri kapsamında Tüpraş ürün marjının ~14\$/v seviyesinde, üretimin ~26 milyon ton seviyesinde, satışların ~30 milyon ton seviyesinde ve kapasite kullan oranının %85-90 arasında olmasını beklenmekte olup konsolide yatırım harcamalarının ~500 milyon\$ olması öngörülmektedir.

**Değerlendirme...** Satışların %25 azalmasına karşın marjlardaki iyileşmeyi olumlu olarak değerlendiriyoruz. Son iki çeyrek %97 ve %99 seviyesinde gerçekleşen kapasite kullan oranı karlılığı desteklese de net rafineri marjının azalması ve parasal kazanç/kayıp kalemindeki değişim karlılığı baskıladı. Şirket'in 2024 beklentileri kapsamında üretimini ve satışlarını 2023 yılına kıyasla artırmayı beklemesini pozitif olarak değerlendirirken 2023 yılı beklentilerinin üzerinde gelen (beklenti: 11 – 12 \$/v) Tüpraş net rafineri marjı beklentisinin 2024 yılı için ~14\$/v seviyesinde olacağını öngörülmesini ise sınırlı negatif olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca Şirket 05.04.2024 tarihinde brüt 10,38 TL, net olarak 9,34 TL temettü ödemeyi planlamaktadır. İNA Modelimize göre Tüpraş için 12 Aylık hedef fiyatımızı 206 TL TL'den 215 TL'ye yukarı yönlü revize ediyoruz.

Bilanço (Bin TL)	2019	2020	2021	2022/12	2023/12	Değ.(%)
<b>Dönen Varlıklar</b>	27.918.955	31.281.757	66.515.384	197.509.966	201.149.421	1,8
Hazır Değerler	10.652.009	20.319.133	21.176.186	78.489.840	97.321.744	24,0
Ticari Alacaklar	4.787.906	1.840.427	13.796.682	35.290.273	40.439.432	14,6
Diğer Alacaklar	45.617	19.464	20.566	66.934	127.632	90,7
Stoklar	9.468.581	7.700.630	23.757.526	59.452.710	44.464.007	-25,2
Diğer Dönen Varlıklar	2.424.088	781.270	3.747.234	13.331.771	14.752.303	10,7
<b>Duran Varlıklar</b>	27.592.603	32.332.472	39.741.727	150.190.516	165.644.252	10,3
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	a.d.
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0	a.d.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.362.777	1.326.490	2.150.156	7.571.139	8.293.884	9,5
Maddi Duran Varlıklar	20.334.715	23.457.048	28.316.299	128.588.094	133.839.201	4,1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	51.744	255.241	562.785	2.808.805	4.255.217	51,5
Diğer Duran Varlıklar	1.577.543	1.830.124	1.917.226	8.501.573	9.896.408	16,4
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	55.511.558	63.614.229	106.257.111	347.700.482	366.793.673	5,5
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	28.120.266	28.766.431	64.828.702	130.003.677	155.270.974	19,4
Finansal Borçlar	1.798.683	2.099.840	631.946	1.422.514	2.357.601	65,7
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.379.019	6.434.389	10.996.265	18.341.159	27.610.435	50,5
Ticari Borçlar	17.816.174	14.204.175	43.837.455	86.838.700	97.956.168	12,8
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	5.126.390,00	6.028.027,00	9.363.036,00	23.401.304,00	27.346.770,00	16,9
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	14.254.752	21.922.365	22.347.409	38.284.238	8.581.932	-77,6
Finansal Borçlar	13.898.092	21.147.715	21.565.453	35.054.547	5.358.081	-84,7
Ticari Borçlar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	a.d.
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	356.660,00	774.650,00	781.956,00	3.229.691,00	3.223.851,00	-0,2
<b>Öz Sermaye</b>	12.962.835	12.697.579	18.808.958	177.884.478	200.763.253	12,9
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	55.511.558	63.614.229	106.257.111	347.700.482	366.793.673	5,5

Temel Rasyolar	2019	2020	2021	2022/12	2023/12
Cari Oran	1,0	1,1	1,0	1,5	1,3
Likitide Oran	0,6	0,8	0,6	1,0	0,9
Toplam Borç / Toplam Aktif	76,3	79,7	82,0	48,4	44,7
T. Finansal borç / Aktif	34,4	46,7	31,2	15,8	9,6
Toplam Borç / Özsermaye	326,9	399,2	463,5	94,6	81,6

Gelir Tablosu (Bin TL)	4Ç22	4Ç23	Değ. (%)	12A22	12A23	Değ. (%)
Satış Gelirleri	551.012.196	304.159.791	-44,8	916.751.060	686.528.507	-25,1
Satışların Maliyeti	481.243.161	258.701.496	-46,2	803.671.342	576.796.119	-28,2
Brüt Kar/Zarar	69.769.035	45.458.295	-34,8	113.079.718	109.732.388	-3,0
Faaliyet Giderleri	11.008.706	10.954.806	-0,5	16.159.156	19.555.876	21,0
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	58.760.329	34.503.489	-41,3	96.920.562	90.176.512	-7,0
Esas Faaliyet Karı	46.928.073	27.144.313	-42,2	76.252.790	73.627.774	-3,4
FAVÖK (Faiz, amortisman ,vergi öncesi kar )	64.361.691	39.720.479	-38,3	103.202.179	96.240.046	-6,7
Ana Ortaklık Net Kar	37.857.595	18.305.771	-51,6	61.313.713	53.577.336	-12,6

Karlılık Oranları	4Ç22	4Ç23	12A22	12A23
Brüt Kar Marjı	12,7	14,9	12,3	16,0
Favök Marjı	11,7	13,1	11,3	14,0
Net Kar Marjı	6,9	6,0	6,7	7,8

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)