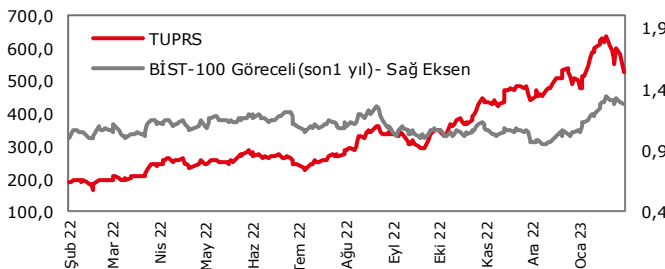


TÜPRAŞ 4Ç2022 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

"Tüpraş'ın 4Ç2022 Ana Ort. Net Dönem Karı 17,6 Milyar TL ile Yine Beklentilerin Oldukça Üzerinde Gerçekleşti..."**Öneri "AL"****Hedef Hisse Fiyatı : 780,00TL**

Reuters/Bloomberg	TUPRS.IS/TUPRS.TI		
Sektör	Petrokimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	522,70 TL	27,79 USD	
BİST 100	4.505 TL	240 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	18,8087		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	166,90 TL	634,70 TL	
Hisse Adedi (mn)	275		
P. Değeri (mn TL)	143.877		
Net Borç (mn TL)	-16.501		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	46,5%		
Halka Açıklık	49,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	40,3%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	59,7%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	2,8%	16,7%	204,8%
BİST-100	-15,7%	4,0%	125,5%
BİST-100 Göreceli	21,9%	12,2%	35,1%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	812,74		
(mn TL)	4Ç2021	4Ç2022	% Değ.
Net Satış	56.892	116.026	103,9%
Brüt Kar	7.974	19.466	144,1%
Faaliyet Karı / Zararı	-2.993	16.282	a.d.
A. Ort. Net Kar / Zar	1.424	17.589	a.d.
	F/K FD/FAVÖK		
TUPRS	3,5		
BİST-100	5,5		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	5,3		
	Pay Oranı		
ORTAKLIK YAPISI	DiĞER		
	47,3%		
	ENERJİ YATIRIMLARI AŞ		
	46,4%		

HİSSE PERFORMANSI

Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 8.02.2023 verileri kullanılmıştır.

Tüpraş'ın 4Ç2022 ana ortaklık net dönem karı 17.589mn TL ile hem ortalama piyasa beklentisi 13.508mn TL'nin hem de bizim beklentimiz olan 14.393mn TL'nin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Tahminimizdeki sapmada, operasyonel karlılığın ve vergi gelirinin beklentimizden yüksek gerçekleşmesi etkili olmuştur. Şirketin FAVÖK'ü de beklentimizin üzerinde 16,4 milyar TL (beklentimiz 14,5 milyar TL idi) olarak gerçekleşmiştir. Tüpraş 4Ç2021'de 1.424mn TL ana ortaklık net dönem karı kaydetmişti.

Tüpraş'ın satış gelirleri 4Ç2022'de bir önceki yılın aynı dönemine göre, satış miktarındaki %8,6'lık düşüğe karşın, petrol fiyatlarının ve kurların görece yüksek seyretmesine bağlı olarak %103,9 oranında artmış ve 116 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ürün marjlarındaki güçlü görüntünün devam etmesiyle (dizel 4Ç2021: 11,2\$/varil; 4Ç2022'de 45,4\$/varil, jet yakıtı 4Ç2021: 9,1\$/varil; 4Ç2022 37,2\$/varil) brüt kar 4Ç2021'deki 7,97 milyar TL'den 4Ç2022'de 19,47 milyar TL'ye yükselmiştir. Brüt kar marjı da %14'ten %16,8 seviyesine ulaşmıştır. Operasyonel giderler aynı dönemde %149,3 oranında artarken, diğer faaliyetlerden sadece 100mn TL net gider (4Ç2021'de 9,73 milyar TL net gider) kaydedilmiştir. Böylece net faaliyet karı 16,3 milyar TL olarak (4Ç2021'de 3 milyar TL net faaliyet zararı) gerçekleşmiştir.

Şirketin FAVÖK'ü de 4Ç2022'de %126,8 oranında artarak 16,4 milyar TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı da %12,7'den %14,2 seviyesine ulaşmıştır. Finansman tarafında 4Ç2022'de 1,85 milyar TL net gider kaydedilirken, iştiraklerden de 202mn TL net gider yazılmıştır. 3,5 milyar TL'lik vergi geliri sonrası ana ortaklık net dönem karı 17,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tüpraş'ın hedef hisse fiyatını, iskonto oranındaki düşüş, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemelere ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak, 588,00TL'den **780,00TL'ye** yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

2022 yılı toplam ana ortaklık karı 41,04 milyar TL...

Son çeyrekteki yüksek kar rakamıyla birlikte Şirket'in 2022 yılı ana ortaklık net dönem karı 41,04 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirket 2021 yılında 3,5 milyar TL ana ortaklık net dönem karı kaydetmişti.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	3Ç21	4Ç21	3Ç22	4Ç22	4Ç22- 3Ç21 %Değ.	4Ç22- 4Ç21 %Değ.	2021	2022	%Değ.
SATIŞLAR	41.493,5	56.892,4	150.609	116.026	-23,0%	103,9%	152.492	481.765	215,9%
Satışların Maliyeti (-)	38.276,5	48.918,8	131.111	96.560	-26,4%	97,4%	136.632	418.988	206,7%
BRÜT KAR/ZARAR	3.217,0	7.973,6	19.498	19.466	-0,2%	144,1%	15.860	62.777	295,8%
Operasyonel giderler	806,4	1.237,3	1.989	3.084	55,0%	149,3%	3.318	8.235	148,2%
Genel Yönetim Giderleri (-)	459,9	661,0	945	1.879	98,8%	184,3%	1.870	4.220	125,7%
Pazarlama Giderleri (-)	336,4	566,9	1.028	1.173	14,0%	106,9%	1.409	3.939	179,6%
Araş. ve Geliş. Giderleri (-)	10,2	9,4	16	33	106,7%	246,1%	39	75	93,5%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-118,1	-9.729,7	-3.775	-100	a.d.	a.d.	-11.766	-8.935	a.d.
NET FAALİYET KARI/ZARARI	2.292,5	-2.993,4	13.734	16.282	18,6%	a.d.	777	45.607	a.d.
FAVÖK	3.048,5	7.245,8	18.667	16.434	-12,0%	126,8%	13.989	55.789	298,8%
Yatırım Faal.Gelir/Gider.	1,4	107,5	129	-109	a.d.	a.d.	108	53	-50,5%
Faaliyet Dışı Fin. Gelir/Gider.	-1.310,5	3.277,8	-796	-1.854	a.d.	a.d.	881	-6.096	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	244,1	287,5	180	-202	a.d.	a.d.	593	312	-47,4%
Vergi Gideri/Geliri (-)	161,2	-797,4	1.629	-3.527	a.d.	a.d.	-1.255	-1.385	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	1.066,3	1.476,8	11.619	17.643	51,8%	a.d.	3.613	41.261	a.d.
Ana Ort. Net Dön. Karı / Zar.	1.043,4	1.423,9	11.554	17.589	52,2%	a.d.	3.495	41.045	a.d.
FİNANSAL ORANLAR	3Ç21	4Ç21	3Ç22	4Ç22			2021	2022	
Brüt Kar Marjı	7,8%	14,0%	12,9%	16,8%			10,4%	13,0%	
Faaliyet Kar Marjı	5,5%	-5,3%	9,1%	14,0%			0,5%	9,5%	
FAVÖK Marjı	7,3%	12,7%	12,4%	14,2%			9,2%	11,6%	
Net Kar Marjı	2,6%	2,6%	7,7%	15,2%			2,4%	8,6%	

Kaynak: Tüpraş

a.d.: anlamlı değil, FAVÖK: özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan gelirler dahil

Tüpraş'ın satış miktarı son çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,6 oranında geriledi...

Şirketin satış miktarı son çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre, %8,6, bir önceki çeyreğe göre de mevsimselliğin etkisiyle %15,9 oranında azalarak 7,2 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanımı da 4Ç2021'deki %98 seviyesinden 4Ç2022'de bakım çalışmalarının da etkisiyle %84 (3Ç2022'de %98) seviyesine gerilemiştir. Bakım çalışmaları ilk çeyrekte de yoğun bir şekilde devam edecek şekilde planlanmıştır.

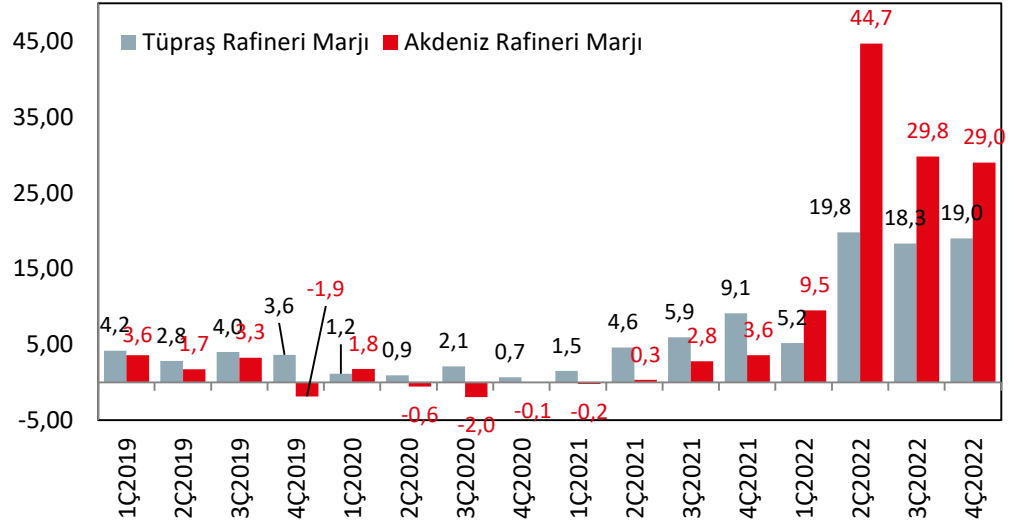
SATIŞ (000 ton)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	4Ç22- 3Ç22 %Değ.	4Ç22- 4Ç21 %Değ.	2021	2022	Değ.%
LPG	158	236	249	213	217	209	217	189	-13%	-11%	856	832	-3%
Nafta	139	76	56	82	129	35	52	76	46%	-7%	353	292	-17%
Benzin	921	1.336	1.385	1.433	1.205	1.483	1.584	1.324	-16%	-8%	5.075	5.596	10%
Jet Yakıtı	556	766	952	850	813	942	1.330	895	-33%	5%	3.124	3.980	27%
Dizel	2.344	2.918	3.338	3.292	2.684	3.111	3.395	3.341	-2%	1%	11.892	12.531	5%
Fuel Oil	171	361	598	585	605	678	582	422	-27%	-28%	1.715	2.287	33%
Diğer	727	1.201	1.391	1.372	813	875	989	911	-8%	-34%	4.691	3.588	-24%
TOPLAM	5.016	6.894	7.969	7.827	6.466	7.333	8.514	7.158	-15,9%	-8,6%	27.706	29.471	6,4%
T. İhracat*	809	1.797	1.560	1.834	1.510	1.638	1.964	908	-54%	-51%	6.000	6.020	0%
T.Yurt İçi Satış	4.207	5.097	6.408	5.993	4.956	4.956	6.550	6.250	-5%	4%	21.705	22.712	5%

Kaynak: Tüpraş *Transfer dahil

Son çeyrekte 176mn TL'lik stok zararı...

Brent petrol fiyatları Eylül ayının sonundaki 85,05\$/varilden Ukrayna Rusya savaşının devam etmesine karşın resesyon endişeleriyle birlikte Aralık ayı sonunda 84,32\$/varil seviyesine, ortalama Brent de 2022 yılı üçüncü çeyrekte 96,1\$/varil iken 2022 yılının son çeyreğinde ortalama 88,25\$/varile gerilemiştir. Tüpraş'ın stok gelir-giderlerini dengelemek amacıyla koruma kullanması ve kurlardaki düşük artışın etkisiyle şirket son çeyrekte 176mn TL'lik stok geliri elde etmiştir (3Ç2022 416mn TL, 4Ç2021'de 2.033mn TL stok geliri).

TÜPRAŞ-AKDENİZ BÖLGESİ RAFİNERİ MARJLARI (\$/Varil)



Kaynak: Tüpraş

Tüpraş'ın net rafineri marjı 4Ç2022'de 19,0\$/varil...

Ukrayna-Rusya savaşıyla ortaya çıkan arz kaynaklı sorunlarla İkinci çeyrekte rekor seviyeye ulaşan Akdeniz rafineri marjları, üçüncü çeyrekteki geri çekilmenin ardından dördüncü çeyrekte üçüncü çeyreğe paralel 29\$/varil (3Ç2022 29,8\$/varil, 2Ç2022 44,7\$/varil, 4Ç2021 3,6\$/varil) ile güçlü kalmaya devam etmiştir. Tüpraş'ın net rafineri marjı da 4Ç2021'deki 9,1\$/varilden, 176mn TL'lik stok zararına (4Ç2021'de 2.033mn TL stok geliri) ve görece düşük kapasite kullanımına rağmen, ürün marjlarındaki çok güçlü iyileşmenin etkisiyle 4Ç2022'de 19\$/varile (3Ç2022'de 18,3\$/varil) yükselmiştir. Ürün marjı dizelde 4Ç2021'deki 11,2\$/varil'den 4Ç2022'de 45,4\$/varil'e, jet yakıtında da 9,1\$/varil'den 37,2\$/varil'e yükselmiştir.

Tüpraş 2023 yılı beklentilerini açıkladı...

Tüpraş 2023 yılı beklentilerini de açıklamıştır. Buna göre Tüpraş 2023 yılı net rafineri marjını da 11-12\$/varil (2022 gerçekleşen 16,5\$/varil) olarak öngörmektedir. Tüpraş 2023 yılında yoğun planlı bakım çalışmaları nedeniyle yaklaşık 24-25mn ton üretim (2022 yılı 26mn ton gerçekleşen), %85-90 bandında (2022 %91,6) kapasite kullanımı ve yaklaşık 28-29mn ton (2022 yılı 29,5mn ton gerçekleşen) satış hedeflemektedir. Şirket'in 2023 yılı yatırım harcaması beklentisini de konsolide bazda yaklaşık 350mn dolar (2022 173mn dolar) seviyesindedir. Yatırım planlarının yaklaşık %60'ı enerji verimliliği ve çevre projeleri olmak üzere sürdürülebilirlik odaklıdır.

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi 2022 gerçekleştirmeleri ve şirket beklentileri doğrultusunda güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı satış gelirleri tahminimizi 477,6 milyar TL'den 446,6 milyar TL'ye çekerken, 2023 FAVÖK tahminimizi ise 33,2 milyar TL'den 47,4 milyar TL'ye yükseltiyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2022	2023 Tahmin		2024 Tahmin	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	481.765	477.614	446.661	419.656	415.280
FAVÖK	55.789	33.243	47.437	31.392	32.518
Net Kar	41.045	25.095	38.706	23.264	24.681
FAVÖK Marjı	11,6%	7,0%	10,6%	7,5%	7,8%
Net Kar Marjı	8,5%	5,3%	8,7%	5,5%	5,9%

Kaynak: Tüpraş, Ziraat Yatırım

Tüpraş için hedef hisse fiyatını 780,00TL olarak güncelliyoruz...

Tüpraş'ın tahmini değerini, iskonto oranındaki düşüş, beklentilerimizdeki yukarı yönlü değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak, 161.852mn TL'den 214.701mn TL'ye; hedef hisse fiyatını da 588,00TL'den **780,00TL'ye** yükseltiyoruz. Tüpraş hisseleri güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %33 oranında iskontoyla işlem görmesine bağlı olarak da daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%19,8 iskonto, %1 büyüme)	207.061
*Benzer Şirket Karşılaştırması	(2023T F/K 6,3x, FD/FAVÖK 5,2x)	245.261
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	214.701
Hedef Hisse Fiyatı		780,00 TL
**Tüpraş Hisse Fiyatı		522,70 TL
İskonto Oranı		33,0%

*Kaynak: Bloomberg

**07.02.2023 kapanış fiyatı

Jeopolitik riskler ön planda kalmaya devam ediyor...

Ukrayna-Rusya savaşının devam etmesiyle birlikte jeopolitik riskler ve petrol fiyatlarının seyri hisse fiyatı için risk unsurları olarak yakından takip edilmelidir.

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2018	2019	2020	2021	2022	% Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	20.962	27.919	31.282	66.515	119.711	80,0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.983	10.652	20.319	21.176	49.770	135,0%
Ticari Alacaklar	5.429	4.788	1.840	13.797	21.418	55,2%
Diğer Alacaklar	29	46	19	21	41	97,5%
Stoklar	6.765	9.469	7.701	23.758	36.046	51,7%
Diğer Dönen Varlıklar	2.757	2.965	1.402	7.764	12.436	60,2%
DURAN VARLIKLAR	19.074	27.593	32.332	39.742	49.182	23,8%
Finansal Yatırımlar	0	0	4	6	66	a.d.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.266	1.363	1.326	2.150	2.963	37,8%
Maddi Duran Varlıklar	12.339	20.335	23.457	28.316	32.904	16,2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58	52	255	563	557	-1,1%
Diğer Duran Varlıklar	5.405	5.843	7.290	8.707	12.692	45,8%
TOPLAM AKTİFLER	40.036	55.512	63.614	106.257	168.892	58,9%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	15.950	28.120	28.766	64.829	78.895	21,7%
Finansal Borçlar	1.142	1.799	2.100	632	863	36,6%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2.972	3.379	6.434	10.996	11.131	1,2%
Ticari Borçlar	7.496	17.816	14.204	43.837	52.699	20,2%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	4.340	5.126	6.028	9.363	14.202	51,7%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	14.140	14.255	21.922	22.347	22.811	2,1%
Finansal Borçlar	13.836	13.898	21.148	21.565	21.274	-1,3%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	304	357	775	782	1.537	96,5%
ÖZSERMAYE	9.946	13.137	12.925	19.081	67.186	252,1%
Ödenmiş Sermaye	250	250	275	275	275	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	5.739	5.752	6.358	4.009	7.504	87,2%
Net Dönem Karı/Zararı	3.713	526	-2.349	3.495	41.045	a.d.
Diğer	122	6.434	8.414	11.030	17.920	62,5%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	121	174	228	272	442	62,7%
TOPLAM PASİFLER	40.036	55.512	63.614	106.257	168.892	58,9%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2018	2019	2020	2021	2022	%Değ
SATIŞLAR	88.552	89.601	63.244	152.492	481.765	215,9%
Satışların Maliyeti (-)	79.328	84.716	61.480	136.632	418.988	206,7%
BRÜT KAR/ZARAR	9.224	4.884	1.764	15.860	62.777	295,8%
Genel Yönetim Giderleri (-)	1.002	1.277	1.344	1.870	4.220	125,7%
Pazarlama Giderleri (-)	285	482	633	1.409	3.939	179,6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	21,1	24,1	35,0	39	75	93,5%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-2.181	-871	-371	-11.766	-8.935	-24,1%
FAALİYET KARI/ZARARI	5.736	2.230	-619	777	45.607	a.d.
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-9	0	2	108	53	-50,5%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-2.268	-2.739	-3.149	881	-6.096	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	266	197	-30	593	312	-47,4%
Vergi Gideri/Geliri (-)	-37	-897	-1.372	-1.255	-1.385	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	3.761	585	-2.423	3.613	41.261	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	3.713	526	-2.494	3.495	41.045	a.d.

a.d.: anlamlı değil, Tüpraş

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL

+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri