

Aşağıdaki rapor, Tüpraş (BIST: TUPRS) hissesi hakkında son bir yıllık dönemde gerçekleşen temel gelişmeleri, finansal ve operasyonel performansı ele almaktadır. Kullanıcı tarafından paylaşılan iki çeyrek analiz raporu (2Ç24 ve 3Ç24), KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) nezdinde yer alan güncel açıklamalar ve sektör genel verileri kullanılmıştır. Ayrıca, istenildiği takdirde son 5 yıla uzanan makro ve şirket özelindeki trendlere de yer verilmiştir. Bu rapor, yalnızca bilgilendirme amaçlı hazırlanmış olup yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında değildir.

1. GİRİŞ

Tüpraş, Türkiye'nin en büyük rafinaj şirketi ve aynı zamanda Türkiye'nin lider sanayi kuruluşlarından biri olarak geniş bir üretim ve dağıtım ağına sahiptir. Şirketin rafinaj kapasitesi, yaklaşık 28 milyon ton olup Kocaeli (İzmit), İzmir (Aliağa), Kırıkkale ve Batman'daki rafinerileri ile ülkenin akaryakıt ihtiyacının önemli bir bölümünü karşılamaktadır. Tüpraş ayrıca DİTAŞ'ta çoğunluk hissesine (%79,98) ve akaryakıt dağıtım şirketi Opet'te %40 paya sahiptir. Bu iş ortaklıkları, petrol tedarik zincirindeki dikey entegrasyonu güçlendirmektedir.

• **Başlıca Bilgi Kaynağı:** [KAP Resmi Sayfası](#)

• **Ek Dokümanlar:**

- Tüpraş 2Ç24 Kar Analizi ()
- Tüpraş 3Ç24 Kar Analizi ()

Bu raporda önce son bir yıllık döneme odaklanılacak; ardından gerekmesi hâlinde son beş yıllık performans özetlenecektir.

2. SON BİR YILLIK DÖNEMDE ÖNE ÇIKAN GELİŞMELER

2.1. Ürün Marjları ve Ham Petrol Fiyatları

• **Ürün marjları:**

2024 boyunca ürün marjlarında dalgalanmalar yaşanmıştır. Özellikle jeopolitik gelişmeler (Kızıldeniz bölgesinde) ve OPEC+ üye ülkelerinin üretim kısıntıları hafif-ağır ham petrol makasını etkileyerek dönemsel oynaklığa yol açmıştır. Tüpraş, 1Y24 ağırlıklı ortalama ürün marjını 12,9 \$/varil olarak bildirirken (3A24'te 14,5 \$/varil), 2Ç24 sonunda bu rakam 11,5–12 \$/varil bandına, 3Ç24 sonunda ise 9,5 \$/varile kadar düşmüştür (;). Azalan talep büyüme hızı ve yüksek stok seviyeleri de ürün marjlarında baskı yaratmıştır.

- **Ham petrol fiyat makası (ağır-hafif farkı):**

OPEC+ kısıntılarının devamı, ağır ham petrol arzını kısıtlamış, bu da ağır ve hafif ham petrol arasındaki fiyat farkını 2Ç24'te daraltmıştır. Ancak çeyrek sonuna doğru bu farkın kademeli olarak tekrar açılma eğiliminde olduğu 3Ç24 raporunda belirtilmektedir ().

2.2. Üretim ve Kapasite Kullanımı

- **Kapasite Kullanım Oranı (KKO):**

2Ç24'te RUP (Residuum Upgrade Project) bakım çalışması yapılmasına rağmen Tüpraş toplamda %93 kapasite kullanım oranı ile 6,8 milyon ton üretim gerçekleştirmiştir (). 3Ç24'te ise %101 gibi son yılların en yüksek seviyesine ulaşılmış ve 7,3 milyon ton üretim kaydedilmiştir (). Yüksek KKO, güçlü üretim performansına işaret etmektedir.

- **Üretim ve Satış Hacmi:**

2Ç24'te 7,8 milyon ton satış yapılırken (yıllık %7 artış), 3Ç24'te 7,8 milyon ton satış hacmine ulaşılmıştır (toplam hasılat yıllık bazda düşük olsa da hacim açısından güçlüdür). Yurt dışı satışlardaki artış ve artan rafinaj kapasitesi etkili olmuştur.

2.3. Finansal Sonuçlar: Özet

2Ç24 Finansalları ():

- **Net Satış Geliri:** 190,7 milyar TL (yıllık %4 artış)
- **FAVÖK:** 12,4 milyar TL (yıllık %54 gerileme), FAVÖK Marjı %6,5
- **Net Kâr:** 5,0 milyar TL (yıllık %46 düşüş)
- **Serbest Nakit Akımı:** 22,4 milyar TL (2Ç23'te 6,23 milyar TL idi); işletme sermayesi ihtiyacının düşmesi bunda etkili olmuştur.
- **Net Nakit Pozisyonu:** 2Ç24 sonunda 55,2 milyar TL (1Ç24 sonunda 51,6 milyar TL).
- **Temettü:** 2Ç24 itibarıyla toplam 20 milyar TL temettü ödemesinin ardından ek 23 milyar TL'lik ikinci bir ödemeye gidileceği duyurulmuştur (hisse başı 11,94 TL, verim yaklaşık %7,8).

3Ç24 Finansalları ():

- **Net Satış Geliri:** 196,2 milyar TL (yıllık %33 düşüş); önceki yıl aynı dönemde yüksek baz etkisi vardı.
- **FAVÖK:** 15,0 milyar TL (yıllık %69 gerileme), FAVÖK Marjı %7,6
- **Net Kâr:** 7,74 milyar TL (yıllık %22 düşüş)
- **Net Nakit Pozisyonu:** 3Ç24 sonunda 57,7 milyar TL (2Ç24 sonuna göre artış).

2.4. Rafinaj Marjlarına Dair Beklentiler

• 2024 Marj Beklentisi:

Şirket, 2Ç24 döneminde yıllık ağırlıklı ortalama ürün marjı öngörüsünü 14 \$/varilden 12 \$/varile çekti (). 3Ç24 sonrasında bu tahminini koruduğunu açıkladı (). İlk 9 ayda ortalama ~11,7 \$/varil seviyesinden gelen marjın yılın kalan bölümünde toparlanması öngörülmüyor.

• Üretim ve Yatırım Harcaması Projeksiyonları:

Şirket 2024 için %85–%90 KKO, 26 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve 400 milyon dolar yatırım harcaması (capex) hedefini sürdürüyor (). 2Ç24’te 500 milyon dolar hedefi 400 milyon dolara revize edilmişti ().

2.5. Temettü Politikası

Tüpraş, 2024 yılında güçlü nakit akışı ve yüksek kâr nedeniyle kapsamlı temettü ödemeleri gerçekleştirmiştir. 2Ç24 raporuna göre, 20 milyar TL’lik ödemeye ek olarak 23 milyar TL’lik ek dağıtım duyurmuştur. Toplam temettü verimi %10’un üzerinde bir seviyeye ulaşmaktadır. Yüksek nakit pozisyonu, temettü ödemelerini sürdürülebilir kılma potansiyelini artırmaktadır.

3. FİNANSAL PERFORMANSIN AYRINTILI ANALİZİ

3.1. Kar Marjları ve Gelir Tablosu Kalemleri

• Ciro:

Tüpraş, 2Ç24'te 190,7 milyar TL, 3Ç24'te 196,2 milyar TL ciro elde etmiştir. 2Ç24 cirosu, 2Ç23'e göre %4 artış gösterirken 3Ç24 cirosu, yüksek baz etkisinden dolayı 3Ç23'e göre %33 azalmıştır. TL'nin değer kaybı ve ham petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar ciroyu dönemsel olarak etkilemektedir.

• FAVÖK ve Net Kâr:

Yıllık bazda FAVÖK ve net kârdaki gerilemenin temel sebepleri arasında, ürün marjlarındaki azalma, ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma ve vergi giderlerindeki artışlar yer almaktadır. 3Ç24 itibarıyla net kârda, beklenenden yüksek gelen finansman geliri (yüksek faiz getirileri vb.) pozitif etki yapmıştır.

• Faaliyet Giderleri:

Enerji fiyatlarındaki dalgalanmaya karşın, Tüpraş'ın enerji maliyetleri 2024'te belli ölçüde gerilemiştir. Ancak faaliyet giderleri/ciro oranı 2Ç24'te %3,6, 3Ç24'te %3,1 seviyelerinde gerçekleşerek yıllık bazda hafif bir artışı işaret etmektedir.

3.2. Nakit Akışı ve Bilanço

• Nakit Akışı:

2Ç24'te 22,4 milyar TL serbest nakit akışı oluşmuştur. İşletme sermayesi ihtiyacının azalması, nakit girişini desteklemiştir. 3Ç24'te net nakit pozisyonu 57,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Yüksek nakit varlığı, Tüpraş'ın ilave temettü dağıtımlarını da kolaylaştırmaktadır.

• Yatırımlar (Capex):

Şirket, 2024 için 400 milyon dolar düzeyinde yatırım harcaması beklemektedir. Bu yatırım kalemleri genellikle rafinerilerin bakım ve modernizasyonu, verimlilik artırıcı projeler ve çevre uyum yatırımları kapsamındadır.

3.3. Vergi, Döviz ve Finansman Gelirleri

• Vergi Giderleri:

Artan kârlılığa paralel olarak vergi giderleri de yükselmektedir. 2Ç24'te 3,92 milyar TL, 3Ç24'te 3,61 milyar TL vergi gideri kaydedilmiştir.

• Döviz Gelir/Gider:

Şirketin ihracat gelirleri ve ham petrol alımları döviz cinsinden gerçekleşmekte, bilançoda döviz açık/pozitif pozisyonu oluşabilmektedir. Ancak son çeyreklerde Tüpraş net nakit pozisyonunu döviz ağırlıklı ve faiz getirili varlıklarda değerlendirerek ek finansman geliri elde etmiştir. 3Ç24'te 2,45 milyar TL net finansman geliri kaydedilmesi bu tabloyu yansıtmaktadır.

4. SON BEŞ YILLIK PERSPEKTİF

4.1. 2019–2020: Pandemi Öncesi ve Başlangıcı

- **2019:** Görece istikrarlı bir rafinaj marjı dönemi idi. Tüpraş, RUP projesinin getirdiği yüksek katma değerli ürün üretimine odaklandı.
- **2020:** COVID-19 pandemisi küresel petrol talebini sert biçimde düşürdü ve rafinaj marjları keskin şekilde geriledi. Tüpraş'ın kapasite kullanım oranı düştü, net kârlılık olumsuz etkilendi.

4.2. 2021–2022: Pandemi Sonrası Toparlanma

- **2021:** Aşılama süreciyle ekonomik toparlanma başladı, talep artışı rafinaj marjlarına olumlu yansıdı. Tüpraş satış hacimleri ve üretim bakımından yükselişe geçti. Ancak küresel lojistik sorunları ve dalgalanan ham petrol fiyatları belirsizlik yaratmıştır.
- **2022:** Ukrayna–Rusya çatışmasının küresel petrol arzında yarattığı şok, marjların ciddi şekilde yükselmesine yol açtı. Bu dönemde Tüpraş rekor düzeyde kâr açıkladı ve hisse fiyatında kayda değer artış gözlemlendi. Enerji maliyetleri yükselse de rafinaj marjları hızlı artışları telafi edebildi.

4.3. 2023–2024: Yüksek Marjlar Sonrası Normalleşme

- **2023:** Bir önceki yılın yüksek bazının ardından rafinaj marjlarında normalleşme başladı. Jeopolitik gelişmeler, OPEC+'nın ham petrol kısıntıları ve küresel talep dengesi marjlarda oynaklığı artırdı. Tüpraş, yüksek nakit yaratımı sayesinde büyük temettü ödemeleri yaptı.
- **2024:** Yılın ilk üç çeyreğinde marjların kademeli gerilemesine karşın Tüpraş, yüksek üretim hacmi, güçlü ihracat ve faizin yükselmesinden kaynaklanan finansman geliriyle kârlılığını korumaya çalıştı. Temettü verimindeki artış hisseyi destekleyen unsurlardan biri oldu.

5. RİSKLER VE FIRSATLAR

5.1. Temel Riskler

1. Ham Petrol Fiyatlarındaki Volatilité:

Tüpraş, ham petrolü ağırlıklı ithal ettiği için fiyat dalgalanmaları kârlılığı doğrudan etkileyebilir. Ağır-hafif ham petrol makası gibi özel spreadler de rafinaj marjlarını şekillendirir.

2. Ürün Marjlarında Beklenenden Daha Sert Düşüş:

Küresel talep yavaşlarsa veya arz tarafında beklenmedik artış yaşanırse rafinaj marjları baskılanabilir.

3. Döviz Kurları ve Faiz Oranları:

Döviz kurlarındaki aşırı oynaklık ve yüksek faiz ortamı, şirketin finansman ve işletme sermayesi yönetimini zorlaştırabilir.

4. Regülasyon ve Çevre Mevzuatı:

Petrol endüstrisine yönelik çevresel düzenlemeler (örneğin emisyon kısıtlamaları) uzun vadede ek yatırım gerekliliklerine yol açabilir.

5.2. Temel Fırsatlar

1. Talep Toparlanması ve İhracat Potansiyeli:

Küresel ekonomik büyüme ve ulaşım sektörü toparlanması, yakıt talebini ve Tüpraş'ın ihracat potansiyelini artırabilir.

2. Yüksek Temettü Politikası:

Güçlü nakit akışı sayesinde Tüpraş'ın yüksek temettü dağıtma kapasitesi, hisseyi cazip kılmaktadır.

3. Düşük Enerji Maliyeti Senaryosu:

Enerji fiyatları gerilerse rafinaj süreçlerinde kullanılan enerji maliyeti azalacak, kârlılık artabilecektir.

4. Dijital ve Verimlilik Projeleri:

Şirketin rafinerilerinde verimlilik artırıcı projeler, bakım ve modernizasyon çalışmaları kârlılık üzerinde pozitif etki yaratabilir.

6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Son Bir Yılın Özeti:

Tüpraş, 2024 yılı boyunca küresel rafinaj marjlarındaki dalgalanmalara rağmen yüksek kapasite kullanımı ve geniş ürün portföyü sayesinde üretim hacmini artırmayı başarmıştır. Ham petrol spreadlerindeki dalgalanmalar ve ürüne dair marj düşüşü, net kârlılığı zaman zaman baskılamış olsa da, şirket büyük miktarda nakit yaratmış ve dikkat çekici temettü ödemeleri gerçekleştirmiştir. 2Ç24 ve 3Ç24 finansal sonuçları, piyasa beklentilerinin çoğunlukla üzerinde ya da paralel açıklanmış, ancak bir önceki yılın rekor kârlılık dönemiyle karşılaştırıldığında gerileme göstermiştir.

5 Yıllık Eğilim:

2019 sonu ve 2020 başlarındaki pandemi şokuyla ciddi düşüş yaşayan rafinaj sektörü, 2021 ve 2022'deki hızlı toparlanma sayesinde yüksek kârlılık düzeylerine erişmiştir. 2023–2024 döneminde bir “normalleşme” süreci gözlemlense de Tüpraş, dikey entegrasyonu ve güçlü finansal yapısıyla bu dalgalanmaları görece daha istikrarlı bir performansla karşılamaktadır.

Hisse Değerlendirmesi:

Yüksek temettü politikası ve güçlü nakit pozisyonu, yatırımcıların Tüpraş'a ilgisini koruyan temel etmenlerdendir. 3Ç24 itibarıyla net nakit pozisyonu 57,7 milyar TL gibi yüksek bir seviyededir. Rafinaj marjlarında beklenenden sert bir düşüş yaşanmaması hâlinde, şirketin kâr yaratma kapasitesi devam edebilir. Öte yandan, küresel ekonomik yavaşlama, petrol fiyat oynaklığı veya regülatif değişiklikler kısa vadede hisse performansında dalgalanmalara yol açabilir.

Önümüzdeki Dönem Beklentileri:

- **2024 Yılı:** Şirket, %85–%90 KKO, 26 milyon ton üretim ve 30 milyon ton satış hedeflerini sürdürmektedir. Ürün marjı beklentisi 12 \$/varil düzeyinde korunmaktadır. Yatırım harcamalarının ise 400 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

- **Uzun Vadede:** Petrol rafinajında, enerji dönüşümü (yenilenebilir enerji, elektrikli araçlar) gibi makro trendler önemli olsa da, fosil yakıtların özellikle petrokimya ve havacılık yakıtlarında talebi kısa/orta vadede devam edecektir. Tüpraş, stratejik konumu ve operasyonel verimliliğiyle bu talebi karşılamaya hazırlanmayı sürdürüyor.

7. EKLER VE KAYNAKLAR

1. KAP Duyuruları:

Şirketin finansal tabloları, faaliyet raporları ve özel durum açıklamaları [KAP](#) üzerinden takip edilebilir.

2. 2Ç24 Kar Analizi Dokümanı () ve 3Ç24 Kar Analizi Dokümanı ():

- Son iki çeyrekteki detaylı finansal sonuçlar, şirketin ham petrol makasındaki gelişmeler ve marjlar hakkındaki öngörülerini bu raporlarda yer almaktadır.

3. Yasal Uyarı:

Bu rapor, yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında olmayıp, genel bilgilendirme amacını taşır. Yatırım kararları, yatırımcıların kendi risk-getiri profillerine göre uzman danışman desteğiyle verilmelidir.

Not:

Bu rapor, kullanıcı isteği doğrultusunda **en az beş sayfa** uzunluğunda hazırlanmış, son bir yıllık dönemin öne çıkan unsurlarını ve gerekli noktalarda son beş yıllık trendlere değinmiştir. Daha ayrıntılı bilgi için lütfen KAP duyurularına ve Tüpraş'ın yatırımcı ilişkileri sunumlarına başvurunuz.

Genel Değerlendirme:

Tüpraş, Türkiye rafinaj sektörünün açık ara lideri olarak, 2024 yılı boyunca marjlardaki normalleşmeye rağmen yüksek kapasite kullanımı ve güçlü nakit akışı sayesinde tatmin edici düzeyde kârlılık elde etmiştir. Yatırımcılar açısından dikkat çekici faktörler, şirketin yüksek temettü dağıtma eğilimi ve dalgalı olsa dahi pozitif seyreden rafinaj marjlarında rekabetçi konumudur. Yine de petrol piyasalarındaki küresel dalgalanmalar ve jeopolitik riskler, hisse performansında zaman zaman volatilite yaratabilecektir.