

TÜPRAŞ

Net nakitte güçlü artış...

Tüpraş'ın 2Ç25 net karı 8,9 milyar TL olurken (+%31 y/y), piyasa beklentisi (6,7 milyar TL) ve AK Yatırım tahmininin (8,1 milyar TL) üzerinde gerçekleşti. Tüpraş'ın 2Ç25'te FAVÖK'ü 13,9 milyar TL ile piyasa beklentisine (13,3 milyar TL) paralel olurken Ak Yatırım tahmininin (14,9 milyar TL) altında kaldı. Opet'ten beklentilerin üzerinde gelen katkı ve efektif vergi oranının daha düşük olması net karın beklentimizden sapmasına neden oldu.

Üretim hacmi 2Ç25'te 7 milyon ton olurken %98'lik bir kapasite kullanım oranına denk geldi. Fuel oil ve dizel satışlarındaki düşüşle beraber toplam satış miktarı %3 azalarak 7,6 milyon TL seviyesine geriledi. 2Ç25'te, Akdeniz piyasasında ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 17,0 USD/v, 15,9 USD/v ve 16,2 USD/v seviyesindeydi. Ürün marjları geçen senenin aynı dönemine göre sırasıyla %7, %2 ve %24 daraldı. **Tüpraş net rafineri marjı** 5,3 USD/v olurken, 2Ç24 seviyesi 5,4 USD/v, 1Ç25 seviyesi ise 4,1 USD/v idi. Şirket Yönetimi'nin 2025 net rafineri marjı beklentisi 5-6 USD/v bandında bulunuyor. **FAVÖK'te** geçen seneye göre %20 düşüş ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma, enerji maliyetlerindeki artış ve ürün marjlarındaki gerilemeden kaynaklandı. Öte yandan, orta distilat ürün marjları temmuz ayında ortalama 24 USD/v seviyesinde olurken yüksek sezon etkisiyle de beraber 3Ç25'te güçlü bir karlılığa işaret ediyor. Faaliyet karındaki düşüşe rağmen **net kardaki** iyileşme efektif vergi oranındaki düşüş sebebiyle gerçekleşti.

Net nakit pozisyonu, 1Ç25'te mart sonuna denk gelen bayram tatili sebebiyle geciken alacaklar, ham petrol tedarikinde değişiklikler ve daha düşük faktoring faaliyeti nedeniyle 25,6 milyar TL'ye (678 milyon USD) gerilemişti. 2Ç25'te ise bu etkilerin azalması ve mevsimsellikte beraber 49 milyar TL (1,2 milyar USD) seviyesine çıktı.

Yorum ve Tavsiye: 2Ç25 finansal sonuçlarıyla ilgili açıklamanın hisseye olumlu etki etmesini bekliyoruz. Tüpraş için tahminlerimizi güçlü 3Ç25 ürün marjları, yeni enerji fiyatları ve makro tahminlerimizle revize ederek hedef hisse fiyatımızı 200 TL'den 238TL'ye yükselttik. Tüpraş yurt dışı benzerlerine göre yaklaşık %35 iskontolu işlem görüyor. Sağlam bilançosu, güçlü marj ortamı ve yüksek sezonun etkisiyle Tüpraş'ın endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	183,164	257,560	-29%	168,152	9%	176,225	188,739	4%
FAVÖK	13,889	17,310	-20%	10,337	34%	13,267	14,922	5%
FAVÖK Marjı	7.6%	6.7%	86 bps	6.1%	144 bps	7.5%	7.9%	5 bps
Net Kar	8,884	6,758	31%	103	8533%	6,742	8,038	32%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	238.00
Güncel Fiyat, TL	162.60
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	313,297

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	810,386	874,117	1,016,156	1,125,480
FAVÖK, mn TL	51,446	65,848	83,345	90,415
Net Kâr, mn TL	18,315	33,135	40,682	55,332

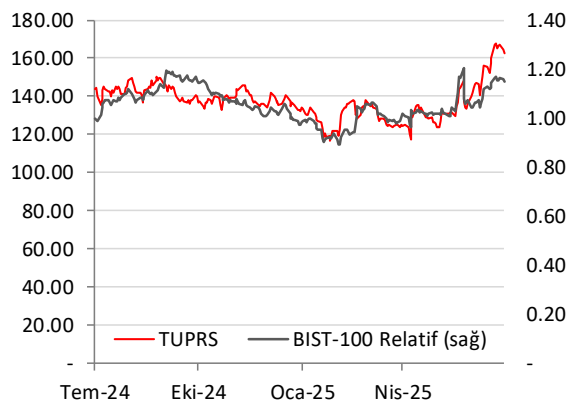
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-54,546	-68,033	-84,982	-101,784
Net Borç/FAVÖK	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.3%	7.5%	8.2%	8.0%
Net Marj	2.3%	3.8%	4.0%	4.9%
Temettü Verimi	21.1%	9.4%	10.1%	12.1%

Büyüme				
Ciro, y/y	18.0%	7.9%	16.2%	10.8%
FAVÖK, y/y	-46.5%	28.0%	26.6%	8.5%
Net Kâr, y/y	-65.8%	80.9%	22.8%	36.0%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.0	9.5	7.7	5.7
FD/FAVÖK	4.8	3.5	2.5	2.0
FD/Ciro	0.3	0.3	0.2	0.2

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	19.6%	30.0%	13.9%	21.2%
BİST-100 Relatif	7.2%	14.3%	16.5%	13.6%
AOİH, mn TL	3,225	2,772	2,757	2,815



Tahminlerde Revizyonlar

milyon USD	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	19,905	20,432	20,312	19,342	20,392	20,272
% büyüme	-13%	3%	-1%	-16%	5%	-1%
FAVÖK	1,489	1,653	1,600	1,256	1,650	1,618
FAVÖK Marjı	7.5%	8.1%	7.9%	6.5%	8.1%	8.0%
Net Kar	910	959	1,034	725	1,015	1,119
% büyüme	75.1%	5.4%	7.8%	39.5%	39.9%	10.3%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	3%	0%	0%			
FAVÖK	18%	0%	-1%			
Net Kar	26%	-5%	-8%			
Hedef Fiyat, TL	238			200		
Hedef Fiyat Değişimi	19%					

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Satış Gelirleri	242,252	257,560	243,295	202,401	168,152	183,164
Satışların Maliyeti	222,965	234,018	220,004	189,148	154,196	165,337
Brüt Kar	19,288	23,542	23,291	13,253	13,956	17,827
Operasyonel Giderler	8,569	9,266	7,447	6,153	6,802	7,229
Faaliyet Karı	10,719	14,275	15,844	7,100	7,154	10,598
Amortisman ve İtfa Payları	3,133	3,034	2,758	2,294	3,184	3,292
FAVÖK	13,852	17,310	18,603	9,395	10,337	13,889
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-7,949	-2,133	-1,631	813	-4,468	421
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-4,893	12	-1,482	89	-3,029	-975
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	413	1	604	665	-59	625
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	-4	-12	-2	7	27
Finansal Gelir / (Gider)	4,744	1,487	3,039	1,454	781	523
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-8,212	-3,629	-3,780	-1,393	-2,168	221
Vergi Öncesi Kar	2,770	12,143	14,213	7,913	2,686	11,019
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,162	-5,294	-4,475	-2,900	-2,558	-2,077
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-769	-1,964	-918	147	-143	-352
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-1,393	-3,330	-3,557	-3,047	-2,415	-1,724
Vergi Sonrası Net Kar	608	6,849	9,738	5,012	127	8,942
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	139	91	136	472	24	58
Net Kar	469	6,758	9,602	4,540	103	8,884
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Satış Gelirleri	3.3%	3.9%	-32.9%	-34.9%	-30.6%	-28.9%
Operasyonel Giderler	11.5%	30.3%	-4.7%	-40.5%	-20.6%	-22.0%
Faaliyet Karı	-60.5%	-56.0%	-72.5%	-79.5%	-33.3%	-25.8%
FAVÖK	-54.2%	-50.6%	-68.8%	-74.8%	-25.4%	-19.8%
Net Kar	-88.6%	-46.5%	-21.8%	-92.6%	-78.1%	31.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Brüt Kar Marjı	8.0%	9.1%	9.6%	6.5%	8.3%	9.7%
Operasyonel Gider Marjı	3.5%	3.6%	3.1%	3.0%	4.0%	3.9%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	5.5%	6.5%	3.5%	4.3%	5.8%
FAVÖK Marjı	5.7%	6.7%	7.6%	4.6%	6.1%	7.6%
Efektif Vergi Oranı	78.1%	43.6%	31.5%	36.7%	95.3%	18.8%
Net Kar Marjı	0.2%	2.6%	3.9%	2.2%	0.1%	4.9%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3.4%	-1.4%	-1.6%	-0.7%	-1.3%	0.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-9.4%	11.7%	7.2%	8.0%	-12.7%	17.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-12.6%	12.6%	5.8%	5.5%	-14.7%	15.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-164%	174%	95%	173%	-207%	236%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.2%	1.7%	1.3%	2.8%	1.8%	2.8%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-9.5%	5.4%	-3.2%	4.1%	-18.9%	13.2%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-22,780	30,072	17,619	16,241	-21,436	32,799
Düzeltilme Öncesi Kar	608	6,849	9,738	5,012	127	8,942
Amortisman ve İtfa Payları	3,133	3,034	2,758	2,294	3,184	3,292
İşletme Sermayesindeki Değişim	-22,972	13,855	-7,884	8,330	-31,715	24,249
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,549	6,334	13,006	604	6,969	-3,683
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-7,702	2,509	-3,519	-5,160	-3,270	-5,338
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,878	-4,499	-3,092	-5,621	-3,110	-5,133
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,825	7,008	-427	460	-160	-205
Serbest Nakit Akımı	-30,482	32,581	14,100	11,080	-24,705	27,461
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	9,582	-34,195	5,613	-48,362	-5,240	14,130
Finansal Borçlardaki Değişim	1,062	-9,142	14,434	-35,028	1,623	20,495
Temettü	0	-28,376	-15,156	-13,362	-8,449	-7,235
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	8,520	3,323	6,334	29	1,586	871
Çevrim Farkları	1,148	651	699	82	821	1,017
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-19,752	-964	20,411	-37,199	-29,124	42,609

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Dönen Varlıklar	310,872	286,099	286,266	216,536	189,910	229,194
Nakit ve Nakit Benzerleri	126,613	118,665	127,122	85,796	49,474	90,352
Finansal Yatırımlar	6,006	182	635	0	0	0
Ticari Alacaklar	56,734	60,707	50,044	43,253	47,105	53,369
Stoklar	91,212	88,059	79,075	70,328	70,013	57,807
Diğer Dönen Varlıklar	36,313	18,668	30,025	17,160	23,318	27,666
Duran Varlıklar	279,827	278,589	274,894	313,312	314,576	316,437
Finansal Yatırımlar	702	768	663	751	746	773
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	13,347	13,121	13,799	15,230	14,512	14,815
Maddi Duran Varlıklar	224,628	224,926	225,144	263,871	263,826	265,377
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,120	6,962	6,928	7,105	8,199	8,837
Diğer Duran Varlıklar	34,029	32,813	28,359	26,356	27,294	26,634
Toplam Varlıklar	590,699	564,688	561,159	529,849	504,486	545,630
Kısa Vadeli Yükümlülükler	241,985	238,227	236,461	173,574	175,480	187,464
Finansal Borçlar	50,627	40,420	40,188	10,564	10,437	9,395
Ticari Borçlar	139,576	155,746	131,489	121,201	96,274	110,085
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	51,781	42,061	64,784	41,809	68,769	67,984
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,677	8,701	20,789	22,298	25,287	46,678
Finansal Borçlar	6,380	3,878	16,083	11,591	11,903	31,976
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,297	4,823	4,706	10,707	13,384	14,702
Özkaynaklar	337,036	317,759	303,909	333,977	303,719	311,489
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	333,159	313,732	299,693	329,272	298,956	306,638
Azınlık Payları	3,877	4,027	4,216	4,705	4,763	4,851
Toplam Kaynaklar	590,699	564,688	561,159	529,849	504,486	545,630
Yatırım Sermayesi (IC)	272,728	248,216	237,764	281,043	289,969	277,210
İşletme Sermayesi	8,370	-6,980	-2,371	-7,620	20,843	1,091
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	1%	-1%	0%	-1%	2%	0%
Toplam Borç	57,008	44,299	56,271	22,155	22,341	41,370
Net Borç / (Nakit)	-75,611	-74,548	-71,486	-63,641	-27,134	-48,981
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-0.5	-0.9
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-91,389	-91,015	-76,442	-75,596	-66,772	-57,960

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.