

TÜPRAŞ

Marjlarla desteklenen parlak 3Ç22 sonuçları...

Tahminlerin üzerinde güçlü 3Ç22 finansal sonuçlar, orta distilat ürün marjlarındaki güçlü trendi ve Entek satın alımıyla gerçekleşen ön lisans başvuruları ışığında Tüpraş <TUPRS TI> için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı yukarı yönlü revize ediyoruz. TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 338,00 TL'den, 707,00 TL'ye yükseltirken, AL tavsiyemizi koruyoruz. Yılbaşından bu yana iyileşen orta distilat ve benzin ürün marjları, rafineri ürünlerine yönelik devam eden güçlü talep ve Stratejik Dönüşüm Planı kapsamında Entek satın alımı daha parlak görünüm için ana katalistler olmaya devam ediyor. Tüpraş, 2023T dönemi tahminlerimizde 3,2x FD/FAVÖK ve 4,2x F/K çarpanından işlem görmektedir

Güçlü operasyonel performans 3Ç22 finansallarını destekledi... Tüpraş, 3Ç22 sonuçlarını piyasa beklentisinin %45 üzerinde 11,6 milyar TL net kar ile açıkladı. %11,8 FAVÖK marjıyla 17,8 milyar TL düzeyinde gerçekleşen güçlü operasyonel karlılık, net karlılığın beklentiler üzerinde gerçekleşmesini destekledi. 3Ç22'de gerçekleşen 11,6 milyar TL net karlılık yıllık bazda %1007, çeyreksel bazda ise %9 oranında artış kaydetti. Rafineri ürünlerine yönelik devam eden güçlü talep etkisiyle 3Ç22'de geçen yılın aynı döneminin %7 üzerinde 8,5 milyon ton ürün satışı gerçekleşirken, limitli orta distilat ürün arzıyla 3Ç21'deki 5.9\$/V olan net rafineri marjı 3Ç22 itibarıyla 18.3\$/V seviyesine yükselmiştir.

Ürün marjlarında güçlü trend devam ediyor.... Kasım ayı dizel ürün marjı yıllık bazda %321 artışla 43,8 \$/V seviyesine yükselirken, jet yakıtı ürün marjı ise yıllık bazda %380 artışla 38,4\$/v seviyesinde gerçekleşti. Yüksek mobilitenin desteğiyle Kasım ayı benzin marjları ise yıllık bazda %106 artışla 21,8 \$/v seviyesine yükselmiştir.

2022 kazançlarından yüksek temettü potansiyeli... Tüpraş düzenli temettü ödeyen ve stratejik dönüşüm sürecinde temettü ödeme politikasını devam ettirmeyi hedefleyen bir şirket. Ancak, pandemi döneminde oluşan geçmiş yıl zararı nedeniyle 2019'dan beri temettü dağıtamadı. Ürün marjıyla desteklenen parlak 9A22 finansal sonuçları ışığında, Tüpraş'ın 2022 net karından 2023'te 24,6 milyar TL temettü dağıtacağını ve %17,6 temettü verimine işaret edeceğini tahmin ediyoruz.

Tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz... Tüpraş, 3Ç22 finansal sonuçlarının ardından 2022 yılına ilişkin beklentilerini korudu. Buna göre şirket, 2022T dönemi için 13-14\$/v net rafineri marjı, 26-27mn ton üretim, 28-29mn ton satış, %90 - %95 kapasite kullanım oranı ile ~200mn USD tutarında yatırım harcaması öngörmektedir. Net rafineri marjındaki güçlü görünümün ışığında, 2022T dönemi için FAVÖK beklentimizi 30.4 milyar TL'den, 55.1 milyar TL'ye, net kar beklentimizi ise 19 milyar TL'den, 34.6 milyar TL'ye yükseltiyoruz.

Beklenenden daha zayıf ürün marjları, daralan ham petrol fiyat makası, iç talepte azalma, yüksek enerji fiyatları değerlememizde Tüpraş için ana riskleri oluşturacaktır.

Tavsiye

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeliTL 707,00
%40

Pay bilgileri

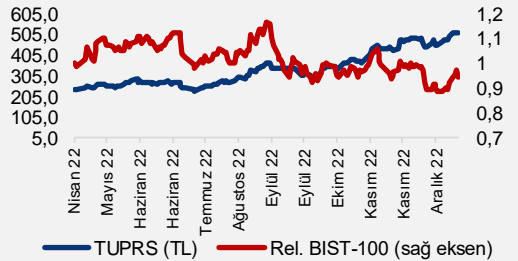
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (29.12.2022)	506,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	227,8 / 508,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	139417 - 7.457
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	275 - 49%
Yabancı Takas Oranı	38,40%
Pazar	Yıldız
Sektör	Enerji

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	174,8	160,4	110,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	71%	486%
USD	4%	70%	159%
BIST-100'e göre performans	-5%	-2%	44%

Tahminler (TL mn)	2020	2021	2022T
Net satışlar	63.244	150.972	490.811
FAVÖK	494	12.996	55.086
Net kâr	-2.494	3.319	34.617

Değerleme	2020	2021	2022T
F/K	-55,9x	42,0x	4,0x
F/DD	12,2x	13,3x	2,5x
FD/FAVOK	266,7x	10,1x	2,4x
FD/Net satışlar	2,4x	1,0x	0,3x
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%

Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604oguzhan.kaymak@tacirler.com.trKadirhan Öztürk
+90 212 355 2676kadirhan.ozturk@tacirler.com.tr

Tablo: TÜPRAŞ – İNA Değerlemesi

TL mn	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	490.811	534.359	587.349	687.344	780.045	869.798	952.312	1.023.421	1.079.177
Yıllık Büyüme	225,1%	8,9%	9,9%	17,0%	13,5%	11,5%	9,5%	7,5%	5,4%
FAVÖK	55.086	41.375	47.329	51.483	56.863	62.738	64.974	71.173	76.472
Büyüme %	323,9%	-24,9%	14,4%	8,8%	10,4%	10,3%	3,6%	9,5%	7,4%
FAVÖK Marjı %	11,2%	7,7%	8,1%	7,5%	7,3%	7,2%	6,8%	7,0%	7,1%
Vergiler	-5.189	-7.187	-8.264	-8.985	-9.921	-10.942	-11.306	-12.380	-13.291
Yatırımlar	-3.287	-4.491	-4.838	-5.657	-6.440	-7.145	-7.785	-8.327	-8.741
Net İşletme Sermayesi Değişimi	291	13.809	4.033	5.634	6.521	7.409	7.966	8.417	8.347
Serbest Nakit Akımları	46.318	15.889	30.193	31.207	33.980	37.241	37.917	42.050	46.093
SNA Marjı %	9,4%	3,0%	5,1%	4,5%	4,4%	4,3%	4,0%	4,1%	4,3%
AOSM	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
İNA	36.819	10.113	15.371	12.705	11.055	9.676	7.864	6.957	6.079
Sonsuz Büyüme Oranı	5%								
Sonsuz Büyüme Değeri	236.655								
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	31.211								
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	116.639								
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	31.211								
OPET	2.739								
Firma Değeri	147.850								
Net Borç	-5.795								
Temettü Ödemesi	0								
Özkaynak Değeri	153.645								
Ödenmiş Sermaye	275								
Hedef Hisse Fiyatı	707,00								
Hisse Fiyatı	506,50								
Getiri Potansiyeli	40%								

Kaynak: Şirket verisi, Tacirler Yatırım

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2018	2019	2020	2021	2022T
Nakit ve benzerleri	5.983	10.652	19.825	21.145	50.843
Ticari alacaklar	5.429	4.788	1.736	3.758	21.887
Stoklar	6.765	9.469	7.701	11.385	42.357
Finansal yatırımlar	0	0	0	2.226	2.226
Maddi duran varlıklar	12.397	20.386	21.938	22.035	30.729
Diğer duran varlıklar	9.462	10.217	9.969	9.239	28.287
Toplam varlıklar	40.036	55.512	61.169	69.787	176.330
Kısa vadeli borçlanmalar	4.113	5.178	8.502	13.884	13.832
Ticari borçlar	7.496	17.816	14.137	20.522	69.333
Uzun vadeli borçlanmalar	13.836	13.898	20.743	19.774	22.678
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	4.765	5.657	6.340	5.094	13.845
Uzun vadeli yükümlülükler	30.211	42.549	49.722	59.274	119.688
Özkaynaklar	9.825	12.963	11.446	10.513	56.643
Ödenmiş sermaye	250	250	250	250	275
Diğer özkaynaklar	9.574	12.712	11.196	10.262	56.367
Toplam kaynaklar	40.036	55.512	61.169	69.787	176.330
Net borç	11.967	8.424	9.420	12.514	-14.333
Net işletme sermayesi	4.697	-3.560	-4.701	-5.379	-5.088

Oranlar

Karlılık					
Özkaynak kârlılığı	%36,8	%4,6	-%20,4	%30,2	%103,1
Net kâr	%4,2	%0,6	-%3,9	%2,2	%7,1
Aktif devri	2,3x	1,9x	1,1x	2,3x	4,0x
Kaldıraç	3,9x	4,2x	4,8x	6,0x	3,7x
Aktif kârlılığı	%9,5	%1,1	-%4,3	%5,1	%28,1
Kaldıraç					
Finansal borç/toplam varlıklar	%45	%34	%48	%48	%21
Net borç/özsermaye	1,22	0,65	0,82	1,19	-0,25
Net borç/FAVÖK	1,40	2,21	19,06	0,96	-0,26

Hisse başına (TL)

Net kâr	13,49	1,91	-9,06	12,06	125,76
Özkaynak	35,69	47,09	41,58	38,19	205,78
Temettü	12,38	13,78	0,02	0,07	0,00

Gelir tablosu	2018	2019	2020	2021	2022T
Net satışlar	88.552	89.601	63.244	150.972	490.811
Brüt kâr	9.224	4.884	1.764	15.451	61.153
Faaliyet giderleri	-1.307	-1.783	-2.012	-3.242	-7.056
Esas faaliyet kârı	7.917	3.101	-248	12.209	54.097
FAVÖK	8.539	3.807	494	12.996	55.086
Net diğer gelir	-2.181	-871	-371	-11.744	-9.681
Net finansman geliri	-2.268	-2.739	-3.149	996	-6.922
Vergi öncesi kâr	3.724	-311	-3.795	2.161	38.538
Vergi gideri	37	897	1.372	1.275	-3.697
Net kâr	3.713	526	-2.494	3.319	34.617

Nakit akış tablosu

FAVÖK		3.807	494	12.996	55.086
Vergi gideri		-8.931	90	7.203	-5.189
Yatırımlar		-1.336	-1.059	-1.155	-3.287
İşletme sermayesi değişimi		-8.257	-1.142	-678	291
Serbest nakit akışı		-14.717	667	19.722	46.318

Büyüme ve marjlar

Net satışlar		%1	-%29	%139	%225
FAVÖK		-%55	-%87	%2530	%324
Net kâr		-%86	-%574	-%233	%943
Brüt marj	%10,4	%5,5	%2,8	%10,2	%12,5
Esas faaliyet kâr marjı	%8,9	%3,5	-%0,4	%8,1	%11,0
FAVÖK marjı	%9,6	%4,2	%0,8	%8,6	%11,2
Net marj	%4,2	%0,6	-%3,9	%2,2	%7,1
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	-%16,4	%1,1	%13,1	%9,4

Değerleme

F/K	37,6x	265,1x	-55,9x	42,0x	4,0x
F/DD	14,2x	10,8x	12,2x	13,3x	2,5x
FD/FAVOK	15,4x	34,6x	266,7x	10,1x	2,4x
FD/Net satışlar	1,7x	1,6x	2,4x	1,0x	0,3x
Temettü verimi	%2,4	%2,7	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%0,0	-%10,6	%0,5	%14,1	%33,2

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D:8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah. Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A 6 Bodrum	(0212) 355 46 46
Bursa	Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt. No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuharapaşa Bul. Kepkepzaade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 54-55-56
İzmir	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayaacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71 - 306 22 06
Kayseri	Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza Apt. No: 8 Kat: 2 D: 5 Melikgazi	(0 352) 221 08 68 - 222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.