

TÜPRAŞ

Beklentilere paralel zayıf bir ilk çeyrek

Tüpraş'ın 1Ç25 net karı 97 milyon TL olurken (-%78 y/y), piyasa beklentisi (172 milyon TL) ve AK Yatırım tahminine (386 milyon TL) paralel gerçekleşti. Tüpraş'ın 1Ç25'te FAVÖK'ü 9.751milyon TL (-%25 y/y) seviyesinde, piyasa beklentisinden iyi (8.745 milyon TL), Ak Yatırım tahminine ise (9.722 milyon TL) paralel gerçekleşti. Tarihi ortalamalarına doğru gerileyen ürün marjları, ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma ve kur farkı zararları 1Ç25'te karlılığı baskılayan unsurlardı.

İzmit Rafinerisi'ndeki 1 Mart-1 Haziran dönemini kapsayan planlı bakım duruşuna rağmen **üretim hacmi** geçen seneye göre yatay, 5,9milyon ton seviyesinde gerçekleşerek %82,8'lik bir kapasite kullanım oranına denk geldi. Bu dönemde **satış hacmi** %8 daralarak 6,4 mn ton seviyesine geriledi. 1Ç25'te **Tüpraş net rafineri marjı** 4,1 USD/v olurken, 1Ç24 seviyesi 8,4 USD/v, 4Ç24 seviyesi ise 4,8 USD/v idi. Şirket Yönetimi'nin 2025 net rafineri marjı beklentisi 5-6 USD/v bandında bulunuyor. **FAVÖK**'te geçen seneye göre %25 düşüş ürün marjlarında gerileme ve ağır-hafif ham petrol makasındaki daralmadan kaynaklandı. **Net nakit pozisyonu**, 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) geriledi (4Ç24: 55 milyar TL – 1,5 milyar USD).

Şirket Yönetimi ilk olarak Kasım 2021'de açıklanan **Stratejik Dönüşüm Planı**'nda güncelleme yaptı. Buna göre, sürdürülebilir rafinaj faaliyetlerinde daha yüksek yatırım (önceki 2,3 milyar USD, yenisi 3,9 milyar USD) ve daha yüksek FAVÖK bekliyor. Sıfır-Karbon Elektrik üretiminde de yatırımların hızlandırılması ve yatırım maliyetlerinin artması sebebiyle toplam yatırım tutarı yukarıya çekilirken FAVÖK beklentisinde de artış oldu. Aynı şekilde Sürdürülebilir Havacılık Yakıtında (SAF) da FAVÖK ve yatırım miktarları arttı. Öte yandan, artan yatırım maliyetleri sebebiyle yeşil hidrojen yatırımlarında zamana yayılmak hedeflendi.

Yorum ve Tavsiye: 1Ç25 finansal sonuçlarıyla ilgili açıklamanın hisseye hafif olumsuz etki etmesini bekliyoruz. Tüpraş için tahminlerimizi son sektörel gelişmeler, Stratejik Dönüşüm Planı'ndaki revizyon ve risksiz getiri oranındaki artışı içeren yeni makro tahminlerimizle revize ederek hedef hisse fiyatımızı 260 TL'den 200TL'ye düşürdük.

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TUPRS T1
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	200.00 (önceki 260.00)
Güncel Fiyat, TL	125.10
Getiri Potansiyeli	60%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	241,042

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

Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	810,386	834,348	1,013,833	1,122,895
FAVÖK, mn TL	51,446	54,857	83,232	91,443
Net Kâr, mn TL	32,898	26,199	43,988	60,266

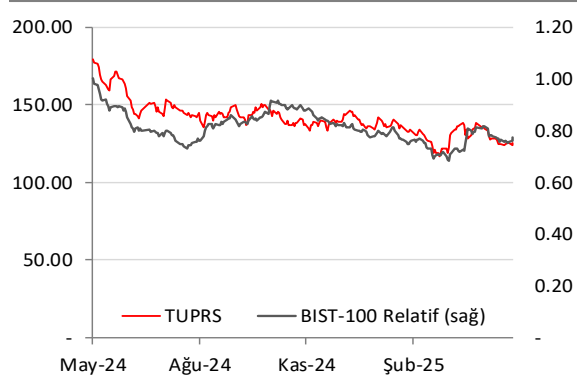
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-54,546	-56,841	-88,235	-110,735
Net Borç/FAVÖK	-1.1	-1.0	-1.1	-1.2

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.3%	6.6%	8.2%	8.1%
Net Marj	4.1%	3.1%	4.3%	5.4%
Temettü Verimi	21.1%	12.2%	9.6%	15.9%

Büyüme				
Ciro, y/y	18.0%	3.0%	21.5%	10.8%
FAVÖK, y/y	-46.5%	6.6%	51.7%	9.9%
Net Kâr, y/y	-38.6%	-20.4%	67.9%	37.0%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	9.5	9.2	5.5	4.0
FD/FAVÖK	4.8	3.1	1.6	1.3
FD/Ciro	0.3	0.2	0.1	0.1

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-9.3%	-5.3%	-27.4%	-6.7%
BİST-100 Relatif	-5.1%	3.4%	-20.6%	-0.6%
AOİH, mn TL	1,853	2,872	3,152	2,834



Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	1Ç25	1Ç24	y/y	3A25 S12A	3A24 S12A	y/y
Net Satışlar	158,623	228,525	-31%	822,029	1,098,157	-25%
FAVÖK	9,751	13,067	-25%	52,491	137,487	-62%
FAVÖK Marjı	6.1%	5.7%	43 bps	6.4%	12.5%	-613 bps
Net Kar	97	442	-78%	19,813	81,699	-76%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	228,525	242,965	229,509	190,932	158,623	1,098,157	822,029
Satışların Maliyeti	210,330	220,757	207,538	178,430	145,458	938,411	752,183
Brüt Kar	18,195	22,208	21,971	12,502	13,165	159,746	69,846
Operasyonel Giderler	8,083	8,741	7,025	5,804	6,417	31,907	27,987
Faaliyet Karı	10,112	13,467	14,946	6,698	6,748	127,839	41,859
Amortisman ve İtfa Payları	2,955	2,862	2,602	2,164	3,003	9,649	10,632
FAVÖK	13,067	16,329	17,549	8,862	9,751	137,487	52,491
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-7,498	-2,012	-1,539	767	-4,215	-50,574	-6,999
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-4,616	11	-1,398	84	-2,857	-29,654	-4,160
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	389	1	570	627	-56	2,652	1,142
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	-4	-11	-2	7	109	-10
Finansal Gelir / (Gider)	4,475	1,403	2,867	1,371	736	-1,944	6,378
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-7,747	-3,423	-3,566	-1,314	-2,045	-21,737	-10,348
Vergi Öncesi Kar	2,613	11,455	13,408	7,465	2,533	77,264	34,860
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,040	-4,994	-4,221	-2,736	-2,413	4,944	-14,365
Vergi Sonrası Net Kar	573	6,461	9,186	4,728	120	82,208	20,496
Azınlık Payları	131	86	129	445	23	509	683
Net Kar	442	6,375	9,058	4,283	97	81,699	19,813

Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	3.3%	3.9%	-32.9%	-34.9%	-30.6%		-25.1%
Operasyonel Giderler	11.5%	30.3%	-4.7%	-40.5%	-20.6%		-12.3%
Faaliyet Karı	-60.5%	-56.0%	-72.5%	-79.5%	-33.3%		-67.3%
FAVÖK	-54.2%	-50.6%	-68.8%	-74.8%	-25.4%		-61.8%
Net Kar	-88.6%	-46.5%	-21.8%	-92.6%	-78.1%		-75.7%

Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Brüt Kar Marjı	8.0%	9.1%	9.6%	6.5%	8.3%	14.5%	8.5%
Operasyonel Gider Marjı	3.5%	3.6%	3.1%	3.0%	4.0%	2.9%	3.4%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	5.5%	6.5%	3.5%	4.3%	11.6%	5.1%
FAVÖK Marjı	5.7%	6.7%	7.6%	4.6%	6.1%	12.52%	6.39%
Efektif Vergi Oranı	78.1%	43.6%	31.5%	36.7%	95.3%	-6.4%	41.2%
Net Kar Marjı	0.2%	2.6%	3.9%	2.2%	0.1%	7.4%	2.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3.4%	-1.4%	-1.6%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-1.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-9.4%	11.7%	7.2%	8.0%	-12.7%	8.9%	4.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-12.6%	12.6%	5.8%	5.5%	-14.7%	6.8%	3.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-164%	174%	95%	173%	-207%	71%	76%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.2%	1.7%	1.3%	2.8%	1.8%	1.6%	1.9%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-9.5%	5.4%	-3.2%	4.1%	-18.9%	2.4%	-2.0%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-21,489	28,368	16,620	15,321	-20,221	97,297	40,088
Düzeltilme Öncesi Kar	573	6,461	9,186	4,728	120	82,208	20,496
Amortisman ve İtfa Payları	2,955	2,862	2,602	2,164	3,003	9,649	10,632
İşletme Sermayesindeki Değişim	-21,670	13,070	-7,437	7,858	-29,918	26,706	-16,427
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,348	5,975	12,269	570	6,574	-21,266	25,388
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-7,266	2,367	-3,319	-4,868	-3,084	-22,743	-8,905
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,715	-4,244	-2,917	-5,302	-2,934	-17,059	-15,397
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,551	6,611	-403	434	-151	-5,684	6,491
Serbest Nakit Akımı	-28,755	30,735	13,301	10,453	-23,305	74,554	31,183
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	9,039	-32,258	5,294	-45,621	-4,943	-15,966	-77,528
Finansal Borçlardaki Değişim	1,002	-8,624	13,616	-33,044	1,531	-6,729	-26,519
Temettü	0	-26,768	-14,297	-12,605	-7,970	-25,335	-61,641
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	8,037	3,134	5,975	27	1,496	16,099	10,633
Çevrim Farkları	1,083	614	659	78	775	27,220	2,125
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-18,633	-909	19,254	-35,091	-27,474	85,808	-44,220

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25
Dönen Varlıklar	293,257	269,888	270,045	204,267	179,149
Nakit ve Nakit Benzerleri	119,439	111,941	119,919	80,934	46,671
Ticari Alacaklar	53,519	57,267	47,208	40,802	44,436
Stoklar	86,044	83,070	74,594	66,343	66,045
Diğer Dönen Varlıklar	34,255	17,610	28,324	16,187	21,997
Duran Varlıklar	263,971	262,803	259,317	295,559	296,751
Finansal Yatırımlar	663	724	626	708	703
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	12,591	12,377	13,017	14,367	13,690
Maddi Duran Varlıklar	211,900	212,181	212,386	248,919	248,876
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6,717	6,567	6,535	6,703	7,734
Diğer Duran Varlıklar	32,101	30,953	26,752	24,863	25,747
Toplam Varlıklar	557,227	532,691	529,362	499,826	475,900
Kısa Vadeli Yükümlülükler	228,273	224,729	223,063	163,739	165,537
Finansal Borçlar	47,759	38,130	37,911	9,965	9,846
Ticari Borçlar	131,667	146,921	124,038	114,334	90,819
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	48,847	39,678	61,114	39,440	64,872
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,016	8,208	19,611	21,035	23,854
Finansal Borçlar	6,019	3,659	15,172	10,934	11,229
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,997	4,550	4,439	10,100	12,625
Özkaynaklar	317,938	299,754	286,689	315,053	286,509
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	314,281	295,955	282,711	310,615	282,016
Azınlık Payları	3,657	3,799	3,977	4,438	4,493
Toplam Kaynaklar	557,227	532,691	529,362	499,826	475,900
Yatırım Sermayesi (IC)	257,274	234,151	224,291	265,118	273,538
İşletme Sermayesi	7,895	-6,584	-2,236	-7,188	19,662
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	1%	-1%	0%	-1%	2%
Toplam Borç	53,777	41,789	53,083	20,899	21,075
Net Borç / (Nakit)	-71,327	-70,324	-67,436	-60,035	-25,596
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-0.5
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-86,211	-85,858	-72,110	-71,312	-62,988

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.