

TÜPRAŞ

Net kar beklentiyi aşarken faaliyet karı beklentiden zayıf ...

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Tüpraş'ın 4Ç25 **net karı** 6,75 milyar TL olurken (+33% y/y), piyasa beklentisinin (5 milyar TL) üzerinde AK Yatırım tahminine (6,6 milyar TL) ise paralel gerçekleşti. Şirket, 4Ç25'te 14,2 milyar TL (+%35 y/y) **FAVÖK** kaydederken piyasa beklentisi (15,4 milyar TL) ve bizim tahminimizin (16 milyar TL) altında bir FAVÖK açıklamış oldu. Beklentilerimizden sapma, daha düşük beyaz ürün verimi ve yüksek faaliyet giderlerinden kaynaklanırken, beklenenden düşük etkin vergi oranı ve daha yüksek net finansal gelir, 4Ç25'te daha iyi bir net kâr elde edilmesini sağladı. **Net nakit pozisyonu**, daha yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, temettü ödemelerinin bir kısmı ve yatırım harcaması nedeniyle 74 milyar TL'den (1,8 milyar dolar) 57 milyar TL'ye (1,3 milyar dolar) geriledi.

2026 için yönetimin öngörülleri genel olarak beklentilerimizle uyumludur. Yönetim, üretim ve satış hacminin sırasıyla 29 milyon (2025: 26,9 milyon) ve 30 milyon (2025: 29,4 milyon) ton olmasını beklemektedir. Kapasite kullanımının 2025'teki %93,5'e kıyasla %95-100 aralığında olması öngörülmektedir. Net rafineri marjının 2025'teki 7 USD/varil'e kıyasla 6-7 USD/varil aralığında olması beklenmektedir. Tanker alımlarının gecikmesi nedeniyle konsolide yatırım harcamalarının 2025'teki 476 milyon dolardan 2026'da 700 milyon dolara yükselmesi beklenmektedir.

4Ç25'te, Akdeniz piyasasında ortalama **dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları** sırasıyla yıllık %77, %94 ve %67 arttı. **Ağır-hafif ham petrol makası** geçen çeyreğe göre genişlerken yıllık bazda Tüpraş aleyhine daraldı. **Tüpraş'ın FAVÖK'ü**, jeopolitik gelişmeler ve 4Ç24'te 39 milyon dolar stok kaybıyla oluşan zayıf baz etkisi sayesinde, bu çeyrekte %45 artarak 332 milyon dolara ulaştı. Ürün marjları, Ocak-2026'da orta distilatlarda yıllık bazda %30-35, benzinde ise %5 oranında daha yüksek seyrediyor. **Tüpraş'ın net rafineri marjı** 4Ç25'te 8,6 USD/v olarak gerçekleşirken 4Ç24'te 4,8 USD/v, 3Ç25'te 9,7 USD/v seviyesindeydi. Net kar, faaliyet karındaki büyümenin etkisiyle reel olarak yıllık bazda %33 arttı. Tüpraş, **hisse başına 17,13 TL brüt temettüyü iki taksit halinde dağıtmayı önerecek**: i) 16 Mart'ta 10,38 TL, ii) 30 Eylül'de 6,75 TL.

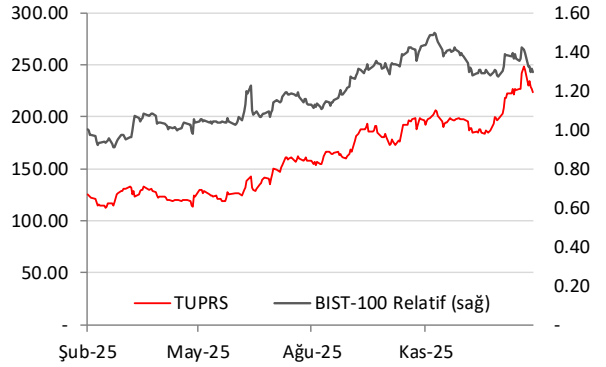
Rafineri sektöründeki yapısal sıkılık nedeniyle **"Endeks Üzeri Getiri"** tavsiyemizi koruduk. Ocak 2026'da yayınlanan tahminlerimizde önemli bir revizyon yapmadık. 4Ç25 sonuçlarının açıklamasının kısa vadede hisse senedi performansı üzerinde hafif bir olumsuz etkisi olmasını bekliyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Farkı
Net Satışlar	205,953	227,064	-9%	230,276	-11%	209,205	228,580	-2%
FAVÖK	14,245	10,539	35%	20,649	-31%	15,472	15,983	-8%
FAVÖK Marjı	6.9%	4.6%	228 bps	9.0%	-205 bps	7.4%	7.0%	-48 bps
Net Kar	6,750	5,094	33%	12,691	-47%	5,035	6,586	34%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	TUPRS T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	284.00			
Güncel Fiyat, TL	223.00			
Getiri Potansiyeli	27%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	429,675			
Firma Değeri, mn TL	359,951			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	830,356	992,523	1,163,907	1,411,004
FAVÖK, mn TL	62,073	82,642	98,613	123,279
Net Kâr, mn TL	29,523	43,732	63,295	96,755
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-56,988	-86,702	-107,869	-146,586
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-1.0	-1.1	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.5%	8.3%	8.5%	8.7%
Net Marj	3.6%	4.4%	5.4%	6.9%
Temettü Verimi	9.6%	8.6%	11.4%	15.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	2.5%	19.5%	17.3%	21.2%
FAVÖK, y/y	20.7%	33.1%	19.3%	25.0%
Net Kâr, y/y	61.2%	48.1%	44.7%	52.9%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.3	9.8	6.8	4.4
FD/FAVÖK	3.7	3.9	3.0	2.0
FD/Ciro	0.3	0.3	0.3	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.5%	12.5%	75.2%	20.9%
BİST-100 Relatif	-0.9%	-7.9%	27.6%	0.7%
AOİH, mn TL	5,477	4,240	3,389	5,231



Tahminlerde Revizyonlar

milyon USD	Yeni		Eski	
	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	21,223	21,219	20,803	21,157
% büyüme	10%	0%	5%	2%
FAVÖK	1,630	1,666	1,644	1,657
FAVÖK Marjı	7.7%	7.9%	7.9%	7.8%
Net Kar	862	1,069	817	1,053
% büyüme	12.0%	24.0%	19.3%	28.8%
Önceki Tahminlere Göre Değişim				
Net Satışlar	2%	0%		
FAVÖK	-1%	1%		
Net Kar	6%	2%		
Hedef Fiyat, TL	284		286	
Hedef Fiyat Değişimi	-1%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	271,775	288,947	272,944	227,064	188,642	205,485	230,276	205,953	1,297,409	1,060,730	830,356
Satışların Maliyeti	250,137	262,537	246,815	212,195	172,986	185,485	205,586	185,067	1,090,035	971,684	749,124
Brüt Kar	21,638	26,410	26,129	14,868	15,656	19,999	24,691	20,886	207,373	89,046	81,232
Operasyonel Giderler	9,613	10,395	8,354	6,903	7,631	8,110	7,681	10,363	36,957	35,265	33,785
Faaliyet Karı	12,025	16,015	17,775	7,965	8,025	11,889	17,010	10,523	170,417	53,781	47,447
Amortisman ve İtfa Payları	3,514	3,404	3,094	2,574	3,571	3,693	3,639	3,722	11,459	12,587	14,626
FAVÖK	15,540	19,419	20,870	10,539	11,597	15,582	20,649	14,245	181,875	66,368	62,073
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-8,918	-2,393	-1,830	912	-5,013	473	223	638	-61,147	-12,228	-3,678
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-5,490	13	-1,663	100	-3,398	-1,094	-1,226	-82	-31,274	-7,039	-5,800
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	463	1	677	746	-67	701	524	114	1,987	1,888	1,272
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	-5	-13	-2	8	30	-41	19	155	-20	16
Finansal Gelir / (Gider)	5,322	1,669	3,410	1,631	876	587	1,444	1,402	-9,815	12,031	4,309
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-9,213	-4,071	-4,241	-1,563	-2,432	248	-478	-814	-22,200	-19,088	-3,476
Vergi Öncesi Kar	3,108	13,622	15,945	8,877	3,013	12,362	17,233	11,161	109,270	41,552	43,769
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,426	-5,939	-5,020	-3,254	-2,870	-2,330	-4,443	-4,253	-7,461	-16,639	-13,896
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-863	-2,203	-1,030	165	-161	-395	-830	-1,518	-20,730	-3,932	-2,905
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-1,563	-3,736	-3,990	-3,419	-2,709	-1,935	-3,613	-2,735	13,269	-12,707	-10,991
Vergi Sonrası Net Kar	682	7,683	10,925	5,623	143	10,032	12,790	6,908	101,808	24,914	29,873
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	156	102	153	530	27	65	99	158	557	940	349
Net Kar	526	7,582	10,772	5,094	115	9,966	12,691	6,750	101,251	23,973	29,523
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	3.3%	3.9%	-32.9%	-34.9%	-30.6%	-28.9%	-15.6%	-9.3%	-25.1%	-18.2%	-21.7%
Operasyonel Giderler	11.5%	30.3%	-4.7%	-40.5%	-20.6%	-22.0%	-8.1%	50.1%	21.0%	-4.6%	-4.2%
Faaliyet Karı	-60.5%	-56.0%	-72.5%	-79.5%	-33.3%	-25.8%	-4.3%	32.1%	-7.0%	-68.4%	-11.8%
FAVÖK	-54.2%	-50.6%	-68.8%	-74.8%	-25.4%	-19.8%	-1.1%	35.2%	-6.7%	-63.5%	-6.5%
Net Kar	-88.6%	-46.5%	-21.8%	-92.6%	-78.1%	31.5%	17.8%	32.5%	-12.6%	-76.3%	23.2%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	8.0%	9.1%	9.6%	6.5%	8.3%	9.7%	10.7%	10.1%	16.0%	8.4%	9.8%
Operasyonel Gider Marjı	3.5%	3.6%	3.1%	3.0%	4.0%	3.9%	3.3%	5.0%	2.8%	3.3%	4.1%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	5.5%	6.5%	3.5%	4.3%	5.8%	7.4%	5.1%	13.1%	5.1%	5.7%
FAVÖK Marjı	5.7%	6.7%	7.6%	4.6%	6.1%	7.6%	9.0%	6.9%	14.02%	6.26%	7.48%
Efektif Vergi Oranı	78.1%	43.6%	31.5%	36.7%	95.3%	18.8%	25.8%	38.1%	6.8%	40.0%	31.7%
Net Kar Marjı	0.2%	2.6%	3.9%	2.2%	0.1%	4.9%	5.5%	3.3%	7.8%	2.3%	3.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3.4%	-1.4%	-1.6%	-0.7%	-1.3%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-1.7%	-1.8%	-0.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-9.4%	11.7%	7.2%	8.0%	-12.7%	17.9%	16.7%	-0.9%	12.4%	4.4%	6.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-12.6%	12.6%	5.8%	5.5%	-14.7%	15.0%	15.2%	-3.9%	11.0%	2.9%	3.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-164%	174%	95%	173%	-207%	236%	187%	-13%	89%	70%	80%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.2%	1.7%	1.3%	2.8%	1.8%	2.8%	1.5%	3.0%	1.8%	1.7%	2.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-9.5%	5.4%	-3.2%	4.1%	-18.9%	13.2%	5.8%	-11.2%	3.9%	-0.9%	-2.2%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-25,556	33,737	19,766	18,220	-24,048	36,797	38,547	-1,831	161,156	46,167	49,465
Düzeltilme Öncesi Kar	682	7,683	10,925	5,623	143	10,032	12,790	6,908	101,808	24,914	29,873
Amortisman ve İtfa Payları	3,514	3,404	3,094	2,574	3,571	3,693	3,639	3,722	11,459	12,587	14,626
İşletme Sermayesindeki Değişim	-25,771	15,544	-8,844	9,345	-35,580	27,204	13,403	-22,964	50,241	-9,726	-17,938
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,981	7,106	14,590	678	7,818	-4,132	8,715	10,503	-2,352	18,393	22,904
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-8,641	2,814	-3,948	-5,789	-3,668	-5,989	-3,618	-6,142	-18,046	-15,564	-19,416
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,228	-5,047	-3,469	-6,306	-3,489	-5,758	-3,550	-6,280	-23,404	-18,050	-19,077
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-5,413	7,862	-479	516	-179	-230	-69	139	5,358	2,486	-339
Serbest Nakit Akımı	-34,197	36,551	15,818	12,431	-27,716	30,808	34,929	-7,973	143,110	30,603	30,048
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	10,750	-38,363	6,297	-54,255	-5,879	15,852	-7,541	-2,288	-65,718	-75,571	144
Finansal Borçlardaki Değişim	1,191	-10,256	16,193	-39,297	1,821	22,993	-656	7,212	-18,665	-32,168	31,370
Temettü	0	-31,834	-17,003	-14,990	-9,479	-8,117	-7,934	-9,315	-64,721	-63,828	-34,845
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	9,558	3,728	7,106	32	1,779	977	1,049	-185	17,668	20,424	3,619
Çevrim Farkları	1,288	730	784	92	921	1,141	1,777	1,220	13,476	2,893	5,060
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-22,159	-1,081	22,898	-41,732	-32,673	47,801	29,164	-9,041	90,868	-42,075	35,252

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	348,756	320,964	321,151	242,924	213,053	257,124	281,751	236,931
Nakit ve Nakit Benzerleri	142,043	133,126	142,614	96,251	55,504	101,362	122,191	107,237
Finansal Yatırımlar	6,738	204	713	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	63,648	68,105	56,142	48,524	52,845	59,873	57,993	52,753
Stoklar	102,328	98,791	88,711	78,899	78,545	64,852	65,287	62,145
Diğer Dönen Varlıklar	40,738	20,943	33,684	19,251	26,160	31,037	36,280	14,796
Duran Varlıklar	313,928	312,539	308,393	351,493	352,912	354,999	354,962	355,043
Finansal Yatırımlar	788	861	744	842	837	868	863	995
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	14,974	14,720	15,481	17,086	16,281	16,621	17,243	17,471
Maddi Duran Varlıklar	252,002	252,336	252,581	296,026	295,977	297,717	297,981	296,250
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,988	7,810	7,772	7,971	9,198	9,914	9,782	10,130
Diğer Duran Varlıklar	38,176	36,811	31,815	29,568	30,620	29,880	29,092	30,197
Toplam Varlıklar	662,684	633,503	629,545	594,417	565,965	612,123	636,713	591,974
Kısa Vadeli Yükümlülükler	271,474	267,259	265,277	194,726	196,865	210,309	223,433	169,748
Finansal Borçlar	56,797	45,346	45,085	11,851	11,709	10,539	15,195	21,821
Ticari Borçlar	156,586	174,726	147,513	135,971	108,006	123,501	131,497	105,513
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	58,092	47,187	72,679	46,904	77,149	76,268	76,742	42,414
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,101	9,762	23,322	25,015	28,369	52,367	49,649	52,398
Finansal Borçlar	7,158	4,351	18,043	13,004	13,354	35,872	29,324	28,429
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,943	5,411	5,279	12,012	15,015	16,494	20,325	23,969
Özkaynaklar	378,109	356,483	340,945	374,675	340,731	349,448	363,631	369,828
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	373,760	351,965	336,215	369,397	335,388	344,006	358,065	364,099
Ödenmiş Sermaye	3,165	2,919	2,680	1,927	2,291	2,162	2,011	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	57,219	63,092	72,003	100,844	97,667	96,449	97,967	97,337
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	312,850	277,846	242,652	242,653	235,314	235,313	235,314	235,313
Dönem Net Karı / (Zararı)	526	8,108	18,880	23,973	115	10,082	22,773	29,523
Azınlık Payları	4,349	4,518	4,730	5,278	5,344	5,442	5,566	5,729
Toplam Kaynaklar	662,684	633,503	629,545	594,417	565,965	612,123	636,713	591,974
Yatırım Sermayesi (IC)	305,964	278,465	266,739	315,291	325,306	310,991	306,284	336,809
İşletme Sermayesi	9,390	-7,831	-2,660	-8,549	23,383	1,224	-8,216	9,385
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	1%	-1%	0%	-1%	2%	0%	-1%	1%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	-7,964	-34,074	-41,655	-36,202	-27,606	-44,007	-48,678	-18,234
Toplam Borç	63,955	49,697	63,129	24,855	25,063	46,412	44,518	50,249
Net Borç / (Nakit)	-85,614	-84,494	-80,942	-72,238	-31,277	-55,818	-78,536	-57,983
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-0.5	-1.0	-1.3	-0.9
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-102,527	-102,107	-85,757	-84,388	-72,612	-64,886	-62,138	-58,109

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.