

Tüpraş Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Beklentilerimizin hafifçe üzerinde net kâr:** Tüpraş Petrol Rafineri <TUPRS TI> IÇ25'te 3,7 milyon TL olan beklentimizin hafifçe üzerinde, piyasa tahmini olan 172 milyon TL'nin ise sınırlı bir miktar gerisinde 97 milyon TL'lik net kâr açıkladı. Net kâr bir önceki çeyreğe göre %98 ve yıllık bazda %78 düştü. Net kârda yıllık bazda görülen düşüşte; ertelenmiş vergi giderindeki yükselişin etkili olduğunu görmekteyiz.
- **Net satışlar beklentimizin %7 altında gerçekleşti:** Şirket, IÇ25 döneminde 170,80 milyar TL olan konsensüs ve beklentimizin %7 altında 158,62 milyar TL'lik net satış geliri açıkladı. Net satış geliri çeyreklik ve yıllık bazda sırasıyla %9 - %31'lik düşüş kaydetti. IÇ25'te güçlü talebin etkisiyle yurt içi benzin satışları yıllık bazda %203 artarken, motorine olan talebin yıllık %374 azaldığı görülmektedir. İhracat tarafında ise Fuel Oil ve benzine olan talepte (%569 - %257 gerileme) ciddi düşüşler yaşanmıştır. Bu gelişmelerin etkisiyle, yurt içi ve yurt dışı satışlarda sırasıyla %438 - %123 gerileme kaydedilmiştir. Böylelikle toplam satış hacminde %561'lik sert geri çekilme meydana geldi. Şirket, IÇ25'te 5,9 milyon ton üretim yaparken, kapasite kullanım oranı (KKO) %82,8 olarak gerçekleşti.
- **Ağırlıklı ortalama ürün marjları geriledi:** Mart ayında motorin, jet yakıtı ve benzin marjları geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık bazda sırasıyla %35, %23 ve %49 oranında daraldı. Tüm ürün marjlarında aylık bazda gerileme görülürken, Fuel Oil dışındaki ürünlerin marjları son 5 yıl ortalamalarının altında gerçekleşti. Şubat ayında görülen bir miktar iyileşmenin ardından Mart ayındaki gerilemeyle birlikte Tüpraş, IÇ25'i ortalamada geçen yıla göre %35 daha düşük ürün marjları ile kapattı. Şirket, 2025 yılında 5-6 USD/varil net rafineri marjı, %90 - 95 KKO, 26 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve yaklaşık 600 milyon dolar yatırım harcaması (capex) öngörmektedir.
- **Net nakit pozisyonunda gerileme:** Tüpraş'ın IÇ25 dönemi net nakit pozisyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 51,65 milyar TL'den 25,60 milyar TL'ye geriledi. Bu gelişmede TL bazlı vadeli mevduatlardaki sert düşüşün etkili olduğunu görmekteyiz. Nakit akışında görülen gerilemenin etkisiyle serbest nakit akışı (SNA) 4Ç24'teki 9,50 milyar TL'den -25,596 milyar TL'ye gerilemiştir.
- **Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 191 TL'den 183,40 TL'ye revize ediyor, "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.** Şirket, IÇ25'te 7,64 milyar TL olan beklentimizin %28, piyasa beklentilerinin ise %14 üzerinde 9,75 milyar TL FAVÖK açıkladı (çeyreklik %21 artış, yıllık %25 düşüş). Net satış gelirlerinin ise beklentilerin %7 altında gerçekleştiği görülmektedir. IÇ25 dönemi üretim ve satış hacmindeki gerilemeye dikkat çekiyoruz. IÇ25 finansal sonuçlarına piyasa tepkisini yakından takip ediyor olacağız. Şirket'in 2025 yıl sonu rafine marj beklentilerini dikkate alarak modelimizde yaptığımız revizyon sonrası Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 191 TL'den 183,40 TL'ye revize ediyor, "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	191,00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	183,40
Kapanış (TL/hisse)	125,10
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (milyon TL)	241.042
Piyasa Değeri (milyon USD)	6.283
Firma Değeri (milyon TL)	215.446
Sermaye (milyon TL)	1.927
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00

Tahminler, TLmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	810,386	878,958	1,102,878
Büyüme (%)	-18%	8%	25%
FAVÖK	50,704	51,858	67,275
Büyüme (%)	-64%	2%	30%
Net Kar	18,315	22,852	32,628
Büyüme (%)	-76%	25%	43%

Karlılık (%)

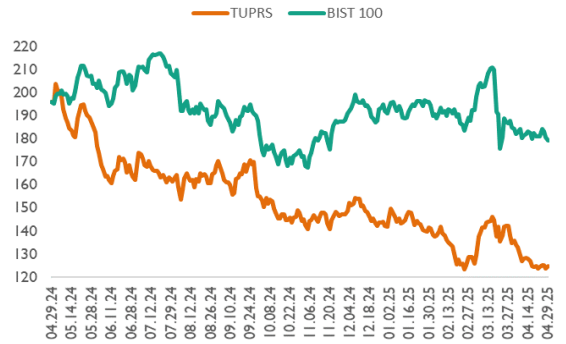
FAVÖK Marjı	6,30	5,90	6,10
Net Kar Marjı	2,30	2,60	2,96

Borçluluk

Net Borç	-54,546	-33,707	-41,610
Net Borç /FAVÖK	-1,08	-0,65	-61,85

Değerleme Çarpanları

F/K	13,2	10,5	7,4
FD/FAVÖK	4,2	4,2	3,2



Analist

Dr. Kutay Gözgör

kutay.gozgor@kuveytturkiyatirim.com.tr

Ubeyde Safvan Erbaş

ubeyde.eras@kuveytturkiyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Net Satışlar	158.623	228.525	-31	173.476	-9	810.386	991.203	-18
Satışların Maliyeti (-)	145.458	210.330	-31	162.116	-10	742.355	832.772	-11
Brüt Kar/Zarar	13.165	18.195	-28	11.359	16	68.030	158.431	-57
Faaliyet Giderleri (-)	6.417	8.083	-21	5.274	22	26.942	28.235	-5
Esas Faaliyet Karı	6.748	10.112	-33	6.086	11	41.088	130.196	-68
Amortisman	3.003	2.955	2	1.966	53	9.616	8.754	10
FAVÖK	9.751	13.067	-25	8.052	21	50.704	138.950	-64
Diğ. Gelir/Gider (net)	-2.857	-4.616	a.d.	76	a.d.	-5.378	-23.893	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	7	-0	a.d.	-1	a.d.	-16	119	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-1.308	-3.271	a.d.	52	a.d.	-5.391	-24.459	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-2.045	-7.747	a.d.	-1.194	a.d.	-14.583	-16.961	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.533	2.613	-3	6.782	-63	31.746	83.480	-62
Vergi	-2.413	-2.040	a.d.	-2.486	a.d.	-12.712	-5.700	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	23	131	-82	405	-94	718	426	69
Ana Ortaklık Net Kar	97	442	-78	3.891	-98	18.315	77.354	-76

Karlılık	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	8,3%	8,0%	0,3bps	6,5%	1,8bps	8%	16%	-7,6bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	4,3%	4,4%	-0,2bps	3,5%	21	5%	13%	-61
FAVÖK Marjı	6,1%	5,7%	0,4bps	4,6%	1,5bps	6,3%	14,0%	-55
Vergi Oranı	-95,3%	-78,1%	-17,2bps	-36,7%	-58,6bps	-40%	-7%	a.d.
Net Kar Marjı	0,1%	0,2%	-0,1bps	2,2%	-2,2bps	2,3%	8%	-71
*Net Borç	-25.596	-51.647	a.d.	-60.035	a.d.	-60.035	-90.522	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-1,18	-0,65	-53,3bps	-0,77	-41,1bps	-0,77	-0,32	-45,0bps

Nakit Akım Tablosu	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-20.221	-21.489	a.d.	13.920	a.d.	35.271	123.121	-71
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-3.084	-7.266	a.d.	-4.423	a.d.	-11.890	-13.787	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-23.305	-28.755	a.d.	9.497	a.d.	23.381	109.334	-79
Gelirlere Oranı (%)	-14,7%	-12,6%	-2,1bps	5%	-20,2bps	2,9%	11,0%	-8,1bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-4.943	9.039	a.d.	-41.450	a.d.	-57.736	-50.207	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	775	1.083	-28	70	1.000	2.211	10.296	-79
Net Nakit Değişimi	-27.474	-18.633	a.d.	-31.883	a.d.	-32.145	69.422	a.d.

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Ubeyde Safvan Erbaş

Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Muhammet Çakmak

Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Eren Bozdoğan

Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

