

Düşük sezonda güçlü ürün marjları

19 Kasım 2025

Jeopolitik gelişmeler ürün marjlarını yukarı taşıdı. Avrupa, jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle giderek daha ciddi hale gelen arz sıkıntısıyla karşı karşıya kalırken, Kasım ayında Avrupa'da dizel ve benzin marjları iki yılın en yüksek seviyesine çıktı. Rosneft ve Lukoil gibi büyük rafineri şirketlerini hedef alan ABD'nin Rusya'ya uyguladığı son yaptırımlar, Rusya'nın rafine ürün ihracat etme kapasitesini kısıtlarken, Ukrayna'nın sürdürdüğü drone saldırıları Rusya'nın rafineri kapasitesinin önemli bir kısmını devre dışı bırakarak küresel pazarlardan önemli bir dizel ve benzin kaynağını ortadan kaldırdı. Aynı zamanda, Avrupa 4Q25'e düşük stoklarla girdi, rafineri bakımları ve planlanmamış kesintiler yerel üretimi azalttı ve yüksek navlun ücretleri Orta Doğu ve Asya'dan gelen akışı kısıtladı. Rafineriler de dizel-maksimum modunda çalışarak, ihracat talebinin güçlendiği bir dönemde benzin dengelerini sıkılaştırdı. Jeopolitik arz kesintisi, kısıtlı ithalat imkanları ve mevsimsel talep bir araya gelerek ürün marjlarında keskin ve geniş tabanlı bir artışa neden oldu ve Avrupa rafinerileri için jeopolitik faktörlerin etkisiyle olağanüstü güçlü bir marj ortamı yarattı.

%37 yukarı potansiyelle "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Tüpraş için Endeksin Üzerine Getiri önerimizi koruyoruz ve hedef fiyatımızı 280,00 TL/hisse (önceki 234,00 TL/hisse) olarak revize ediyoruz. Bu revizyon, kar tahminlerimizde hafif yukarı yönlü revizyonların yanı sıra daha düşük yatırım harcamaları ve daha yüksek net nakit varsayımlarını içeriyor. Son 3 ayda %32 yükselişle BIST-100 endeksinde göre %34 daha iyi performans gösteren hisseler, 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 4,7x ve 3,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla hala cazip seviyelerde işlem görmektedir. Zayıf mevsimselliğe rağmen, özellikle son bir ayda daha da güçlenen dizel ve benzin marjlarının 2025 yılının 4. çeyreğinde şirketin kârlılığını desteklemesini bekliyoruz.

Küresel rakiplerine göre yüksek iskontolu işlem görüyor: Bloomberg verilerine göre, Tüpraş hisseleri 2025-2026T FD/FAVÖK bazında rakiplerine göre ortalama %52 indirimle işlem görmektedir ki bu iskontoyu haksız buluyoruz. Tüpraş, rakiplerine göre daha yüksek kompleksiteli rafinerilerinden, sınıfının en iyisi rafineri marjı profilinden, ham petrol hammadde kaynaklarına stratejik yakınlığından ve dizel eksikliği olan iç pazardaki elverişli konumundan yararlanmaya devam etmektedir.

3Q25 finansal sonuçlarının ardından şirket 2025 beklentilerini yükseltti: 2025 yılı net rafineri marjı beklentisi 5-6 dolar/varilden (9A25: 6,5 dolar/varil) 6,0-6,5 dolar/varile yükseltilirken, yatırım harcamaları beklentisi 600mn dolardan 480mn dolara (9A25: 316mn dolar) düşürüldü. Diğer tahminler ise 26mn ton üretim (9A25: 20,1mn ton), 30mn ton satış (9A25: 21,9mn ton) ve %90-95 ortalama KKO (9A25: %93,6) olarak değişmedi. Şirketin tahminleri, bizim tahminlerimizle uyumludur.

milyon TL	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	991,203	810,386	868,792	1,038,621	1,132,928
FAVÖK	138,951	50,704	65,861	77,339	87,935
Net Kar	77,354	18,315	33,402	42,358	49,007
Brüt Kar Marjı	16.0%	8.4%	9.5%	9.4%	9.8%
FAVÖK Marjı	14.0%	6.3%	7.6%	7.4%	7.8%
Net Kar Marjı	7.8%	2.3%	3.8%	4.1%	4.3%
F/K (x)	2.7	17.1	11.5	9.1	7.8
PD/DD (x)	0.7	0.9	1.1	0.8	0.7
FD/FAVÖK (x)	0.8	5.1	4.7	3.4	2.7
FD/Satışlar (x)	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2
Özsermaye Karlılığı	26.4%	5.1%	9.3%	9.0%	9.4%
Temettü Verimi	13%	14%	8%	8%	11%

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	PETROL VE PETROL ÜRÜNLERİ
Bloomberg / Reuters Kodu	TUPRS.TI / TUPRS.IS
Fiyat (TL/hisse)	204.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	280.00
Potansiyel Getiri (%)	37%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	112-202
Piyasa Değeri (milyon TL)	393,066
Firma Değeri (milyon TL)	318,636
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	192,602
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	1,927
Dolaşımdaki Paylar	%49
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%30.82
3 Ay Önce	%25.30

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	20,512	21,307	20,720	20,597
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	4,056,276	4,124,010	3,729,715	2,976,845
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	192-204	173-204	154-204	112-204

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%18	%32	%58	%52
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	%12	%34	%42	%34

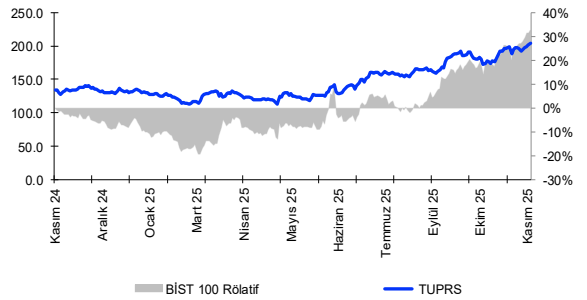
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
ENERJİ YATIRIMLARI AŞ	46.40
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	6.35
Diğer	47.25

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



* 18/11/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umut Öztürk
Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

İNA Değerlemesi (mn dolar)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	19,306	20,057	20,257	20,460	20,744	21,028	21,312	21,596	21,881	22,165
Büyüme	-16%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
FAVÖK	1,464	1,493	1,572	1,630	1,653	1,675	1,720	1,766	1,811	1,856
FAVÖK marjı	7.6%	7.4%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%
İşl. Serm. Azalışı (Artışı)	194	17	-8	-4	5	5	0	0	0	0
Faaliyetlerden Nakit A.	1,657	1,511	1,564	1,626	1,657	1,680	1,721	1,766	1,811	1,857
Vergiler	-157	-160	-172	-180	-184	-187	-193	-200	-206	-213
Yatırım harcamaları	-480	-550	-578	-606	-612	-619	-625	-631	-637	-644
Serbest Nakit Akımları	1,021	800	815	839	861	874	903	935	968	1,000
İskonto Faktörü	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5
İndirgenmiş Nakit A.	1,007	709	650	603	558	512	477	447	419	392
Toplam İNA	5,775									
Nihai büyüme oranı	3%									
Nihai Değer	14,816									
N. Değerin Bugünkü D.	5,812									
Nakit akımları toplamı	11,587									
Düzeltilmiş net borç	-1,793									
UV Fin. V.+İşt.+Az. P.	621									
Adil Piyasa Değeri	12,759									
Adil hisse fiyatı (TL)	280.00									
Güncel hisse fiyatı (TL)	204.00									
Yükselme pot. (%)	37%									

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	991,203	810,386	868,792	1,038,621	1,132,928
Satışların Maliyeti	-832,772	-742,355	-786,154	-940,562	-1,022,206
Brüt Kar	158,431	68,031	82,638	98,060	110,722
Faaliyet Giderleri	-28,234	-26,842	-31,639	-37,824	-41,258
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-23,893	-5,378	-7,037	-8,413	-9,176
Faaliyet Gelirleri	106,304	35,811	43,962	51,823	60,287
FAVÖK	138,951	50,704	65,861	77,339	87,935
Finansal Gelir, net	-24,460	-5,391	1,313	1,513	1,634
Vergi Gideri	-5,700	-12,712	-13,271	-13,334	-15,480
Net Kar	77,780	19,034	33,693	42,693	49,369
Azınlık Payları	426	718	291	335	362
Ana Ortaklık Net Kar	77,354	18,315	33,402	42,358	49,007
Pay Başına Kazanç	40.14	9.50	17.33	21.98	25.43
Pay Başına Temettü	22.31	15.20	15.20	21.05	24.34

Büyüme Oranları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satış		-18.2%	7.2%	19.5%	9.1%
FAVÖK		-63.5%	29.9%	17.4%	13.7%
Net Kar		-75.5%	77.0%	26.7%	15.6%

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	140,512	73,534	122,394	206,119	260,878
Ticari Alacaklar	58,386	37,072	57,551	77,059	84,056
Stoklar	64,197	60,278	67,319	90,138	98,323
Maddi Duran Varlıklar	193,236	226,161	305,713	406,774	454,802
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6,144	6,090	9,909	10,900	11,990
Diğer Varlıklar	67,098	50,993	85,646	88,747	76,900
Toplam Varlıklar	529,573	454,128	648,532	879,737	986,948
Finansal Borçlar	51,004	18,989	48,825	85,066	114,996
Ticari Borçlar	141,428	103,880	141,933	190,192	206,702
Diğer Yükümlülükler	44,138	45,011	99,266	132,915	144,983
Özkaynaklar	293,003	286,248	358,507	471,564	520,267
Net Borç / (Nakit)	(90,522)	(54,546)	(73,569)	(121,053)	(145,882)

Finansal Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özsermaye Karlılığı	26.5%	6.6%	9.4%	9.1%	9.5%
FAVÖK Marjı	14.0%	6.3%	7.6%	7.4%	7.8%
Net Kar Marjı	7.8%	2.3%	3.8%	4.1%	4.3%
Net Borç / Özsermaye (x)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Net Borç / FAVÖK (x)	-0.7	-1.1	-1.1	-1.6	-1.7
KV Borçlar / Toplam Borçlar	84.8%	47.7%	40.4%	31.0%	25.1%
Sermaye / Toplam Varlıklar	55.3%	63.0%	55.3%	53.6%	52.7%
Cari Oran (x)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
Nakit Kar Payı Ödemesi	56%	160%	88%	96%	96%

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.