

# Tüpraş

## 4Ç24 sonuçları beklentilerin altında gerçekleşti

Esra UZUN ÖZBASKIN  
Analist  
euzun@sekeryatirim.com

Tüpraş, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 4Ç24'de 5.145mn TL piyasa beklentisinin altında ve 3.939mn TL beklentimize paralel 3.891mn TL net kar elde etti (4Ç23: 52.484mn TL, -%93). Bu çeyrekte maliyetler ve operasyonel giderler yüksek seyrederek karlılığı baskıladı. 1.246mn TL net finansman gelirine karşın 1.194mn TL parasal kayıp pozisyonu ve 2.486mn TL vergi gideri net karı baskıladı.

4Ç24'te %93,4 kapasite kullanım oranı ile 6,8mn ton üretim gerçekleşti. Satış hacmi ise 7,5mn ton seviyesinde gerçekleşti. Geçen yılın aynı dönemine kıyasla yurt içi satışlar %3 artarken ihracat %35 geriledi. Yurt içi satışlardaki artışta benzin talebinin yıllık %24 artışı etkili oldu. Şirket'in TMS-29 etkisi dâhil net satış gelirleri bizim 206.158mn TL ve piyasanın 192.092mn TL beklentisinin altında 4Ç24'de 4Ç23'e göre %35 düşüşle 173.476mn TL oldu.

4Ç24'de Orta distilat ürün marjları geçen yılın yüksek baz etkisi dolayısıyla yıllık olarak düşse dahi; talep artışı ve düşük kapasite kullanım oranları sayesinde çeyrekssel bazda artış gösterdi. Motorin marjı 16,1/v olurken (3Ç24: 15,7; 4Ç23: 27,2) jet yakıtı marjı 13,3\$/v (3Ç24: 13,5; 4Ç23: 27,9) oldu. Benzin ürün marjı 3Ç24'deki 14,1\$/v'ye kıyasla ve 4Ç23'deki 12,2\$/v'den 11,9\$/v'e geriledi. YKFO ürün marjı, küresel arz kısıtlamaları sebebiyle yüksek seyrine devam etti ve -18,6\$/v (3Ç24: -8,2, 4Ç23: -7,4) oldu.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, bizim 12.588mn TL ve piyasanın 9.931mn TL beklentisinin oldukça altında 4Ç24'de 8.052 TL (4Ç23: 31.963mn TL -%75 YoY) seviyesine ulaştı. FAVÖK marjı %4,6 oldu (4Ç23: %12).

Güçlü net nakit pozisyonu.. Tüpraş, 18 Ekim'deki 700mn USD'lik Eurobond ödemesine karşın güçlü nakit pozisyonunu korudu. Net nakit pozisyonu 09/2024 sonundaki 3,1mr USD'den 2,1mr USD'ye geriledi.

2024 performansı: Tüpraş, 2024 yılında önceki yıla kıyasla %18 düşüşle 810.386mn TL satış geliri elde etti (2023: 991.2023mn TL). 2024 yılında, şirket beklentilerine paralel 30,4mn ton satış (beklenti: yaklaşık 30mn), 26,7 ton üretim (beklenti: yaklaşık 26mn) gerçekleşti. Ortalama Ürün Marjı 11,2\$/v ile 12\$/v seviyesindeki şirket beklentisinin hafif altında kaldı. Net rafineri marjı 6,3\$/v oldu. Toplam yatırım harcaması 400mn USD'lik beklentiye karşın 376mn USD seviyesinde gerçekleşti.

Temettü: Yönetim Kurulu kararına istinaden ilk taksidi 28 Mart 2025, ikinci taksidi 30 Eylül 2025'te ödenmek üzere sırasıyla pay başına brüt 7,78 TL ve 7,42 TL'lik toplamda 15,2065 TL temettü ödenmesi Genel Kurul'da teklif edilecek.

2025 beklentileri: Tüpraş 2025 yılında 5-\$/v aralığında rafineri marjı gerçekleşmesi bekliyor. 2024 yılına benzer şekilde; yaklaşık 26 milyon ton üretim ve yaklaşık 30 milyon ton satış hacmi bekleniyor. KKO'nun ortalama %90-95 aralığında gerçekleşmesi beklenirken, 600mn USD yatırım harcaması öngörülüyor.

AL

Hedef Fiyat: 205,15 TL  
Önceki Hedef Fiyat: 230,64 TL  
Yükseliş potansiyeli: %54

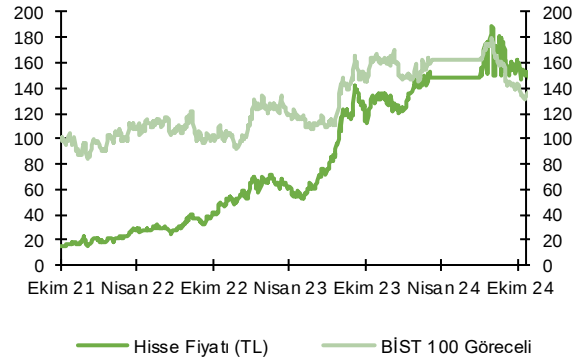
|                         | TL                  | US\$ |
|-------------------------|---------------------|------|
| Fiyat                   | 133,40              | 3,69 |
| BİST 100                | 9.836               | 272  |
| US\$ (MB Alış):         | 36,1270             |      |
| 52 Hafta Yüksek:        | 189,77              | 5,88 |
| 52 Hafta Düşük:         | 133,40              | 3,69 |
| Bloomberg/Reuters Kodu: | TUPRS.TI / TUPRS.IS |      |

|                           | (TL Mn) | (US\$ Mn) |
|---------------------------|---------|-----------|
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 1.927   |           |
| Piyasa Değeri:            | 257.035 | 7.110     |
| Halka Açık PD:            | 125.947 | 3.484     |

|                                  | S1A     | S1Y   | YB   |
|----------------------------------|---------|-------|------|
| YTL Getiri (%):                  | -9,9    | -8,7  | -6,0 |
| US\$ Getiri (%):                 | -11,7   | -22,4 | -8,3 |
| BİST 100 Göreceli Getiri (%):    | -8,6    | -14,1 | -6,0 |
| Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):   | 3.374,3 |       |      |
| Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn): | 101,8   |       |      |

|                              |      |
|------------------------------|------|
| Beta                         | 1,16 |
| Yıllık Volatilité (Hisse)    | 0,29 |
| Yıllık Volatilité (BİST 100) | 0,24 |

| Ortaklık Yapısı         | %     |
|-------------------------|-------|
| Enerji Yatırımları A.Ş. | 46,4  |
| Diğer                   | 46,8  |
| Koç Holding A.Ş.        | 6,8   |
| Toplam                  | 100,0 |



- 4Ç24 sonuçları ve beklentilerimiz neticesinde TUPRS payları için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 230,64 TL'den 205,15 seviyesine revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 17 Şubat 2025 kapanışına göre %54 yükseliş potansiyeli taşıırken "AL" önerimizi koruyoruz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu (TMS-29 Etkisi Dahil)

| Milyon TL             | YS23    | YS24    | Yıllık | 4Ç23    | 4Ç24    | Yıllık |
|-----------------------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| Satış Gelirleri       | 991.203 | 810.386 | -18,2% | 266.616 | 173.476 | -34,9% |
| Brüt Kar              | 158.431 | 68.030  | -57,1% | 38.575  | 11.359  | -70,6% |
| Brüt Kar Marjı        | 16,0%   | 8,4%    |        | 14,5%   | 6,5%    |        |
| Operasyonel Kar       | 130.196 | 41.088  | -68,4% | 29.718  | 6.086   | -79,5% |
| Operasyonel Kar Marjı | 13,1%   | 5,1%    |        | 11,1%   | 3,5%    |        |
| FAVÖK                 | 138.950 | 50.704  | -63,5% | 31.963  | 8.052   | -74,8% |
| FAVÖK Marjı           | 14,0%   | 6,3%    |        | 12,0%   | 4,6%    |        |
| Net Kar               | 77.354  | 18.315  | -76,3% | 52.484  | 3.891   | -92,6% |
| Net Kar Marjı         | 7,8%    | 2,3%    |        | 19,7%   | 2,2%    |        |

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

| BİLANÇO (TL Mn)                 | 2023/12        | 2024/12        | %Değ        |
|---------------------------------|----------------|----------------|-------------|
| Maddi Duran Varlıklar           | 262.531        | 226.161        | -14%        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar   | 8.347          | 6.090          | -27%        |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler     | 54.040         | 36.286         | -33%        |
| Ticari Alacaklar                | 79.323         | 37.072         | -53%        |
| Hazır Değerler                  | 190.900        | 73.534         | -61%        |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar     | 124.338        | 74.985         | -40%        |
| <b>Toplam Aktifler</b>          | <b>719.480</b> | <b>454.128</b> | <b>-37%</b> |
| Uzun Vadeli Borçlar             | 10.510         | 9.935          | -5%         |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 6.324          | 9.177          | 45%         |
| Kısa Vadeli Borçlar             | 4.625          | 3.770          | -18%        |
| Kısa Vadeli Ticari Borçlar      | 192.145        | 103.880        | -46%        |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 107.801        | 41.118         | -62%        |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>     | <b>321.404</b> | <b>167.880</b> | <b>-48%</b> |
| <b>Toplam Özsermaye</b>         | <b>398.076</b> | <b>286.248</b> | <b>-28%</b> |
| <b>Toplam Pasifler</b>          | <b>719.480</b> | <b>454.128</b> | <b>-37%</b> |

| GELİR TABLOSU (TL Mn)                  | 2022/12       | 2023/12       | 2024/12       | %Değ        |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Net Satışlar                           | 1.323.594     | 991.203       | 810.386       | (18)        |
| SMM                                    | 1.160.331     | 832.772       | 742.355       | (11)        |
| Brüt Kâr                               | 163.263       | 158.431       | 68.030        | (57)        |
| Faaliyet Giderleri                     | 23.330        | 28.235        | 26.942        | (5)         |
| Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)        | 139.933       | 130.196       | 41.088        | (68)        |
| Net Diğer Gelir/(Gider)                | (29.840)      | (23.893)      | (5.378)       | A.D.        |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider) | (10.898)      | 119           | (16)          | A.D.        |
| Finansman Gelir/(Gider)                | (19.434)      | (7.499)       | 9.192         | A.D.        |
| Net Parasal Pozisyon Kazanç/(Kayıp)    | 13.280        | -16.961       | -12.279       | A.D.        |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yat     | (22)          | 1.518         | 1.442         | (5)         |
| <b>Vergi Öncesi Kâr</b>                | <b>98.911</b> | <b>83.480</b> | <b>31.746</b> | <b>(62)</b> |
| Vergi                                  | 10.053        | 5.700         | 12.712        | 123         |
| <b>Net Kâr/(Zarar)</b>                 | <b>88.858</b> | <b>77.780</b> | <b>19.034</b> | <b>(76)</b> |
| Azınlık Payları                        | 334           | 426           | 718           | 68,8        |
| Ana Ortaklık Payları                   | 88.524        | 77.354        | 18.315        | (76,3)      |

TUPRS

Kaynak: Şeker Yatırım



**UYARI NOTU:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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.

**Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL**

**Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)**