

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TUPRS
Mevcut Fiyat (TL)	160.10
Hedef Fiyat (TL)	232.00
Getiri Potansiyeli (%)	44.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	116.36 160.20
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	2,568
Sermaye (mln TL)	1,927
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	308,480
Hedeflenen Piyasa Değeri	447,017
Net Borç	-25,596
Firma Değeri	282,884

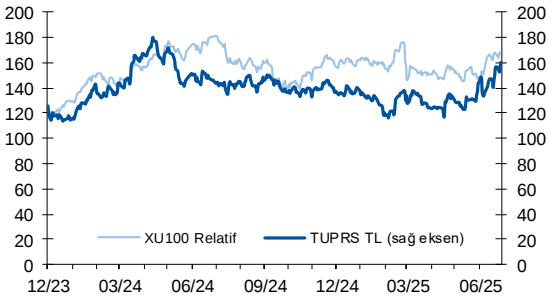
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	19%	28%	14%	19%
BIST100 Rölatif Getiri	7%	-1%	10%	13%

Özet Veriler (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	991,203	810,386	816,890	907,578
FAVÖK	138,950	50,704	61,983	73,615
Net Kar	77,354	18,315	23,204	39,685

FAVÖK Marjı	14.0%	6.3%	7.6%	8.1%
Net Kar Marjı	7.8%	2.3%	2.8%	4.4%

Tahminler ve Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T
FD/Ciro	0.1x	0.3x	0.3x	0.3x
FD/FAVÖK	0.9x	5.1x	4.4x	3.7x
F/K	2.7x	17.0x	12.8x	7.5x
PD/DD	0.7x	1.0x	1.0x	0.9x
Net Borç/FAVÖK	-0.6x	-1.1x	-0.6x	-0.6x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 18 Temmuz 2025 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

Enerji Yatırımları A.Ş.	46.4%
Koç Holding ve Diğer Koç	6.8%
Halka Açık	46.8%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Tüpraş (TUPRS TI)

Yüksek sezonda rüzgâr lehine esiyor

AL – Hedef Fiyat: 232,00 TL (12-ay)

Tüpraş'ın finansallarına yönelik tahminlerimizde yukarı yönlü revizyona bağlı olarak 12-aylık hedef fiyatımızı 210,00 TL'den 232,00 TL'ye yükseltirken, tavsiyemizi AL olarak sürdürüyoruz. *Tüpraş'ı i) yüksek sezon beraberinde finansallarında güçlenme beklentimiz ii) sağlam bilanço yapısı ve güçlü net nakit pozisyonu iii) temettü politikası iv) Stratejik Dönüşüm Planı dolayısıyla uzun vadede temel olarak beğenmeye devam ediyoruz.* Hisse, yıl başlangıcından bu yana BIST 100 endeksinin %13 üzerinde performans sergilemiştir. 2026 tahminlerimize göre 7,5x F/K ve 3,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

- Yüksek sezon beraberinde güçlenen finansallar.** Tatil sezonunun başlaması ile karayolu trafiği ve uçuşlarda yoğunlaşma eşliğinde Tüpraş, en yüksek satış hacmine ikinci ve üçüncü çeyreklerde ulaşmaktadır. Öyle ki, daha karlı ürünler olan benzin, dizel ve jet yakıt satışlarının ikinci ve üçüncü çeyreklerdeki toplamı, Şirket'in yıl içerisindeki toplam satışlarının yaklaşık %40'ına denk gelmektedir. Bu çerçevede, enflasyon muhasebesi nedeniyle yıllık bazda daralma görülebilecek olmasına karşı, çeyrek bazda finansallarda güçlenme bekliyoruz.
- Stratejik Dönüşüm Planı.** Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı ile, sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen yeni alanlara yatırım yapılmasını, gerçekleştirilen dönüşüm sonucunda Türkiye'de sıfır karbon elektrik ve sürdürülebilir havacılık yakıtı üretimlerinde lider olmayı hedeflemektedir. **Düşüncemiz, ilk etapta sıfır karbon elektrik alanının bu dönüşüm sürecinin öncüsü olması yönünde.** Bu kapsamdaki gelişmelerin de uzun vadede önemli olduğunu ve fiyatlamaları destekleyebileceğini öngörüyoruz.
- Güçlü nakit pozisyonu.** Şirket, 2023 ve 2024 yıllarını güçlü net nakit pozisyonu ile tamamlamasının ardından Mart 2025 döneminde tek seferlik gelişmeler net nakit pozisyonunun azalmasına neden olurken, **önümüzdeki dönemde tek seferlik etkilerin ortadan kalkması ve güçlü FAVÖK üretiminin net nakit pozisyonunu destekleyeceğini tahmin ediyoruz.**
- 2Ç25 beklentimiz.** Yüksek sezonun başlaması ve ürün karlılıklarındaki iyileşme ile birlikte çeyrek bazda güçlü sonuçlar bekliyoruz. **Tüpraş'ın 2Ç25'te 184.199 milyon TL satış geliri, %7,5 marj ile 13.756 milyon TL FAVÖK ve 6.866 milyon TL net kar açıklayacağını tahmin ediyoruz.** Hatırlanacağı üzere, Tüpraş, 1Ç25'te ise, 158.623 milyon TL satış geliri, %6,1 marj ile 9.751 milyon TL FAVÖK ve 97 milyon TL ana ortaklık net karı açıklamıştı.
- Riskler.** Tüpraş için i) *ürün marjlarında zayıflama* ii) *petrol makaslarında Şirket'in aleyhine daralma* iii) *beklentilerimizin altında satış hacmi* değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

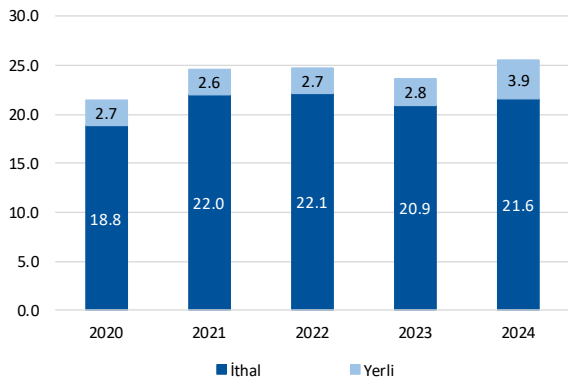
İçerik

Detay bakış	3
Tahminlerimiz	5
Ürün karlılıklarına ilişkin gelişmeler	6
Türkiye sektör görünümü	7
Stratejik Dönüşüm Planı	8
Entek.....	9
Finansallar	10
Benzer şirketler karşılaştırması.....	11
Potansiyel riskler	12
Sektör performansları.....	13
TUPRS yabancı işlemleri.....	14
Finansal tablolar	15
Yasal Uyarı	16

Detay bakış

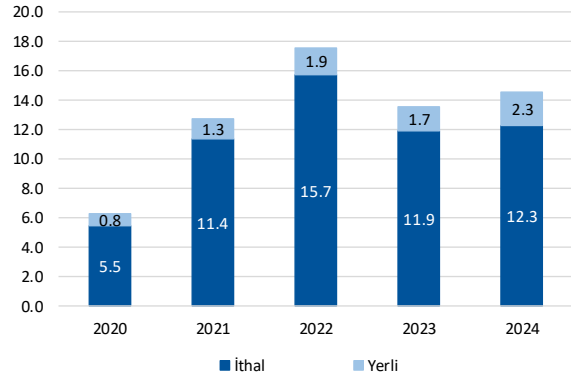
- **Yüksek sezon beraberinde güçlenen finansallar.** Tatil sezonunun başlaması ile karayolu trafiği ve uçuşlarda yoğunlaşma eşliğinde Tüpraş, en yüksek satış hacmine ikinci ve üçüncü çeyreklerde ulaşmaktadır. Öyle ki, daha karlı ürünler olan benzin, dizel ve jet yakıt satışlarının ikinci ve üçüncü çeyreklerdeki toplamı, Şirket'in yıl içerisindeki toplam satışlarının yaklaşık %40'ına denk gelmektedir. Bu çerçevede, **enflasyon muhasebesi nedeniyle yıllık bazda daralma görülebilecek olmasına karşı, çeyrek bazda finansallarda güçlenme bekliyoruz.** Jeopolitik tansiyonun artmasının da etkisiyle son dönemde ürün karlılıklarında gözlenen iyileşmenin yüksek sezona denk gelmesini ilave destekleyici unsur olarak görüyoruz. Mevcut durumda, dizel marjı son bir yıllık dönemin en yüksek seviyelerinde bulunuyor. Ayrıca, büyük bakımlarla birlikte sağlanan verimlilik artışının da bu dönemde Şirket'e önemli faydalar sağlayacağı düşüncesindeyiz. Hatırlanacağı üzere, yüksek katma değerli beyaz ürün verimi 1Ç25'te %84,4 (1Ç24: %75,3) olmuş ve 2021 yılının ilk çeyreğinden bu yana en yüksek orana ulaşmıştı. Bu doğrultuda, **beklentimiz, Tüpraş'ın 2Ç25'te 184.199 milyon TL satış geliri, %7,5 marj ile 13.756 milyon TL FAVÖK ve 6.866 milyon TL net kar açıklaması yönünde.**
- **Stratejik Dönüşüm Planı.** Şirket'in 2021 yılı sonuna doğru açıkladığı ve Nisan 2025'te değişen piyasa dinamikleri, ekonomik ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak gözden geçirilerek güncellemeye gittiği Stratejik Dönüşüm Planı'na göre, sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen yeni alanlara yatırım yapılması, gerçekleştirilen dönüşüm sonucunda Türkiye'de sıfır karbon elektrik ve sürdürülebilir havacılık yakıtı üretimlerinde lider olunması hedefleniyor. **Stratejik Dönüşüm kapsamındaki gelişmelerin önemli olduğunu ve fiyatlamaları uzun vadede destekleyebileceğini öngörüyoruz.** Söz konusu plana ilişkin detayları sayfa 6'da görebilirsiniz.
- **Güçlü nakit pozisyonu.** 2011-2021 yılları arasında net borç pozisyonunda bulunan Tüpraş, 2022 yılında, güçlü nakit üretimi sayesinde net nakit pozisyonuna geçmesinin ardından yüksek temettü ödemelerine rağmen 2023 ve 2024 yıllarında da net nakit pozisyonunu korudu. Ancak, Mart 2025 döneminde Ramazan Bayramı tatilinin alacaklarda gecikmeye yol açması ve tedarik değişiklikleri işletme sermayesi ihtiyacının artması ve net nakit pozisyonunun azalmasına neden olurken, **önümüzdeki dönemde söz konusu tek seferlik etkilerin ortadan kalkması ve güçlü FAVÖK üretiminin net nakit pozisyonunu destekleyeceğini tahmin ediyoruz.**
- **Yurt içinde artan ham petrol üretimi.** 2023 yılında Gabar'da keşfedilen petrol sahasında üretim günlük 80 bin varil ile 2016 yılından bu yana 3 kat artarken, bu miktarın yıl sonuna kadar artırılması hedeflenmektedir. Tüpraş ise 2024 yılında Türkiye dâhil 13 ülkeden 24 farklı çeşit ham petrol alımı yapmış olup toplam 25,5 milyon tonluk ham petrol temininin (2023: 23,7 milyon ton) 3,9 milyon tonunu (2023: 2,8 milyon ton) yurt içinden sağlamıştır. Böylece, yurt içinden temin edilen ham petrolün payı 2023 yılındaki %11,8'den 2024 yılında %15,3'e yükselmiştir. **Maliyet, tedarik veya benzeri avantaj görülmesi durumunda büyüyen yurt içi ham petrol üretiminin de desteği ile içeriden ham petrol temininin artabileceğini düşünüyoruz.**

Ham petrol temini (milyon ton)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket faaliyet raporu

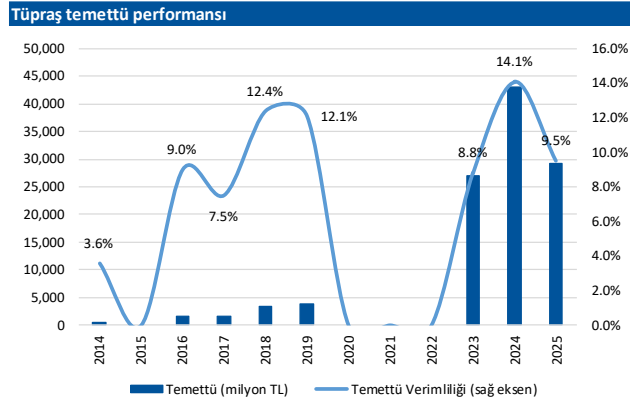
Ham petrol temini (milyar USD)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket faaliyet raporu

- **Küresel benzerlerine göre iskontolu işlem görüyor.** Tüpraş, 2026 yılı tahminlerimize göre 3,7x FD/FAVÖK ve 7,5x F/K çarpanları ile küresel benzerlerinin medyanına göre sırasıyla %36 ve %11 iskontolu işlem görürken, benzer bölgede faaliyet gösteren Akdeniz bölgesindeki emsallerinin medyanına göre de sırasıyla %20 ve %12 iskontolu işlem görmektedir. **Yüksek rafineri marjına ek olarak güçlü bilanço yapısı ve temettü ödeme alışkanlığı dolayısıyla benzerlerine kıyasla primli işlem görmeyi hak ettiğine inanıyoruz.**
- **2025 yılı beklentileri.** Tüpraş, yıl sonu finansallarının ardından paylaştığı 2025 yılı beklentilerini sürdürdü. Buna göre Şirket, 2025 yılında kapasite kullanım oranı tahminini %90-95 (2024: %92,6), üretim ve satış tahminlerini de sırasıyla yaklaşık 26 milyon (2024: 26,7 milyon ton) ve 30 milyon ton (2024: 30,4 milyon ton) seviyelerinde, net rafineri marjı tahmini de 5-6 USD/varil (2024: 6,3 USD/varil) seviyesinde belirledi. **Başta dizel ve jet yakıt olmak üzere son dönemde yükselen ürün marjları dolayısıyla söz konusu beklentilere ilişkin risklerin yukarı yönlü olabileceğini tahmin ediyoruz. Öyle ki, bizim net rafineri marjı tahminimiz 6,6 USD/varil seviyesinde bulunuyor.**
- **Temettü.** Tüpraş, kar dağıtım politikası olarak, yatırım ihtiyaçları ve finansal imkânlar elverdiği sürece, piyasa beklentileri, uzun vadeli şirket stratejisi, yatırım ve finansman politikaları, kârlılık ve nakit durumu dikkate alınarak Sermaye Piyasası Düzenlemeleri çerçevesinde hesaplanan Şirket'in net dağıtılabilir dönem kârının %80'i, yasal kayıtlarımızda mevcut kaynaklardan karşılanabildiği sürece Olağan Genel Kurul veya gerektiğinde yıl içinde yapılacak Olağanüstü Genel Kurul kararıyla nakit olarak dağıtımını benimsemiştir. Bu çerçevede, Şirket, geçmişten bu yana düzenli şekilde temettü ödemesi gerçekleştirirken, 2020-2022 yılları arasında pandeminin sektör ve şirket finansallarında neden olduğu olumsuzluklar yüzünden üç yıl kâr payı dağıtmama kararı almıştı.

2023 yılında toplam 27 milyar TL temettü dağıtımı ve %600 oranında bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştirilirken, Şirket, 2024 yılında da 2023 yılı net karından 43 milyar TL temettü ödemesi gerçekleştirmişti. 2023 ve 2024 yılında iki taksit şeklinde temettü dağıtımını yapan Şirket, 2025 yılında da benzer şekilde iki taksit olarak toplamda 29,3 milyar TL temettü ödemesine karar verdi. **Şirket, Mart ayında ilk taksit ödemesini gerçekleştirirken, ikinci taksitin ise Eylül sonunda ödenmesi planlanmaktadır.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Tahminlerimiz

- Tüpraş için tahminlerimizde revizyona gittik. 2025 ve 2026 yılı tahminlerimizi sırasıyla ortalama %5 ve %7 yukarı yönlü güncelledik.

Söz konusu değişiklikleri aşağıdaki tabloda görebilirsiniz.

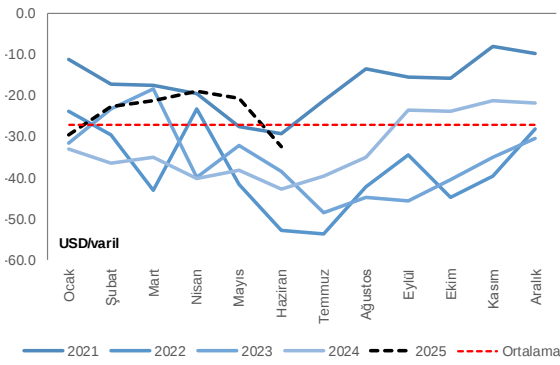
Mn TL	2022	2023	2024	Eski	2025T Yeni	Değişim	Eski	2026T Yeni	Değişim
Net Satış Gelirleri	916,751	991,203	810,386	785,232	816,890	4.0%	855,257	907,578	6.1%
FAVÖK	103,202	138,950	50,704	58,153	61,983	6.6%	68,375	73,615	7.7%
FAVÖK Marjı	11.3%	14.0%	6.3%	7.4%	7.6%	0.2 puan	8.0%	8.1%	0.1 puan
Net Kar	61,314	77,354	18,315	21,975	23,204	5.6%	36,524	39,685	8.7%
Net Kar Marjı	6.7%	7.8%	2.3%	2.8%	2.8%	0 puan	4.3%	4.4%	0.1 puan

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

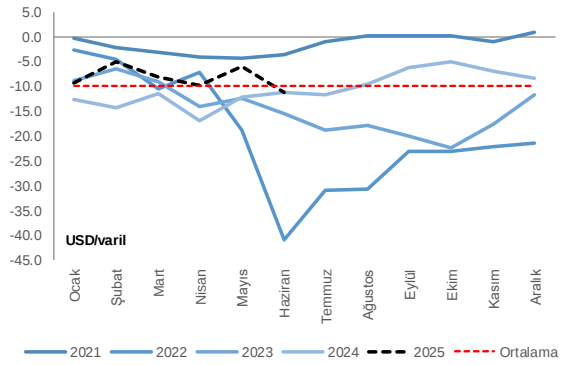
Ürün karlılıklarına ilişkin gelişmeler

- 2024 yılında ortalama 80 USD/varil seviyesine yakın seyreden Brent tipi petrol fiyatı 2025 yılında bugüne kadar ortalamada 71 USD/varil civarında gerçekleşti. **Petrol fiyatlarına ilişkin olarak dünya petrol talebindeki artışın ılımlı şekilde devam edeceğine yönelik beklentiler, Rusya ve Orta Doğu kaynaklı belirsizliklerin sürmesi, yaptırımların etkileri ve yeni rafineri yatırımlarının yetersizliği destekleyici unsurlar konumunda bulunurken; Çin ekonomisinde henüz belirgin toparlanma gözlenmemesi, OPEC'in üretim artışı ve OPEC dışı ülkelerin üretiminde büyümeyi risk unsurları olarak görüyoruz.**
- Ürün karlılıklarına bakacak olursak, Tüpraş'ın satış hacminin önemli bir bölümünü oluşturan benzin, dizel ve jet yakıt marjları 2023 yılını sırasıyla ortalama 21,2 USD/varil, 26,6 USD/varil ve 25,4 USD/varil seviyelerinde tamamlarken, 2024 yılında sırasıyla ortalama 16,6 USD/varil, 19,2 USD/varil ve 16,7 USD/varil seviyelerinde şekillendi. 2025 yılının ilk yarısında ise sırasıyla ortalama 14,4 USD/varil, 17,2 USD/varil ve 15,2 USD/varil düzeyinde gerçekleşti. **Hem devam eden riskler hem de yüksek sezonun başlangıcı ile ürün karlılıklarında son dönemde güçlenme eğilimi gözlemlenirken, karlılıkların şirket lehine olan bu seviyelerde kalmaya devam edeceği ve 3Ç25 finansalları açısından da destekleyici olacağı düşüncesindeyiz.**

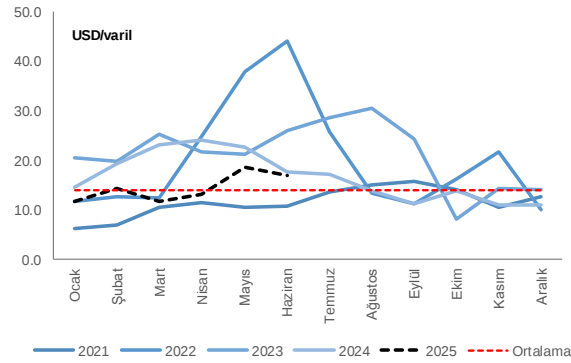
LPG Marjı (Varil/dolar)



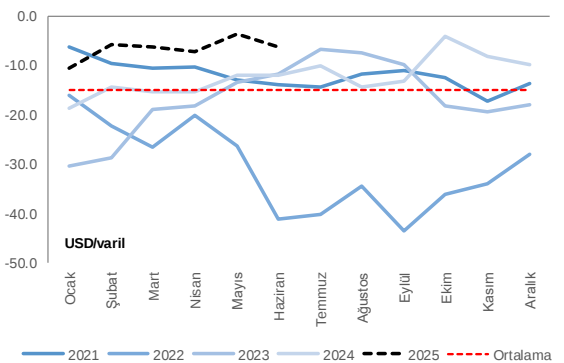
Nafta Marjı (Varil/dolar)



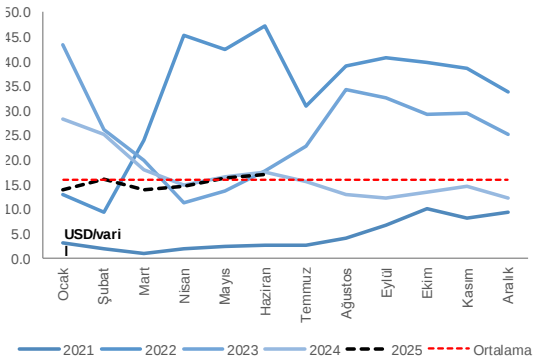
Benzin Marjı (Varil/dolar)



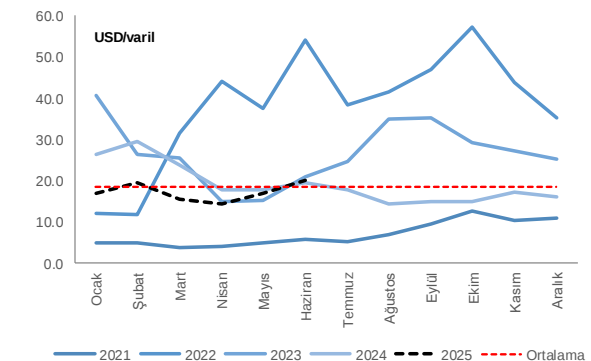
Yüksek Kükürlü Fuel Oil Marjı (Varil/dolar)



Jet Yakıt Marjı (Varil/dolar)



Dizel Marjı (Varil/dolar)



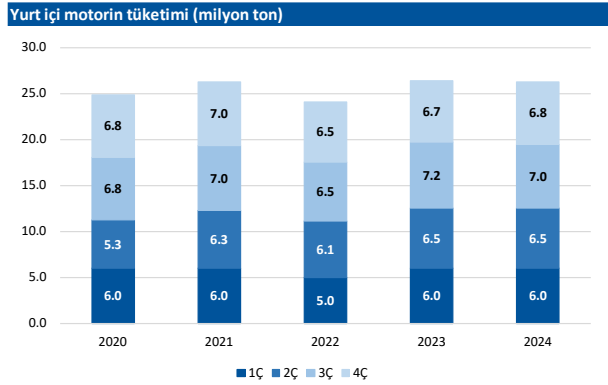
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Yatırımcı Sunumu

Türkiye sektör görünümü

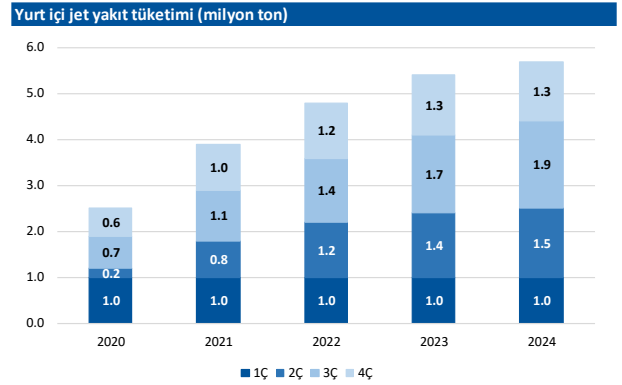
- Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) verilerine göre, toplam rafineri petrol ürünleri üretimi 2024 yılında özellikle motorin üretimindeki daralmanın etkisiyle %1 azalarak 36,2 milyon ton oldu. 2025 yılının ilk dört ayında ise üretim yıllık %1 artış kaydetti.
- **2024 yılında yurt içi tüketim %3 büyüyerek 32,7 milyon ton seviyesine ulaştı.** Özellikle benzin tüketimindeki %20'lik büyüme, söz konusu artışta etkili olurken, motorin talebi %0,4 büyüme ile sınırlı kaldı. Jet yakıt talebi ise uçuş sayısındaki artışa karşılık %1,6 daralma kaydetti. Ocak-Nisan 2025 döneminde de yurt içi tüketimdeki artış devam ederken, yıllık bazda %4 büyüme kaydedildi.

Lisans sahibi şirketlere göre yurt içi satış dağılımında Ocak-Nisan 2025 döneminde, Petrol Ofisi ilk sırada yer aldı. Tüpraş'ın %41,7'sine sahip olduğu **OPET Petrolcülük** ve Shell & Turcas ise Petrol Ofisi'ni takip etti.

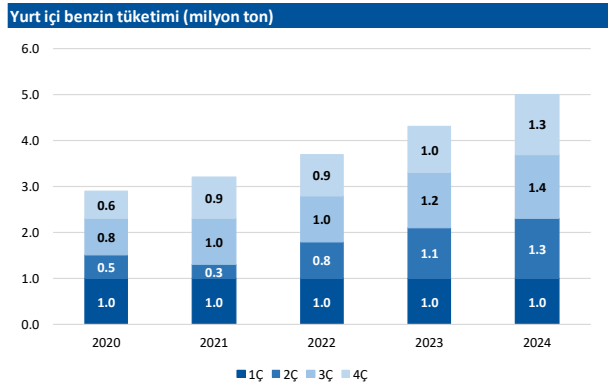
2025 yılı için havacılık sektöründeki güçlü talebin (DHMI'nin beklentisi uçak trafiğinin 2025 yılında da büyümesini sürdürerek %8 artacağı, 2024-2027 arasında da %5 YBBO kaydedeceği yönünde) jet yakıt, kayıtlı araç sayısındaki (TÜİK verilerine göre 2024 yıl sonu itibarıyla son 5 yılda %5 YBBO kaydetti) artışın da benzin ve motorin açısından destekleyici tarafta kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Diğer yandan, son dönemde araç parkında payı artan elektrikli ve hibrit araçların akaryakıt piyasasına etkilerini de yakından takip ediyoruz.



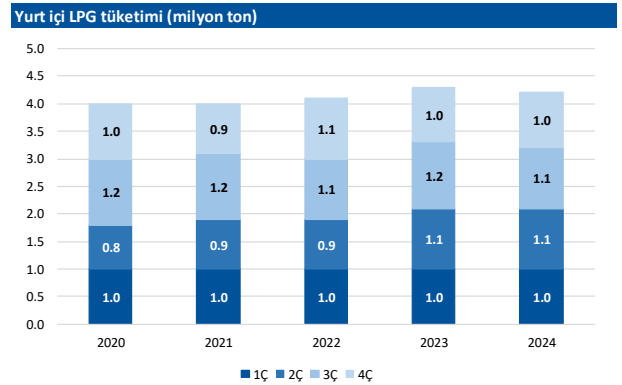
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş sunumu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş sunumu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş sunumu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş sunumu

- **Fiyat avantajı ithalatı destekledi.** 2024 yılında ithalat miktarı (ham petrol hariç) %6 artarken, 17,6 milyon ton seviyesinden 18,7 milyon ton seviyesine yükseldi. İthalatın yaklaşık dörtte üçünü ülkemizin üretim açığı olan motorin oluşturmaya devam etti. Ham petrol ithalat miktarı ise 2024 yılında 30,0 milyon ton olarak gerçekleşirken (2023: 31,4 milyon ton), Rusya ve Irak ana ithalat ülkeleri olmayı sürdürdü.

Stratejik Dönüşüm Planı

- **Stratejik Dönüşüm Planı.** Şirket, sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen yeni alanlara (biyoyakıt, sıfır karbon elektrik, yeşil hidrojen) yatırım yapmayı önceliklendirirken, gerçekleştirilen dönüşüm sonucunda Türkiye’de sıfır karbon elektrik ve sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) üretimlerinde lider olması, sürdürülebilir ve karlı rafinaja yatırım yapılması, hidrojen bilgi birikiminden faydalanılarak yeşil bir değer zincirinin oluşturulması ve 2050 yılı itibarıyla Kapsam 1 ve 2 emisyonlarının ortadan kaldırılması hedefleniyor. Sıfır karbon elektrik alanında her geçen yıl kapasitenin artmaya devam etmesi, 2027 yılında yaklaşık 1,0 GW, 2035 yılında da yaklaşık 2,5 GW’a ulaşması beklenirken, sürdürülebilir havacılık yakıtı alanında 2026’da co-processing ile üretilen harmanlanmış SAF ürünün piyasaya sunulması planlanıyor. Düşüncemiz, ilk etapta sıfır karbon elektrik alanının dönüşüm sürecinin öncüsü olacağı, 2030 yılında kapasitenin 1,3 GW, 2025 yılında yaklaşık 35 milyon USD tahmin ettiğimiz FAVÖK katkısının da 140 milyon USD’ye ulaşacağı yönünde.

	Sürdürülebilir Rafinaj
Enerji verimliliği ve dekarbonizasyon projeleri	
- Rafinaj FAVÖK’e önemli ölçüde katkı sağlamaya devam edecek. - Karlılığı artırmak için enerji verimliliği iyileştirilecek ve mevcut varlıklar maksimum potansiyelde çalışacak. - Ürün portföyü katma değerli kimyasal ürünler ile çeşitlendirilecek. - 2022-2035 döneminde; ~3,9 milyar USD yatırım harcaması, ~13 milyar USD kümülatif FAVÖK	
	Biyoyakıtlar
Türkiye’nin lider SAF tedarikçisi olma hedefi	
- Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF) üretimi için İzmir’de yeni bir üniteye yatırım - 2026 yılında piyasaya sunulacak co-processing ile üretilen harmanlanmış SAF - 2025-2035 döneminde; ~800 milyon USD yatırım harcaması, ~1.9 milyar USD kümülatif FAVÖK	
	Sıfır Karbon Elektrik
Yeşil H2 üretimi için sıfır karbon elektrik entegrasyonu	
- Üretilen sıfır karbon elektrik öncelikli olarak yeşil H2 üretimi için kullanılacak, kalan kısım şebekeye satılacak. - Hidroelektrik, güneş, rüzgar ve nükleer enerji gibi farklı üretim şekilleri değerlendirilecek. - 2025-2035 döneminde; ~2,8 milyar USD yatırım harcaması, ~2,0 milyar USD kümülatif FAVÖK	
	Yeşil Hidrojen
Rafinaj emisyonlarının azaltımı	
- Kara taşımacılığındaki değişen pazarı yakalarken, rafinaj emisyonları da azaltılacak. - Rafinerilerin Kapsam 1-2 emisyonları azalacak ve 2035’ten itibaren yeşil H2 satışı yapılacak. - 2025-2035 döneminde; ~750 milyon USD yatırım harcaması, ~300 milyon USD kümülatif FAVÖK	

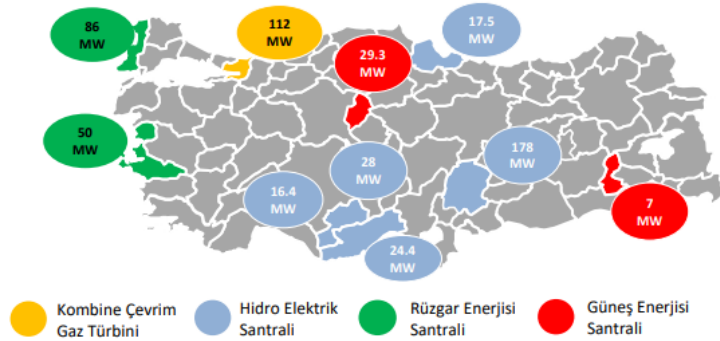
■ Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı doğrultusunda:

- 2035 yılına kadar yatırım harcamaları/FAVÖK 0,5x’in altında kalacak şekilde **toplamda 8,25 milyar USD’lik yatırım**,
- %25’in üzerinde ortalama kullanılan sermayenin getirisi ile 2035’e kadar yaklaşık **7,7 milyar USD serbest nakit akışı**,
- Güçlü serbest nakit akışı ile **2,0x’ın altında net borç/FAVÖK**,
- **Ortalama ~%80 temettü ödeme oranı** ile, yüksek temettü ödeyen bir şirket olmaya devam etmeyi hedeflemektedir.

	2025-2030			2031-2035	
	Yatırım Payı	FAVÖK Payı		Yatırım Payı	FAVÖK Payı
Sürdürülebilir Rafinaj	~ %50	~ %85	➔	~ %40	~ %65
Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı					
Sıfır Karbon Elektrik	~ %50	~ %15	➔	~ %60	~ %35
Yeşil Hidrojen					
Baz Yıl 2017					
Kapsam 1 & 2 Emisyon Azaltımı	%20			%25	

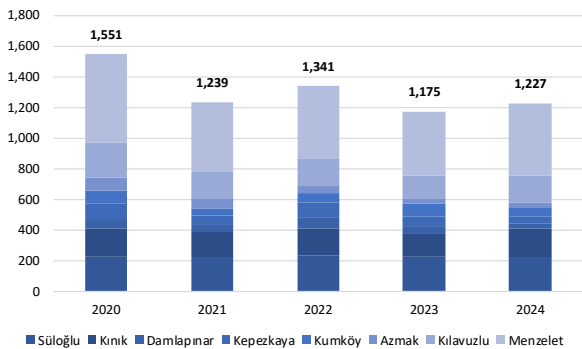
Entek

- **Entek Elektrik** 1995 yılından beri enerji üretim ve ticaretinde faaliyet göstermektedir. Ağustos 2022’de Tüpraş’a devri tamamlanan ve Stratejik Dönüşüm Planı’nda önemli bir yer tutan Şirket, yenilenebilir enerji odaklı yatırımları ile ön plana çıkmakta olup toplam kurulu gücü (elektriksel) 492 MW’dır. Şirket, toplam 116 MW kapasiteli 2 adet rüzgâr enerjisi santrali (RES), 112 MW kapasiteli 1 adet doğalgaz çevrim santrali ve 264 MW kapasiteli 8 adet hidroelektrik santraline (HES) sahiptir. Entek, ayrıca, yurt içinde toptan elektrik satış alanında faaliyet gösteren Eltek’te %100, yurt dışı yatırımlar için konumlandığı Enspire’da %100, Esinti Enerji’de dolaylı paylar dahil %75, araç şarj istasyonlarının Türkiye’de yayılımı için kurulmuş olan WAT Mobilite’de %10 ve Enerji Borsası’nı işletmek üzere kurulan Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.’de ise %0,5 pay sahibidir.



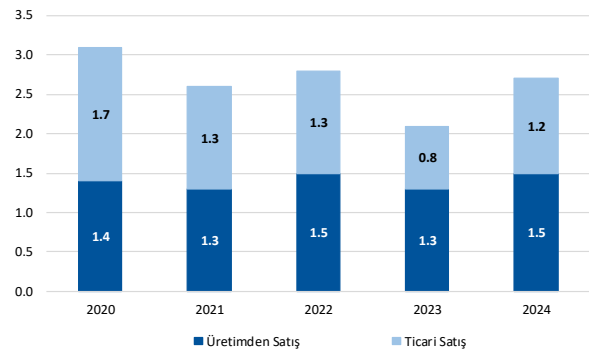
- Depolama tesisi kurma taahhüdüyle ön lisans onayı alınmış ve geliştirme süreci devam eden 718,3 MW gücündeki 12 adet depolamalı projeden, yaklaşık 155 MW kapasiteye sahip 2 adet RES projesinin Çevresel Etki Değerlendirmesi (“ÇED”) olumlu kararı alınmıştır. Geriye kalan 10 projenin ise ÇED süreci devam etmektedir. ÇED olumlu kararı çıkan 100 MW’lık Büyükkışla RES projesinin mülkiyet edinimi tamamlanmış ve imar süreci başlamıştır. Süloğlu RES tesisi için hak kazanılan 14,4 MW ek kapasite için ÇED çalışmaları ise devam etmektedir. Yurt dışı projeler kapsamında ise Romanya’da inşaata hazır olan ve izinleri 214,26 MWm kurulu güce göre alınmış, 178,5 MW elektriksel kurulu güce sahip olacak Niculesti GES projesi için 2025 yılının ikinci yarısında inşaat çalışmalarına başlanması hedeflenmektedir.
- Entek’in 2024 yılında enerji üretimi %9 artışla 1.460 MWh seviyesine yükselirken, yenilenebilir enerji portföyünün üretimi %4 büyüdü. Şirket, yaklaşık 2,7 milyar kWh satış gerçekleştirirken, 10.771 milyon TL satış geliri (2023: 11.482 milyon TL) ve 1.130 milyon TL FAVÖK (2023: 1.664 milyon TL) kaydetti. Satış miktarının 1,5 milyar kWh’lık kısmı üretimden satışlar iken yenilenebilir enerji tesislerinin üretiminden yapılan satışlarının miktarı 1,2 milyar kWh seviyesindedir. 1Ç25’te ise 279 milyon kWh satış gerçekleştirilirken, sıfır karbonlu elektrik üretiminden yapılan satışların miktarı 228 milyon kWh’tir.

Yenilenebilir enerji portföyünün üretimi (GWh)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verileri

Satış miktarı (TWh)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verileri

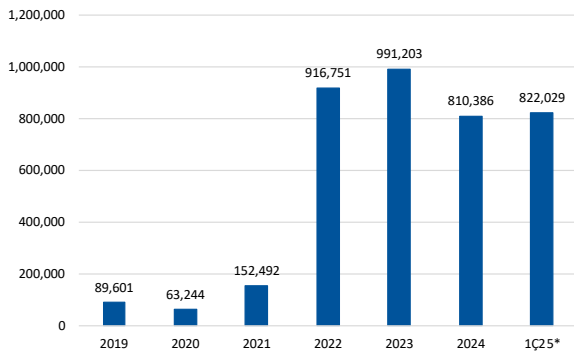
Finansallar

- **Faaliyetlerin finansallara yansımaları.** Tüpraş, 1Ç25'te 158.623 milyon TL satış geliri, 9.751 milyon TL FAVÖK ve 97 milyon TL ana ortaklık net karı açıkladı.

- **Satış geliri ve karlılık.** Şirket'in satış geliri 2024 yılında %18 azalarak 810.386 milyon TL olarak gerçekleşti. 2024 yılında beklentilere paralel olarak %1 artışla 30,4 milyon ton hacme ulaşıldı. Satış geliri 1Ç25'te ise yıllık %31 düşüşle 158.623 milyon TL olarak gerçekleşirken, satış hacmi 6,4 milyon ton (1Ç24: 7,0 milyon ton) oldu.

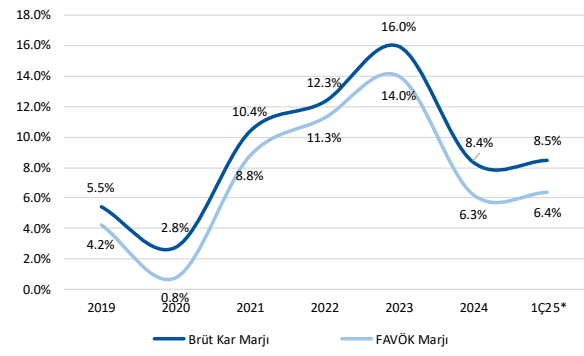
FAVÖK 2024 yılında %64 azalışla 50.704 milyon TL seviyesine gerilerken, FAVÖK marjı 7,8 puan düşüşle %6,3 seviyesinde gerçekleşti. 1Ç25'te ise yıllık %25 azalışla 9.751 milyon TL seviyesine gerilerken, FAVÖK marjı brüt karlılıktaki iyileşme eşliğinde yıllık bazda 0,4 puan artarak %6,1 seviyesinde gerçekleşti.

Tüpraş satış geliri (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

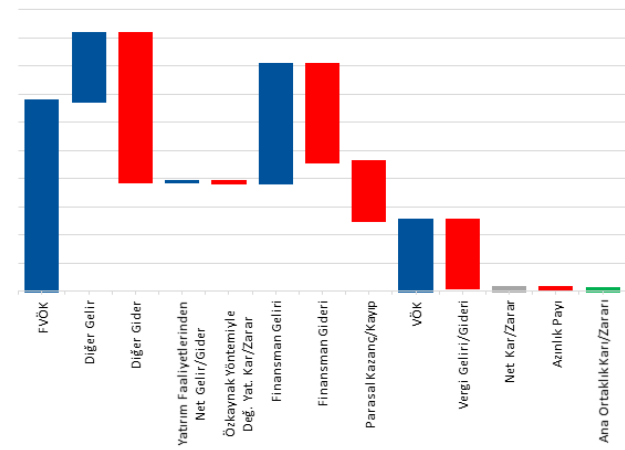
Tüpraş karlılık oranları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

- **Net kar azalışı kaydetti.** Tüpraş, 2024 yılında faaliyet karındaki daralma nedeniyle %76 azalışla 18.315 milyon TL net kar elde etti. Şirket, 1Ç25'te de yıllık %78 azalışla 97 milyon TL net kar açıkladı. Azalan parasal kayba karşılık daha düşük net finansman geliri kaydedilmesi net kardaki yıllık azalışta etkili oldu.

Tüpraş 1Ç25 FVÖK & net kar gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Benzer şirketler karşılaştırması

- Benzer şirketler karşılaştırmasında 15 ayrı firmaya yer verilmiştir. Bu firmalar, benzer özelliklere sahip petrol üreticileri arasından seçilmiştir. Şirketlerin bulunduğu bölgeler; ABD, Hindistan, Tayland, Fransa, İtalya, İspanya, Portekiz, Avusturya, Macaristan, Yunanistan, Finlandiya ve Polonya'dır.
- Tüpraş Akdeniz bölgesinde yer alan şirketlerin medyanına kıyasla FD/FAVÖK 2025 ve 2026 yılı tahminlerimize göre %11 ve %20 iskontolu işlem görmektedir. F/K çarpanları 2025 ve 2026 yılı tahminlerimize göre de sırasıyla %39 primli ve %12 iskontolu ile işlem görmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	Son 4 Çeyrek FAVÖK Marjı	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar	
				2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
EXXON MOBIL CORP	ABD	464,450	18.7%	7.2	6.6	16.0	13.7	1.5	1.5
TOTALENERGIES	Fransa	141,021	17.8%	4.6	4.6	8.8	8.4	0.9	0.9
ENI SPA	İtalya	51,840	14.0%	4.2	4.1	9.8	9.1	0.8	0.8
VALERO ENERGY	ABD	45,775	3.1%	9.8	7.8	22.1	14.5	0.5	0.5
PKN ORLEN	Polonya	27,812	---	3.1	3.1	7.0	8.0	0.4	0.4
INDIAN OIL CORP	Hindistan	24,551	4.7%	10.5	7.3	21.0	10.2	0.5	0.5
OMV AG	Avusturya	17,525	21.5%	3.9	4.1	8.9	8.2	0.8	0.9
REPSOL SA	İspanya	17,621	7.2%	3.6	3.5	6.3	5.6	0.5	0.5
GALP ENERGIA	Portekiz	13,904	15.7%	5.4	4.8	15.3	13.3	0.8	0.8
NESTE OYJ	Finlandiya	11,698	3.7%	11.3	8.3	46.9	19.0	0.7	0.7
HINDUSTAN PETRO	Hindistan	10,643	3.9%	10.5	7.2	13.4	8.4	0.4	0.4
MOL	Macaristan	7,282	12.4%	3.2	3.2	5.1	5.9	0.4	0.4
MOTOR OIL-HELLAS	Yunanistan	3,335	6.8%	5.4	5.9	6.2	7.7	0.5	0.4
HELLENIC PETRO	Yunanistan	2,769	4.8%	6.6	6.2	9.5	8.7	0.4	0.4
THAI OIL PCL	Tayland	2,173	4.2%	8.0	7.0	6.4	5.7	0.5	0.5
Akdeniz Bölgesi Medyanı*			10.6%	5.0	4.7	9.2	8.5	0.7	0.6
Medyan			7.0%	5.4	5.9	9.5	8.4	0.5	0.5
TÜPRAŞ	Türkiye	7,098	6.4%	4.4	3.7	12.8	7.5	0.3	0.3
Akdeniz Bölgesi Medyanına Göre Prim/(İskonto)				-11%	-20%	39%	-12%	-48%	-52%
Genel Medyana Göre Prim/(İskonto)				-18%	-36%	35%	-11%	-32%	-40%

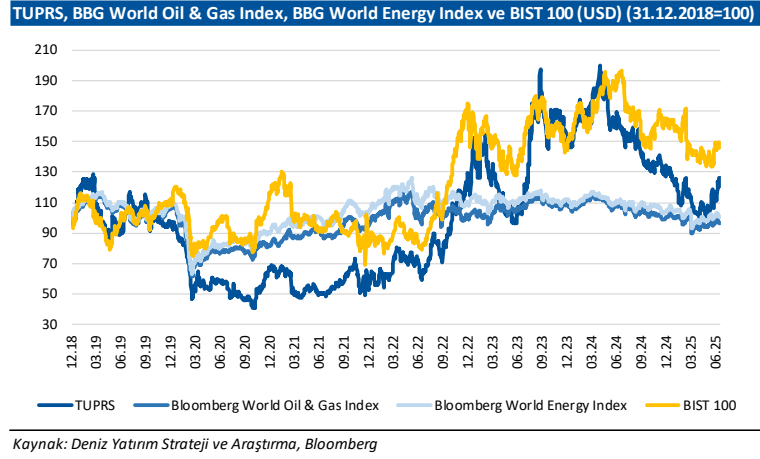
Kaynak: Bloomberg, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

* Akdeniz bölgesi için Fransa, İspanya, İtalya, Portekiz ve Yunanistan'da yer alan üreticiler baz alınmıştır.

Potansiyel riskler

- Tüpraş için; *i) ürün marjlarında zayıflama ii) petrol makaslarında Şirket'in aleyhine daralma iii) beklentilerimizin altında satış hacmi* değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

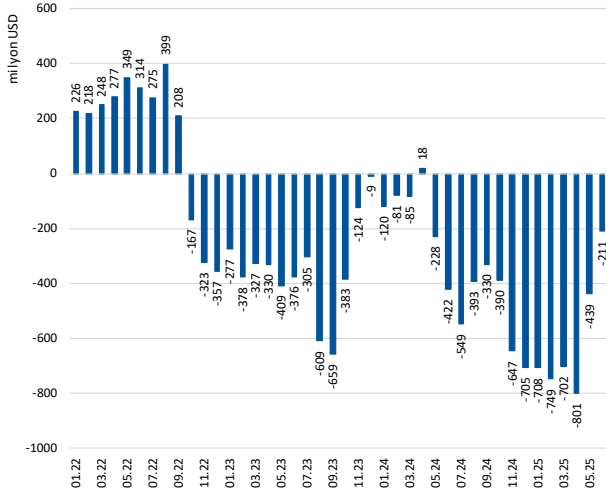
Sektör performansları



- Yukarıda yer alan grafikten de görülebildiği üzere, Aralık 2018 ile kıyaslandığında, USD bazında, BIST 100 endeksi (%49), Bloomberg Petrol & Gaz endeksi (%-4) ve Bloomberg Enerji endeksi (%1) performanslar ile karşımıza çıkarken; TUPRS son kapanış itibariyle %26 ile şekillenmektedir.

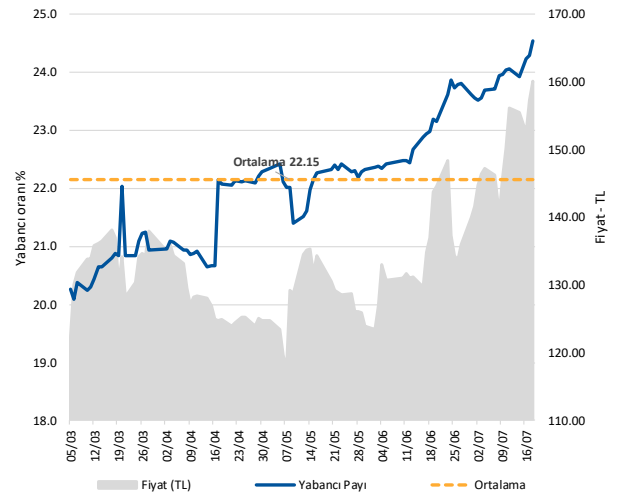
TUPRS yabancı işlemleri

Net yabancı işlemleri, TUPRS, 12 ay kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Yabancı payı, TUPRS



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

- Borsa İstanbul (BIST) tarafından açıklanan net yabancı işlemlerine baktığımızda (son veriler ışığında), son 12 aylık kümülatifte, TUPRS hissesinde -211 milyon dolar pozisyonlanma söz konusudur.

Finansal tablolar

Gelir Tablosu (mİn TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Satışlar	916,751	991,203	810,386	816,890	907,578
Satışların Maliyeti	803,671	832,772	742,355	734,615	808,580
Brüt Kar	113,080	158,431	68,030	82,274	98,998
Operasyonel Giderler	16,159	28,235	26,942	32,285	38,960
Faaliyet Karı	96,921	130,196	41,088	49,989	60,038
Net Finansman Gelir/Gider	-13,461	-7,499	9,192	3,966	-674
Vergi Öncesi Kar	68,508	83,480	31,746	35,460	51,873
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-6,963	-5,700	-12,712	-11,656	-11,412
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	61,314	77,354	18,315	23,204	39,685

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Bilanço (mİn TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Nakit	78,490	140,512	80,934	59,667	73,418
Ticari Alacaklar	35,290	58,386	40,802	44,761	49,730
Stoklar	59,453	64,197	66,343	80,506	88,612
Dönen Varlıklar	197,510	290,418	204,267	209,671	239,243
Duran Varlıklar	150,191	239,156	295,559	314,649	331,592
Toplam Varlıklar	347,700	529,573	499,826	524,320	570,835

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Bilanço (mİn TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	19,764	43,268	9,965	11,955	13,356
Ticari Borçlar	86,839	141,428	114,334	120,759	132,917
Kısa Vadeli Yükümlölükler	130,004	224,179	163,739	187,810	206,917
Uzun Vadeli Yükümlölükler	38,284	12,391	21,035	26,353	31,087
Toplam Borçlar	168,288	236,569	184,774	214,163	238,004
Özkaynaklar	179,413	293,004	315,053	310,157	332,831
Toplam Kaynaklar	347,700	529,573	499,826	524,320	570,835

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.