

TÜPRAŞ

Endeks Üzeri Getiri

Net nakit birikmeye devam ediyor ...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Tüpraş'ın 3Ç25 net karı 12,2 milyar TL olurken (+18% y/y), piyasa beklentisinin (10,9 milyar TL) üzerinde AK Yatırım tahminine (12,8 milyar TL) ise paralel gerçekleşti. Tüpraş'ın 3Ç25'te FAVÖK'ü 19,8 milyar TL ile piyasa beklentisine (19,2 milyar TL) ve Ak Yatırım tahminine (20,6 milyar TL) paralel geldi. Net nakit pozisyonu, Kızıldeniz gerginliğinin azalmasıyla işletme sermayesindeki önemli toparlanma ve etkili nakit yönetimi sayesinde 49 milyar TL'den 68 milyar TL'ye (temettü ödemeleri sonrası) yükseldi. Yönetim, **3Ç25'teki güçlü performans ve mevcut güçlü marj ortamı nedeniyle 2025 yılı net rafineri marjı tahminini 5-6 USD/v'den 6-6,5 USD/v'e yükseltti.** 3Ç25 finansallarının hisse performansı üzerinde olumlu bir etki yaratmasını bekliyoruz.

3Ç25'te, Akdeniz piyasasında ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 25,0 USD/v, 20,0 USD/v ve 18,8 USD/v seviyesindeydi. Ürün marjları geçen senenin aynı dönemine göre sırasıyla %60, %48 ve %33 arttı. Ağır-hafif ham petrol makası hem geçen çeyreğe göre hem de geçen seneye göre Tüpraş aleyhine daraldı. Tüpraş'ın **FAVÖK'ü** yıllık bazda reel olarak yatay seyretti, ancak dolar cinsinden %8 artarak 3Ç25'te 477 milyon dolara ulaştı. Güçlü ürün marjları FAVÖK'ü destekledi, ancak daralan ağır-hafif ham petrol makası ve 3Ç24'teki 60 milyon dolarlık stok karı, yıllık FAVÖK büyümesini sınırladı. **Devam eden yüksek ürün marjları ve normal bir 4.çeyreğe göre daha düşük bir bakım onarım faaliyeti göz önüne alındığında 4Ç25 karlılığının da olumlu olmasını bekliyoruz.** Tüpraş'ın net rafineri marjı, 3Ç25'te 9,7 ABD doları/varil seviyesinde gerçekleşti; bu oran, 3Ç24'te 6,8 USD/v, 2Ç25'te 5,3 USD/v seviyesindeydi. Net kâr, daha düşük efektif vergi oranının etkisiyle yıllık %18 reel artış gösterdi.

Yorum ve Tavsiye: Tüpraş için hedef fiyatımızı %12 oranında 238 TL'den 266 TL/hisseye yükselttik. Modelimizde, İNA hesabımızı bir çeyrek ileriye alıp emsal değerlemede 2026 çarpanlarına geçtik. Ayrıca kısa vadede daha iyi bir işletme sermayesi pozisyonu varsayarak orta vadeli ürün marjı beklentilerimizi de iyileştirdik. Hedef fiyatımız Tüpraş için %35'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. 4Ç25'te şu ana kadar devam eden güçlü faaliyet ortamına paralel olarak hissenin endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Tüpraş, 2026 çarpanlarına göre uluslararası emsallerine göre yaklaşık %20 iskontolu işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	266.00
Güncel Fiyat, TL	197.60
Getiri Potansiyeli	35%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	380,735
Firma Değeri, mn TL	300,953

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	810,386	911,033	1,045,443	1,192,222
FAVÖK, mn TL	51,446	65,911	86,051	99,205
Net Kâr, mn TL	18,315	33,893	38,221	58,783

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-54,546	-87,412	-93,252	-112,077
Net Borç/FAVÖK	-1.1	-1.3	-1.1	-1.1

Kârlılık

FAVÖK Marjı	6.3%	7.2%	8.2%	8.3%
Net Marj	2.3%	3.7%	3.7%	4.9%
Temettü Verimi	21.1%	7.7%	10.0%	11.3%

Büyüme

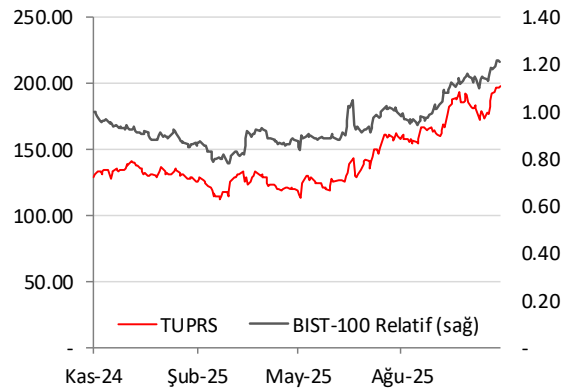
Ciro, y/y	18.0%	12.4%	14.8%	14.0%
FAVÖK, y/y	-46.5%	28.1%	30.6%	15.3%
Net Kâr, y/y	-65.8%	85.1%	12.8%	53.8%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.0	11.2	10.0	6.5
FD/FAVÖK	4.8	4.2	3.1	2.4
FD/Ciro	0.3	0.3	0.3	0.2

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.0%	21.7%	50.3%	53.2%
BİST-100 Relatif	6.3%	19.1%	21.5%	37.3%
AOİH, mn TL	3,338	3,399	2,888	3,007



Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	c/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	220,666	261,553	-16%	196,909	12%	207,970	221,032	6%
FAVÖK	19,787	19,999	-1%	14,932	33%	19,196	20,635	3%
FAVÖK Marjı	9.0%	7.6%	132 bps	7.6%	138 bps	9.2%	9.3%	-26 bps
Net Kar	12,162	10,322	18%	9,550	27%	10,911	12,796	11%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Tahminlerde Revizyonlar

	Yeni			Eski		
milYon USD	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	20,959	22,137	21,760	20,109	20,061	19,038
% büyüme	-9%	6%	-2%	-13%	3%	-1%
FAVÖK	1,516	1,699	1,678	1,515	1,645	1,529
FAVÖK Marjı	7.2%	7.7%	7.7%	7.5%	8.1%	7.9%
Net Kar	780	755	994	762	803	936
% büyüme	50.0%	-3.2%	31.8%	75.1%	5.4%	7.8%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	4%	10%	14%			
FAVÖK	0%	3%	10%			
Net Kar	2%	-6%	6%			
Hedef Fiyat, TL	266			238		
Hedef Fiyat Değişimi	12%					

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Satış Gelirleri	260,433	276,888	261,553	217,590	180,769	196,909	220,666	798,874	598,344
Satışların Maliyeti	239,697	251,580	236,514	203,342	165,766	177,744	197,006	727,791	540,516
Brüt Kar	20,735	25,308	25,039	14,248	15,003	19,165	23,660	71,082	57,828
Operasyonel Giderler	9,212	9,961	8,006	6,615	7,313	7,772	7,360	27,179	22,445
Faaliyet Karı	11,523	15,347	17,033	7,633	7,690	11,393	16,300	43,903	35,383
Amortisman ve İtfa Payları	3,368	3,262	2,965	2,466	3,422	3,539	3,487	9,595	10,448
FAVÖK	14,891	18,609	19,999	10,100	11,113	14,932	19,787	53,498	45,832
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-8,545	-2,293	-1,754	874	-4,803	453	214	-12,592	-4,136
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-5,260	13	-1,593	95	-3,256	-1,049	-1,174	-6,841	-5,479
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	444	1	649	715	-64	672	502	1,094	1,110
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	-5	-13	-2	8	29	-39	-18	-2
Finansal Gelir / (Gider)	5,100	1,599	3,267	1,563	839	562	1,384	9,967	2,786
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-8,828	-3,901	-4,064	-1,498	-2,330	238	-458	-16,793	-2,551
Vergi Öncesi Kar	2,978	13,054	15,280	8,507	2,887	11,846	16,514	31,312	31,247
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,324	-5,691	-4,811	-3,118	-2,750	-2,233	-4,257	-12,826	-9,240
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-827	-2,111	-987	158	-154	-379	-796	-3,925	-1,328
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-1,497	-3,580	-3,824	-3,276	-2,596	-1,854	-3,462	-8,901	-7,912
Vergi Sonrası Net Kar	654	7,363	10,469	5,389	137	9,613	12,257	18,485	22,007
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	149	98	147	508	26	63	95	394	184
Net Kar	504	7,265	10,322	4,881	111	9,550	12,162	18,092	21,823

Büyüme (Yıllık)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Satış Gelirleri	3.3%	3.9%	-32.9%	-34.9%	-30.6%	-28.9%	-15.6%	-12.1%	-25.1%
Operasyonel Giderler	11.5%	30.3%	-4.7%	-40.5%	-20.6%	-22.0%	-8.1%	11.8%	-17.4%
Faaliyet Karı	-60.5%	-56.0%	-72.5%	-79.5%	-33.3%	-25.8%	-4.3%	-65.2%	-19.4%
FAVÖK	-54.2%	-50.6%	-68.8%	-74.8%	-25.4%	-19.8%	-1.1%	-60.1%	-14.3%
Net Kar	-88.6%	-46.5%	-21.8%	-92.6%	-78.1%	31.5%	17.8%	-42.0%	20.6%

Karlılık / Rasyo Analizi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Brüt Kar Marjı	8.0%	9.1%	9.6%	6.5%	8.3%	9.7%	10.7%	8.9%	9.7%
Operasyonel Gider Marjı	3.5%	3.6%	3.1%	3.0%	4.0%	3.9%	3.3%	3.4%	3.8%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	5.5%	6.5%	3.5%	4.3%	5.8%	7.4%	5.5%	5.9%
FAVÖK Marjı	5.7%	6.7%	7.6%	4.6%	6.1%	7.6%	9.0%	6.70%	7.66%
Efektif Vergi Oranı	78.1%	43.6%	31.5%	36.7%	95.3%	18.8%	25.8%	41.0%	29.6%
Net Kar Marjı	0.2%	2.6%	3.9%	2.2%	0.1%	4.9%	5.5%	2.3%	3.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3.4%	-1.4%	-1.6%	-0.7%	-1.3%	0.1%	-0.2%	-2.1%	-0.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-9.4%	11.7%	7.2%	8.0%	-12.7%	17.9%	16.7%	3.4%	8.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-12.6%	12.6%	5.8%	5.5%	-14.7%	15.0%	15.2%	2.2%	6.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-164%	174%	95%	173%	-207%	236%	187%	50%	107%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.2%	1.7%	1.3%	2.8%	1.8%	2.8%	1.5%	1.4%	2.0%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-9.5%	5.4%	-3.2%	4.1%	-18.9%	13.2%	5.8%	-2.3%	0.8%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-24,489	32,329	18,941	17,460	-23,044	35,261	36,938	26,781	49,155
Düzeltilme Öncesi Kar	654	7,363	10,469	5,389	137	9,613	12,257	18,485	22,007
Amortisman ve İtfa Payları	3,368	3,262	2,965	2,466	3,422	3,539	3,487	9,595	10,448
İşletme Sermayesindeki Değişim	-24,695	14,895	-8,475	8,955	-34,095	26,069	12,843	-18,276	4,817
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,815	6,810	13,982	650	7,492	-3,960	8,351	16,976	11,883
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-8,280	2,697	-3,783	-5,548	-3,515	-5,739	-3,467	-9,366	-12,721
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,094	-4,837	-3,324	-6,043	-3,343	-5,518	-3,401	-11,254	-12,263
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-5,187	7,534	-459	495	-172	-221	-66	1,888	-458
Serbest Nakit Akımı	-32,769	35,026	15,158	11,912	-26,559	29,522	33,471	17,414	36,434
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	10,301	-36,762	6,034	-51,991	-5,633	15,191	-7,227	-20,427	2,331
Finansal Borçlardaki Değişim	1,142	-9,828	15,517	-37,657	1,745	22,033	-629	6,831	23,150
Temettü	0	-30,506	-16,293	-14,365	-9,083	-7,778	-7,603	-46,799	-24,464
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	9,160	3,572	6,809	31	1,705	936	1,005	19,541	3,645
Çevrim Farkları	1,234	699	751	88	883	1,093	1,703	2,684	3,679
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-21,234	-1,036	21,943	-39,991	-31,310	45,806	27,947	-328	42,444

Bilanço (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Dönen Varlıklar	334,201	307,569	307,748	232,787	204,161	246,393	269,993
Nakit ve Nakit Benzerleri	136,115	127,570	136,662	92,234	53,187	97,132	117,091
Ticari Alacaklar	60,992	65,263	53,799	46,499	50,640	57,374	55,573
Stoklar	98,057	94,668	85,009	75,606	75,267	62,145	62,563
Diğer Dönen Varlıklar	39,038	20,069	32,279	18,447	25,068	29,742	34,766
Duran Varlıklar	300,826	299,495	295,523	336,825	338,183	340,183	340,148
Finansal Yatırımlar	755	825	713	807	802	831	827
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	14,349	14,105	14,835	16,373	15,601	15,927	16,524
Maddi Duran Varlıklar	241,485	241,805	242,040	283,673	283,624	285,292	285,545
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,655	7,484	7,448	7,639	8,814	9,500	9,373
Diğer Duran Varlıklar	36,583	35,275	30,487	28,334	29,342	28,633	27,878
Toplam Varlıklar	635,027	607,064	603,271	569,612	542,345	586,576	610,140
Kısa Vadeli Yükümlülükler	260,144	256,105	254,206	186,600	188,649	201,532	214,108
Finansal Borçlar	54,427	43,454	43,204	11,356	11,221	10,100	14,560
Ticari Borçlar	150,051	167,434	141,356	130,297	103,499	118,347	126,009
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	55,667	45,217	69,646	44,947	73,930	73,085	73,539
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,554	9,354	22,349	23,971	27,185	50,181	47,577
Finansal Borçlar	6,859	4,170	17,290	12,461	12,797	34,375	28,100
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,695	5,185	5,059	11,510	14,388	15,806	19,477
Özkaynaklar	362,329	341,605	326,716	359,041	326,511	334,864	348,455
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	358,161	337,276	322,183	353,983	321,390	329,649	343,121
Azınlık Payları	4,168	4,329	4,533	5,058	5,121	5,215	5,334
Toplam Kaynaklar	635,027	607,064	603,271	569,612	542,345	586,576	610,140
Yatırım Sermayesi (IC)	293,194	266,843	255,606	302,134	311,729	298,012	293,502
İşletme Sermayesi	8,998	-7,504	-2,549	-8,192	22,408	1,173	-7,873
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	1%	-1%	0%	-1%	2%	0%	-1%
Toplam Borç	61,286	47,623	60,494	23,817	24,017	44,475	42,660
Net Borç / (Nakit)	-81,286	-80,142	-76,851	-68,417	-29,170	-52,657	-74,431
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-0.5	-0.9	-1.3
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-98,248	-97,845	-82,178	-81,269	-71,783	-62,310	-59,618

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.