

TUPRS 4Ç25 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Yılın son çeyreğinde net kar beklentileri aştı.** Tüpraş 4Ç25'te 4,400 milyon TL olan beklentimizin ve ortalama piyasa tahmini olan 5,037 milyon TL'nin de üzerinde 6,750 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar bir önceki çeyreğe göre %44 düşüş kaydederken yıllık bazda ise %33 yükseliş kaydetti. Elde edilen net karın beklentilerin üzerinde gelmesinde i-) marjlarda iyileşme sebebiyle FAVÖK'ün yıllık bazda artış göstermesi ii-) yatırım faaliyetlerinden gider kaleminin gelire düşmesi iii-) finansman gelirlerinin beklenti üzerindeki pozitif katkısı etkili oldu.
- Hacim tarafı korunmasına rağmen, hasılat beklentilerin altında gerçekleşti.** Şirket, yılın son çeyreğinde 205,953 milyon TL satış geliri elde ederken, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak beklentimiz 220,014 milyon TL seviyesinde yer aldı. Ortalama piyasa beklentisi ise 209,603 milyon TL seviyesinde yer alıyordu. Böylelikle şirket hem bizim hem de piyasanın beklentisinin sırasıyla %6 ve %2 altında kaldı. Satış geliri bir önceki çeyreğe göre yaklaşık %7, 4Ç24'e kıyasla %9 azalış kaydetti. Şirket'in 4Ç25'te satış hacmi 7,5 milyon ton ile geçen yılın aynı dönemine paralel seyretti. Satışların kompozisyonunda iç pazar yine öne çıkarken, yurt içi satışlar 6 milyon ton, ihracat ise 1,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. İhracat tarafında sınırlı bir toparlanma görülse de toplam hacmi taşıyan ana unsur iç talep olmaya devam etti. Yurt içi ürün dağılımında motorin 2,7 milyon ton ile en büyük payı alırken, benzin satışları 1,3 milyon ton, jet yakıtı 1,0 milyon ton olarak kaydedildi. Bu çeyrekte benzin tarafında, 3Ç'de görülen zirve seviyelerin ardından daha normal bir hacim seyrine döndüldüğü dikkat çekiyor. Şirket, dönem boyunca yüksek katma değerli ürünleri öncelikli olarak yurt içine yönlendirdiğini ve bu yaklaşımın operasyonel verimliliği desteklediğini belirtirken, 2025'in ilk 11 ayında Türkiye'de benzin talebindeki %15,8'lik artışa paralel olarak benzin üretim kapasitesinin kademeli artırılmış olması da son çeyrekte benzin ve jet yakıtı satışlarının görece güçlü kalmasında etkili oldu.
- Ürün marjları farklılaşırken, ağırlıklı ortalama marj seviyesi korunmuş görünüyor.** Yılın ilk çeyreğinde 12,5 \$/v seviyesinde olan benzin marjı, artan talep ve küresel rafineri kapasitesindeki sınırlamalarla birlikte 3Ç25'te 18,8 \$/v'ye, yılın son çeyreğinde ise yaklaşık 20 \$/v bandına yükselerek tarihsel ortalamaların üzerine çıktı. Orta distilat tarafında tablo daha da güçlü seyretti. Motorin marjı 3Ç25'te 25,0 \$/v'den 4Ç25'te 28,4 \$/v'ye yükselirken, jet yakıtı marjı da artan seyahat talebinin etkisiyle 20,1 \$/v'den 25,8 \$/v'ye çıktı ve marj kompozisyonunun ana taşıyıcısı haline geldi. Buna karşılık, yılın son çeyreğinde YKFO tarafında artan arz baskısı marjları aşağı çekerken, -9,8 \$/v seviyesine kadar gerileyen YKFO marjı ürün sepetinde çeyreksel bazda bir zayıflamaya işaret etti. Operasyonel cephede ise %93 kapasite kullanım oranı ve 6,7 milyon tonluk 4Ç25 üretimiyle yüksek tempo korunurken, beyaz ürün veriminin %82'den %79,8'e gerilemesi marj ortamı güçlü olmasına rağmen ürün miksinde sınırlı da olsa bozulma gösterdi. Tüm bu unsurlar bir arada değerlendirildiğinde, güçlü benzin ve orta distilat marjlarının YKFO'daki zayıflığı büyük ölçüde telafi ettiği, bunun da net rafineri marjının 3Ç25'te 9,7 \$/v, 4Ç25'te 8,6 \$/v seviyelerinde kalmasını ve 2025 yılının genelinde 7,0 \$/v gibi görece sağlam bir ortalama ile tamamladı.
- FAVÖK yılın son çeyreğinde beklentilerin altında kaldı.** Tüpraş'ın 4Ç25 FAVÖK geliri 14,245 milyon TL olarak gerçekleşti. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak FAVÖK beklentimiz 16,061 milyon TL seviyesinde yer alırken beklentimizin yaklaşık %11 altında FAVÖK açıkladı. Şirketin FAVÖK marjı ise 4Ç25'te %6.92 oldu. (3Ç25: %9.0). FAVÖK'ün bir önceki çeyreğe kıyasla daha zayıf seyratesinin başlıca sebebi şirketin faaliyet giderlerindeki artış oldu.
- Şirket Yönetimi 2026 beklentilerini açıkladı.** Buna göre Tüpraş, küresel rafinaj marjlarının normalleşeceği varsayımıyla net rafineri marjı beklentisini 6–7 \$/v bandında paylaştı. Operasyonel tarafta yaklaşık 29 milyon ton üretim ve 30 milyon ton satış hedeflenirken, kapasite kullanım oranının %95–100 aralığında seyratesi öngörülmüyor. Yatırım harcamaları tarafında ise 2025'e kıyasla belirgin bir artışla yaklaşık 700 milyon dolarlık CAPEX planı açıklanmış durumda. Şirket yönetimi ayrıca 33 milyar TL temettü dağıtım karar alırken, brut temettü verimi %7,7 seviyesinde gerçekleşti.
- Makro varsayımlarımızdaki güncelleme ve modelimizin bir yıl ileri taşınması ardından TUPRS için 12 ay ileri hedef fiyatımızı 261,20 TL'den 289,90 TL'ye revize ediyoruz.** Şirketin son çeyrekte beklentilerin üzerinde karlılık açıklaması ve güçlü temettü bildirisiyle birlikte pozitif bir açılış yapmasını bekliyoruz.

"AL"
Hedef Fiyat: 289.90 TL

12 Aylık Getiri Potansiyeli : 30%

Piyasa Bilgileri

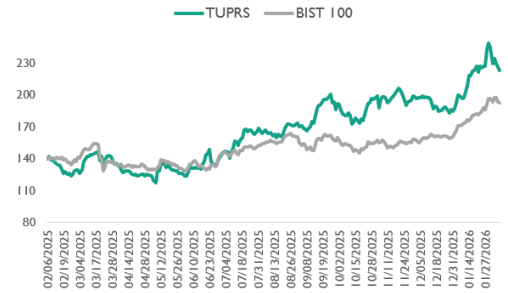
Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	289.90
Hedef Fiyat (TL/hisse)	289.90
Kapanış (TL/hisse)	223.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	30%
Piyasa Değeri (milyon TL)	429,675
Piyasa Değeri (milyon USD)	9,888
Firma Değeri (milyon TL)	372,688
Sermaye (milyon TL)	1,927
Halka Açıklık Oranı (%)	49.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	830,356	893,439	1,087,000
Büyüme (%)	-22%	7.6%	21.7%
FAVÖK	62,073	65,880	76,480
Büyüme (%)	-6%	6%	16%
Net Kar	29,523	37,524	46,654
Büyüme (%)	23%	27%	24%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	7.5%	7.4%	7.0%
Net Kar Marjı	3.6%	4.2%	4.3%

Borçluluk			
Net Borç	-56,988	-92,232	-107,072
Net Borç /FAVÖK	-0.92	-1.40	-1.40

Değerleme Çarpanları			
F/K	14.6	11.5	9.2
FD/FAVÖK	6.0	5.7	4.9



Analist

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr

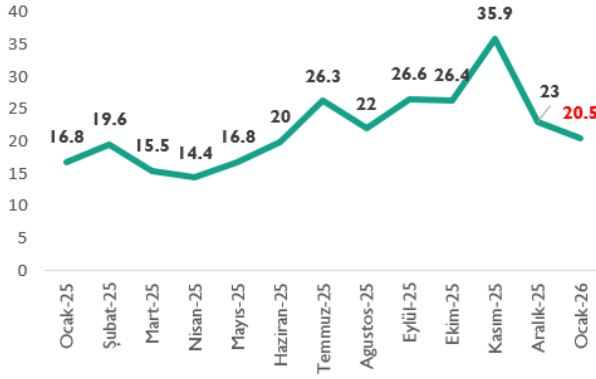
Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkyatirim.com.tr

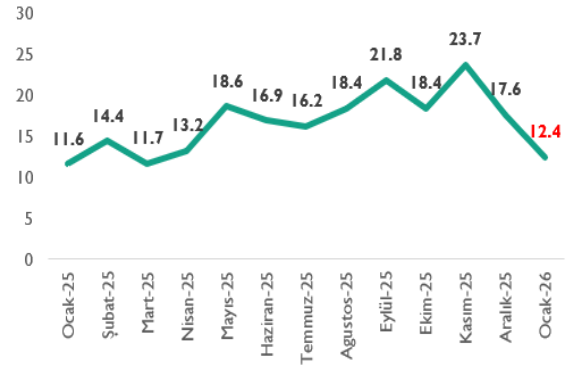


Tüpraş Ürün Marjları

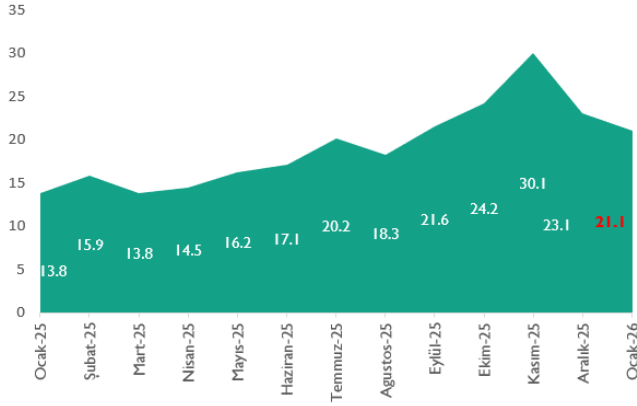
Grafik 1: Motorin (dolar/varil)



Grafik 2: Benzin (dolar/varil)



Grafik 3: Jet Yakıtı (dolar/varil)



Grafik 4: Fuel Oil (dolar/varil)



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Net Satışlar	205,953	227,064	-9	220,666	-7	830,356	1,060,730	-22
Satışların Maliyeti (-)	185,067	212,195	-13	197,006	-6	749,124	971,684	-23
Brüt Kar/Zarar	20,886	14,868	40	23,660	-12	81,232	89,046	-9
Faaliyet Giderleri (-)	10,363	6,903	50	7,360	41	33,785	35,265	-4
Esas Faaliyet Karı	10,523	7,965	32	16,300	-35	47,447	53,781	-12
Amortisman	3,722	2,574	45	3,487	7	14,626	12,587	16
FAVÖK	14,245	10,539	35	19,787	-28	62,073	66,368	-6
Diğ. Gelir/Gider (net)	-82	100	a.d.	-1,174	a.d.	-5,800	-7,039	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	19	-2	a.d.	-39	a.d.	16	-20	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	588	68	767	926	-36	833	-7,056	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-814	-1,563	a.d.	-458	a.d.	-3,476	-19,088	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	11,161	8,877	26	16,514	-32	43,769	41,552	5
Vergi	-4,253	-3,254	a.d.	-4,257	a.d.	-13,896	-16,639	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	158	530	-70	95	66	349	940	-63
Ana Ortaklık Net Kar	6,750	5,094	33	12,162	-44	29,523	23,973	23

Karlılık	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	10.1%	6.5%	3.6bps	10.7%	-0.6bps	9.8%	8.4%	1.4bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	5.1%	3.5%	1.6bps	7.4%	-2.3bps	6%	5%	0.6bps
FAVÖK Marjı	6.92%	4.64%	2.3bps	9.0%	-2.1bps	7.5%	6.3%	1.2bps
Vergi Oranı	-38.1%	-36.7%	a.d.	-25.8%	a.d.	-32%	-40%	a.d.
Net Kar Marjı	3.3%	2.2%	1.0bps	5.5%	-2.2bps	3.6%	2%	1.3bps
*Net Borç	-56,988	-71,396	a.d.	-74,431	a.d.	-56,988	-71,396	a.d.
Net Borç (USD)	-1,330	-1,666	a.d.	-1,793	a.d.	-1,330	-1,666	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-1.28	-0.62	a.d.	-0.83	a.d.	-1.28	-0.62	a.d.

Nakit Akım Tablosu	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,831	18,220	a.d.	36,938	a.d.	49,465	46,167	7
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-6,142	-5,789	a.d.	-3,467	a.d.	-19,416	-15,564	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-7,973	12,431	a.d.	33,471	a.d.	30,048	30,603	-2
Gelirlere Oranı (%)	-3.9%	5.5%	a.d.	15%	a.d.	3.6%	2.9%	0.7bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,288	-54,255	a.d.	-7,227	a.d.	144	-75,571	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	1,220	92	1,223	1,703	-28	5,060	2,893	75
Net Nakit Değişimi	-9,041	-41,732	a.d.	27,947	a.d.	35,252	-42,075	a.d.

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

** a.d. = Anlamalı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

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 zararlı 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.

