

## Yüksek sezona girerken cazip değerlendirme

**%49 Yükseliş Potansiyeli ile “Endeks Üzerinde Getiri” Tavsiyemizi Koruyoruz:** Tüpraş hisseleri için 188,00 TL/hisse hedef fiyatımızı ve “Endeks Üzerinde Getiri” tavsiyemizi sürdürüyoruz. Son 12 ayda %23 değer kaybeden ve BIST-100 endeksine göre %11 daha düşük performans gösteren hisseler, 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 3,7x ve 2,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla cazip seviyelerden işlem görüyor. Yüksek sezona girerken, dizel ürün kârlılığındaki güçlenme ve son dönemde benzin marjlarındaki toparlanma, Tüpraş'ın 2. çeyrek kârlılığını desteklemesi beklenen unsurlar arasında yer alıyor. Rafineri marjlarındaki normalleşmenin 2025 yılının geri kalanında azalarak da olsa devam etmesini beklerken, 2026 yılından itibaren iyileşme öngörüyoruz.

**Küresel Emsallerine Göre Derin İskontoyla İşlem Görüyor:** Bloomberg verilerine göre, Tüpraş hisseleri 2025-2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanları bakımından emsallerine kıyasla ortalama %43 iskontolu işlem görüyor ki bu iskontonun haksız olduğunu düşünüyoruz. Tüpraş, emsallerine kıyasla daha yüksek kompleksiteye sahip rafinerileri, sınıfının en iyisi sayılabilecek rafineri marjı profili, ham petrol kaynaklarına stratejik yakınlığı ve dizel açığı bulunan yurt içi pazardaki avantajlı konumu ile öne çıkıyor. Ayrıca, %12 seviyesindeki güçlü temettü verimiyle de emsalleri arasında dikkat çekiyor. Bu güçlü yönlerle Tüpraş'ın emsallerine göre primli işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

**Zorluklara Rağmen Yıl Sonu Beklentilerinde Değişiklik Yapılmadı:** 2025 yılı, devam eden ticaret gerilimleri ve marj baskıları nedeniyle rafineriler için zorlu bir yıl olmaya devam ederken, Tüpraş 2025 yılı net rafineri marjı için 5–6 ABD\$/varil ve kapasite kullanım oranı için %90–95 aralığındaki beklentisini korudu. Yıla zayıf başlanmasına rağmen (1Ç25'te 4,1 ABD\$/varil marj ve %83 kapasite kullanım oranı) beklentilerin değişmemesini önemli buluyoruz. Bu beklentiler, yılın geri kalanında daha yüksek kapasite kullanım oranı ve iyileşen marjların hedeflendiğine işaret ederken, bunun ilk sinyalleri 2Ç25'te şimdiden görülmeye başlandı.

**Uzun Vadeli FAVÖK Beklentisi Yukarı Yönlü Güncellendi:** Tüpraş, Nisan 2025'te yayımladığı güncellenmiş strateji sunumunda, 2025–2035 dönemine ilişkin ortalama yıllık FAVÖK hedefini 2021'de açıklanan >1,0 milyar ABD dolarından >1,5 milyar ABD dolarına yükseltti. Şirket, 2030 itibarıyla 1,7 milyar ABD doları FAVÖK seviyesine ulaşmayı hedefliyor. Bu hedef; sıfır karbonlu elektrik (160 milyon ABD\$), sürdürülebilir havacılık yakıtı (250 milyon ABD\$) ve yeşil hidrojen (40 milyon ABD\$) katkıları ile desteklenecek olup, rafinaj FAVÖK'ünde 2024'e kıyasla 205 milyon ABD dolarlık bir azalma ile kısmen dengelenecek.

| milyon TL           | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T     | 2027T     |
|---------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Net Satışlar        | 991,203 | 810,386 | 904,415 | 1,057,695 | 1,153,734 |
| FAVÖK               | 138,950 | 50,704  | 58,636  | 74,187    | 84,459    |
| Net Kar             | 77,354  | 18,315  | 23,252  | 34,708    | 40,660    |
| Brüt Kar Marjı      | 16.0%   | 8.4%    | 9.1%    | 9.6%      | 10.0%     |
| FAVÖK Marjı         | 14.0%   | 6.3%    | 6.5%    | 7.0%      | 7.3%      |
| Net Kar Marjı       | 7.8%    | 2.3%    | 2.6%    | 3.3%      | 3.5%      |
| F/K (x)             | 2.7     | 17.1    | 10.4    | 7.0       | 6.0       |
| PD/DD (x)           | 0.7     | 1.0     | 0.8     | 0.7       | 0.6       |
| FD/FAVÖK (x)        | 0.8     | 5.1     | 3.7     | 2.8       | 2.5       |
| FD/Satışlar (x)     | 0.1     | 0.3     | 0.2     | 0.2       | 0.2       |
| Özsermaye Karlılığı | 26.4%   | 5.8%    | 7.5%    | 9.8%      | 10.4%     |
| Temettü Verimi      | 13.2%   | 13.8%   | 12.1%   | 12.1%     | 14.3%     |

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

| Sektör                            | PETROL VE PETROL ÜRÜNLERİ |
|-----------------------------------|---------------------------|
| Bloomberg / Reuters Kodu          | TUPRS.TI / TUPRS.IS       |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 126.10                    |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 188.00                    |
| Potansiyel Getiri (%)             | 49%                       |
| 52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)    | 117-165                   |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 242,969                   |
| Firma Değeri (milyon TL)          | 217,373                   |
| Fiili Dolaşım PD (milyon TL)      | 119,055                   |
| Ödenmiş Sermaye (milyon TL)       | 1,927                     |
| Dolaşımdaki Paylar                | %49                       |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                           |
| En Son                            | %22.20                    |
| 3 Ay Önce                         | %20.88                    |

| İşlem Hacmi                  | 1H        | 1A        | 3A        | 1Y        |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ortalama İşlem Miktarı (000) | 9,399     | 16,020    | 20,303    | 20,990    |
| Ortalama İşlem Hacmi (000TL) | 1,206,321 | 2,054,865 | 2,637,005 | 2,911,604 |
| Fiyat Aralığı (TL/hisse)     | 126-129   | 118-135   | 118-138   | 117-165   |

| Hisse Performansı              | 1A | 3A | 6A  | 12A  |
|--------------------------------|----|----|-----|------|
| Nominal Getiri                 | %2 | %3 | -%9 | -%23 |
| BİST-100'e Göre Rölatif Getiri | %3 | %9 | -%5 | -%11 |

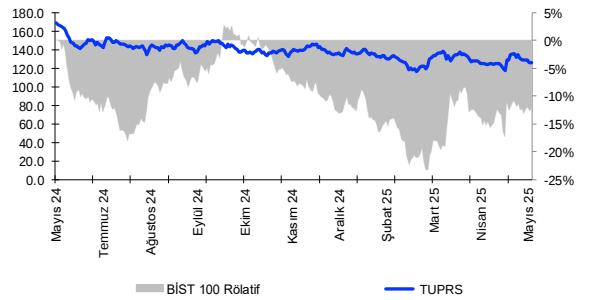
| Ortaklık Yapısı            | Sermayedeki Payı (%) |
|----------------------------|----------------------|
| ENERJİ YATIRIMLARI AŞ      | 46.40                |
| KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ | 6.35                 |
| Diğer                      | 47.25                |

## Şirket Özeti

Şirket; tabi olduğu mevzuat uyarınca ilgili kurum ve kuruluşlardan gerekli izin, lisans vb.'nin alınması kaydıyla, her çeşit ham petrol, petrol ürünleri ve kimyasal ürünleri temin ve rafine etmek, üretilen ve ithal edilen ham petrol, petrol ve kimyasal ürünlerin ihracat dahil her türlü ticari faaliyeti ile beraber üretim ve satış aşamasında depolama ve taşıma faaliyetlerinde ve enerji üretimiyle ilgili her türlü faaliyette bulunmak amacıyla kurulmuştur.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 28/05/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

| Tüpraş İNA Değerlemesi (mn ABD\$)  | 2025T         | 2026T         | 2027T         | 2028T         | 2029T         | 2030T         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>             | <b>19,987</b> | <b>20,764</b> | <b>20,971</b> | <b>21,181</b> | <b>21,393</b> | <b>21,607</b> |
| Büyüme                             | -13%          | 4%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            |
| <b>FAVÖK</b>                       | <b>1,296</b>  | <b>1,456</b>  | <b>1,535</b>  | <b>1,593</b>  | <b>1,652</b>  | <b>1,711</b>  |
| <b>FAVÖK marjı</b>                 | <b>6.5%</b>   | <b>7.0%</b>   | <b>7.3%</b>   | <b>7.5%</b>   | <b>7.7%</b>   | <b>7.9%</b>   |
| İşletme Sermayesi Azalışı (Artışı) | -231          | -25           | -14           | -10           | -10           | -10           |
| <b>Faaliyetlerden Nakit Akışı</b>  | <b>1,065</b>  | <b>1,431</b>  | <b>1,522</b>  | <b>1,583</b>  | <b>1,642</b>  | <b>1,701</b>  |
| Vergiler                           | -98           | -118          | -128          | -135          | -142          | -150          |
| Yatırım harcamaları                | -600          | -600          | -600          | -600          | -600          | -600          |
| <b>Serbest Nakit Akımları</b>      | <b>367</b>    | <b>714</b>    | <b>794</b>    | <b>848</b>    | <b>899</b>    | <b>951</b>    |
| İskonto Faktörü                    | 1.1           | 1.2           | 1.3           | 1.5           | 1.7           | 1.9           |
| İndirgenmiş Nakit Akımları         | 343           | 597           | 594           | 567           | 538           | 509           |
| Toplam İNA                         | 3,147         |               |               |               |               |               |
| Nihai büyüme oranı                 | 3%            |               |               |               |               |               |
| Nihai Değer                        | 11,625        |               |               |               |               |               |
| Nihai Değerin Bugünkü Değeri       | 5,555         |               |               |               |               |               |
| Nakit akımları toplamı             | 8,702         |               |               |               |               |               |
| Düzeltilmiş net borç               | -1,202        |               |               |               |               |               |
| UV Fin. Var+İştirakler+Azınlık P.  | 507           |               |               |               |               |               |
| Adil Piyasa Değeri                 | 9,397         |               |               |               |               |               |
| <b>Adil hisse fiyatı (TL)</b>      | <b>188</b>    |               |               |               |               |               |
| Güncel hisse fiyatı (TL)           | 126           |               |               |               |               |               |
| <b>Yükselme potansiyeli (%)</b>    | <b>49%</b>    |               |               |               |               |               |

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

| Rakip Çarpan Analizi                 | FD/FAVÖK    |             |             | F/K        |             |             | Temettü Verimi |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|----------------|
| Şirket                               | 2025T       | 2026T       | 2027T       | 2025T      | 2026T       | 2027T       | (%)            |
| Neste                                | 9.4         | 6.7         | 5.5         | 50.2       | 13.6        | 8.7         | 2.2            |
| PKN                                  | 2.6         | 2.7         | 2.7         | 5.9        | 7.3         | 8.6         | 8.3            |
| Motor Oil                            | 5.7         | 5.7         | 6.0         | 6.1        | 6.8         | 7.5         | 6.0            |
| Helleniq                             | 6.3         | 6.4         | 6.2         | 8.1        | 9.0         | 9.9         | 6.0            |
| MOL                                  | 3.2         | 3.3         | 3.4         | 5.4        | 5.8         | 6.3         | 5.3            |
| OMV                                  | 3.9         | 4.0         | 3.9         | 9.3        | 8.6         | 8.3         | 6.4            |
| Valero                               | 8.7         | 7.1         | 6.6         | 19.7       | 13.1        | 10.8        | 3.5            |
| Formosa                              | 13.9        | 10.3        | 9.8         | 31.9       | 20.5        | 18.4        | 2.1            |
| Indian Oil                           | 10.2        | 7.3         | 6.4         | 20.0       | 10.3        | 9.0         | 2.1            |
| Thai Oil                             | 7.6         | 6.8         | 6.4         | 6.1        | 5.2         | 5.1         | 6.4            |
| <b>Global Medyan</b>                 | <b>7.0</b>  | <b>6.6</b>  | <b>6.1</b>  | <b>8.7</b> | <b>8.8</b>  | <b>8.7</b>  | <b>5.7</b>     |
| Tupras                               | 4.2         | 3.6         | 3.4         | 9.0        | 7.7         | 7.2         | 11.7           |
| <b>Rakiplere Göre Prim (İskonto)</b> | <b>-40%</b> | <b>-46%</b> | <b>-44%</b> | <b>4%</b>  | <b>-13%</b> | <b>-17%</b> |                |

Kaynak: Bloomberg

| Gelir Tablosu (milyon TL)                 | 2023     | 2024     | 2025T    | 2026T     | 2027T      |
|-------------------------------------------|----------|----------|----------|-----------|------------|
| Net Satışlar                              | 991,203  | 810,386  | 904,415  | 1,057,695 | 1,153,734  |
| Satışların Maliyeti                       | -832,772 | -742,355 | -822,471 | -955,668  | -1,038,746 |
| Brüt Kar                                  | 158,431  | 68,030   | 81,944   | 102,027   | 114,988    |
| Faaliyet Giderleri                        | -28,235  | -26,942  | -36,582  | -42,782   | -46,666    |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net | -23,893  | -5,378   | -8,071   | -9,439    | -10,296    |
| Faaliyet Gelirleri                        | 106,303  | 35,710   | 37,291   | 49,806    | 58,026     |
| FAVÖK                                     | 138,950  | 50,704   | 58,636   | 74,187    | 84,459     |
| Finansal Gelir, net                       | -24,341  | -5,407   | -3,235   | -3,574    | -3,859     |
| Vergi Gideri                              | -5,700   | -12,712  | -10,703  | -11,558   | -13,542    |
| Net Kar                                   | 77,780   | 19,034   | 23,354   | 34,823    | 40,784     |
| Azınlık Payları                           | 426      | 718      | 102      | 114       | 124        |
| Ana Ortaklık Net Kar                      | 77,354   | 18,315   | 23,252   | 34,708    | 40,660     |
| Pay Başına Kazanç                         | 40.14    | 9.50     | 12.07    | 18.01     | 21.10      |
| Pay Başına Temettü                        | 22.31    | 15.20    | 15.20    | 18.07     | 21.16      |

| Büyüme Oranları | 2023 | 2024   | 2025T | 2026T | 2027T |
|-----------------|------|--------|-------|-------|-------|
| Satış           |      | -18.2% | 11.6% | 16.9% | 9.1%  |
| FAVÖK           |      | -63.5% | 15.6% | 26.5% | 13.8% |
| Net Kar         |      | -75.5% | 22.7% | 49.1% | 17.1% |

| Bilanço (milyon TL)           | 2023     | 2024     | 2025T    | 2026T    | 2027T    |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri     | 98,024   | 73,535   | 50,656   | 61,565   | 63,725   |
| Ticari Alacaklar              | 40,439   | 37,072   | 75,754   | 88,592   | 96,636   |
| Stoklar                       | 44,464   | 60,278   | 83,762   | 97,958   | 106,853  |
| Maddi Duran Varlıklar         | 133,839  | 248,919  | 317,021  | 372,504  | 419,175  |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 4,255    | 6,703    | 12,666   | 13,933   | 15,326   |
| Diğer Varlıklar               | 45,772   | 27,623   | 62,138   | 59,738   | 57,654   |
| Toplam Varlıklar              | 366,794  | 454,128  | 601,997  | 694,289  | 759,369  |
| Finansal Borçlar              | 35,326   | 18,989   | 25,337   | 27,621   | 28,565   |
| Ticari Borçlar                | 97,956   | 103,881  | 157,463  | 182,964  | 198,870  |
| Diğer Yükümlülükler           | (56,349) | 20,645   | 111,046  | 129,866  | 141,658  |
| Özkaynaklar                   | 289,860  | 310,615  | 308,150  | 353,838  | 390,277  |
| Net Borç / (Nakit)            | (91,026) | (55,189) | (25,319) | (33,944) | (35,160) |

| Finansal Göstergeler        | 2023  | 2024  | 2025T | 2026T | 2027T |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı         | 26.8% | 6.1%  | 7.6%  | 9.8%  | 10.4% |
| FAVÖK Marjı                 | 14.0% | 6.3%  | 6.5%  | 7.0%  | 7.3%  |
| Net Kar Marjı               | 7.8%  | 2.3%  | 2.6%  | 3.3%  | 3.5%  |
| Net Borç / Özsermaye (x)    | -0.3  | -0.2  | -0.1  | -0.1  | -0.1  |
| Net Borç / FAVÖK (x)        | -0.7  | -1.1  | -0.4  | -0.5  | -0.4  |
| KV Borçlar / Toplam Borçlar | 84.8% | 47.7% | 55.7% | 59.7% | 63.0% |
| Sermaye / Toplam Varlıklar  | 79.0% | 68.4% | 51.2% | 51.0% | 51.4% |
| Cari Oran (x)               | 1.3   | 1.2   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| Nakit Kar Payı Ödemesi      | 56%   | 160%  | 126%  | 100%  | 100%  |

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.