

Tüpraş / TUPRS – 3Ç25 BİLANÇO ANALİZ

Zayıf Ciroya Rağmen Güçlü Karlılık!

Tüpraş (TUPRS) 3.çeyrek döneminde 12.162 milyon TL net kar açıkladı. Net kar yıllık bazda %18 artış gösterirken, bir önceki çeyreğe göre %27 arttı. Net kar marjı yıllık bazda 1.6 puan artış göstererek %5.5 seviyesinde gerçekleşti. Azalan yurtiçi satışlar ve ihracat oranının %20 daralması, ciroyu olumsuz etkiledi. Buna karşın satışların maliyetinin azalmasıyla brüt kar marjında 1,15 puan artış görüldü. Operasyonel verimliliğin de korunmasıyla birlikte faaliyet kar marjı %16 oranında artış gösterdi. Bir önceki yıla göre azalan net finansman geliri ve süregelen vergi yükümlülüğü karlılığı baskılamakta, geçen yıla göre azalan net parasal pozisyon kaybı, net dönem karını destekleyen unsur oldu.

Olumlu Gelişmeler

- **Ton bazında satışlar artış gösterdi:** Tüpraş, 3Ç25 döneminde 8 milyon ton satış gerçekleştirdi. Bu rakam Bir önceki çeyrekte 7,6 milyon ton, 1. çeyrekte ise 6,4 milyon ton seviyesindeydi. Yurtiçi satışlar yıllık bazda %4 arttı. Artışa en büyük katkı yıllık bazda %15 artan benzin satışlarından geldi.
- **Net rafineri marjında artış:** Tüpraş net rafineri marjı 3Ç25 döneminde şirket beklentisinin üzerinde 9,7 \$/v olarak gerçekleşti.
- **Yüksek kapasite kullanım oranı:** Kapasite kullanım oranı, 2025 yılının üçüncü çeyreğinde %100 seviyesinde kalarak küresel kapasite kullanım oranının üzerine çıktı. Bu dönemde 7,2 milyon ton üretim gerçekleşti.
- **Güçlü nakit pozisyonu korunuyor:** Şirketin 2024 yılının aynı döneminde 76.9 milyar TL net nakdi bulunurken bir önceki çeyrek 52.7 milyar TL net nakdi bu dönemde 74.4 milyar TL olarak gerçekleşti. Net borç/FAVÖK rasyosu ise -1.3 seviyesinde bulunuyor. Sürdürülen net nakit pozisyonu sayesinde, güçlü finansal yapı korunmaya devam ediyor.
- **Net parasal pozisyon kaybının azalması:** Şirket, geçen yılın aynı döneminde 4.064 milyon TL net parasal pozisyon kaybı yaşamıştı. Bu dönemde ise 458,4 milyon TL'ye geriledi.

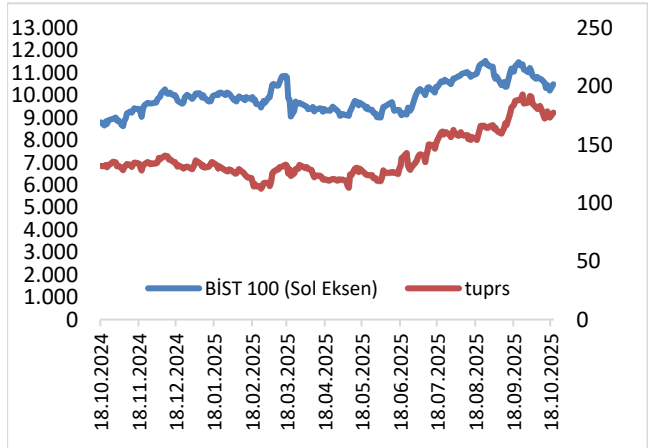
Olumsuz Gelişmeler

- **Ciro daraldı:** 3Ç25 döneminde satış gelirleri %16 gerileyerek 220.665 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Yurtiçi satış gelirlerinde yaşanan düşüş ve azalan ihracat oranı etkili oldu.
- **Net finansman geliri azaldı:** Şirketin net finansman geliri, bir önceki yıla göre %58 azalarak 1.384 milyon TL oldu.
- **Vergi yükümlülüğü sürüyor:** Şirketin 3Ç25 döneminde ödemiş olduğu 4.257 milyon TL vergi yükümlülüğü, net dönem karı üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor.

SINIRLI POZİTİF

Hedef Fiyat, TL	273 TL
Güncel Fiyat, TL	197,60 TL
Getiri Potansiyeli %	38
Bugünkü Sermaye (bin TL)	1.926.796
Halka Açık Sermaye	944.130
Halka Açıklık Oranı	%49
Piyasa Çarpanları	
F/K	14,26
PD/DD	1,11
FD/NS	0,50

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç25	3Ç24	Değ. (%)
Net Satışlar	220.665.829	261.553.019	-15,6
Brüt satış karı	23.660.142	25.038.839	-5,5
Faaliyet Giderleri	7.360.231	8.005.586	-8,1
Finansal Gelir/Gider	1.383.888	3.267.444	-57,6
Esas Faaliyet Karı	16.299.911	17.033.253	-4,3
Net parasal pozisyon kaybı/kazancı	-604.429	-4.952.769	a.d.
FAVÖK	20.273.102	20.461.392	-0,9
Ana Ortaklık Net Kar	12.161.649	10.322.348	17,8
Oranlar	3Ç25	3Ç24	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	10,72	9,57	1,1
Esas Faa.Kar Marjı (%)	7,39	6,51	0,9
FAVÖK Marjı (%)	9,19	7,82	1,4
Net Kar Marjı (%)	5,51	3,95	1,6



2025 yılı beklentileri revize edildi: Tüpraş, 2025 yılı beklentilerini güncelledi. Net rafineri marjı beklentisi 5–6 dolar/varil aralığından 6–6,5 dolar/varile yükseltildi. Kapasite kullanım oranı %90–95, üretim yaklaşık 26 milyon ton ve toplam satış 30 milyon ton seviyesinde korunurken, yatırım harcaması beklentisi 600 milyondan 480 milyona düşürüldü.

Değerlendirme & Hedef Fiyat

2025 yılı 3. çeyreğinde Tüpraş'ın satış gelirinde daralma görülsede güçlü operasyonel verimlilik, net dönem karına olumlu yansımış görünüyor. Orta-distilat ürünlerine olan talebin artmaya devam etmesi, ürün marjlarının yükselmesini sağladı. Daralan ham petrol fiyat farkı, stok etkisi ve enerji maliyetleri VÖK üzerinde baskı oluştursa da güçlü ürün marjları VÖK'ün artmasına katkı sağladı. VÖK 3Ç25 döneminde 16.514 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin güçlü nakit pozisyonunun artmaya devam etmesini, ürün marjlarındaki iyileşmeyi, ton bazında artan satışları ve yüksek kapasite kullanım oranının sürmesini olumlu karşılıyoruz. Buna karşın ciroda yaşanan daralma sürdürülebilir karlılık açısından belirsizlik yaratırken, küresel petrol arz-talep dengesi, sezonluk talep, ürün stokları ve jeopolitik gelişmeler negatif yönlü sürpriz yaratabilir. TUPRS için İNA modelimize göre hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımızı 215 TL seviyesinden 273 TL seviyesine revize ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç25	3Ç24	Değ.(%)	2Ç25	Değ.(%)	9A25	9A24	Değ.(%)
Net Satışlar	220.665.829	261.553.019	-15,6	196.908.906	12,1	598.344.047	798.873.597	-25,1
Brüt satış karı	23.660.142	25.038.839	-5,5	19.164.817	23,5	57.827.967	71.082.339	-18,6
Faaliyet Giderleri	7.360.231	8.005.586	-8,1	7.771.976	-5,3	22.444.768	27.179.020	-17,4
Finansal Gelir/Gider	1.383.888	3.267.444	-57,6	562.494	156,0	2.785.601	9.966.611	-72,1
Esas Faaliyet Karı	16.299.911	17.033.253	-4,3	11.392.841	43,1	35.383.199	43.903.319	-19,4
Net parasal pozisyon kaybı/kazancı	-604.429	-4.952.769	a.d.	98.449	a.d.	-2.550.683	-16.793.424	a.d.
FAVÖK	20.273.102	20.461.392	-0,9	14.931.556	32,5	45.831.599	53.498.364	-14,3
Ana Ortaklık Net Kar	12.161.649	10.322.348	17,8	9.550.461	27,3	21.822.709	18.091.634	20,6

Oranlar	3Ç25	3Ç24	Fark	2Ç25	Fark	9A25	9A24	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	10,72	9,57	1,1	9,73	1,0	9,66	8,90	0,8
Esas Faa.Kar Marjı (%)	7,39	6,51	0,9	5,79	1,6	5,91	5,50	0,4
FAVÖK Marjı (%)	9,19	7,82	1,4	7,68	1,4	7,66	6,70	1,0
Net Kar Marjı (%)	5,51	3,95	1,6	4,85	0,7	3,65	2,26	1,4

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.