

Tüpraş

30/04/2025

2025 1.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 70%

FAVÖK beklentilerin üzerinde gelse de nakit pozisyonu önemli ölçüde geriledi. Tüpraş, 1Ç25'te bizim ve piyasanın beklentilerine büyük ölçüde paralel olarak (İş Yatırım: 245 milyon TL; piyasa: 172 milyon TL), 97 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Parasal kayıpta düşüşe rağmen operasyonel performanstaki zayıflama ve finansal gelirlerdeki gerileme, yıllık bazdaki %78'lik düşüşte etkili oldu. Şirket, 1Ç25'te beklentilerin altında (İş Yatırım: 170 milyar TL; piyasa: 171 milyar TL), üretim dışı satış hacmindeki gerileme sonucu yıllık bazda %31 düşüşle 159 milyar TL net satış geliri elde etti. Tüpraş, 1Ç25'te %83 KKO ile 5,9 milyon ton üretim gerçekleştirdi (1Ç24: 5,9 milyon ton) ve 6,4 milyon ton satış hacmine ulaştı (1Ç24: 7,0 milyon ton). FAVÖK, tahminlerin üzerinde (İş Yatırım: 8,75 milyar TL; piyasa: 8,75 milyar TL), 1Ç25'te yıllık bazda %25 gerilemeyle 9,75 milyar TL olarak gerçekleşti. Yıllık bazdaki gerilemede operasyonel giderlerdeki düşüşe rağmen ürün marjlarındaki düşüş ve ağır-hafif ham petrol fiyat makasındaki daralma etkili oldu. Ürün marjları normalleşmeye devam etmekle birlikte, arz-talep dinamiklerinde devam eden dengesizlik nedeniyle pandemi öncesi seviyelere kıyasla yüksek seyrediyor. OPEC+ dışı üretimin artmasına rağmen son yaptırımların etkisiyle ağır-hafif ham petrol fiyat makası 1Ç25'te daraldı. Net nakit pozisyonu 4Ç24 sonundaki 60 milyar TL'den 1Ç25 sonunda 25,6 milyar TL'ye geriledi. Ay sonundaki Ramazan Bayramı tatili nedeniyle tahsilatlardaki gecikme ve tedarik değişiklikleri işletme sermayesi ihtiyacını artırırken, temettü ödemeleri de nakit akışı üzerinde baskı yarattı.

Beklentiler. Tüpraş, 1Ç25'te sezonsallık nedeniyle 4,1 dolar/varil olarak gerçekleşen net rafineri marjı beklentisini 2025 yılı için 5-6 dolar/varil'de sabit tuttu. Şirket 2025 yılına ilişkin %90-%95 olan kapasite kullanım oranı, 26 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve 600 milyon dolar yatırım harcaması beklentilerinde değişikliğe gitmedi.

Stratejik Dönüşüm Planı'nda güncelleme. Şirket 2021 yılında açıkladığı Stratejik Dönüşüm Planı'nı değişen ekonomik ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak güncelledi. Türkiye fosil yakıt tüketimi zirve noktasına 2035'te ulaşması bekleniyor (önceki: 2030). 2030 yılı FAVÖK beklentisi 1,3 milyar dolardan 1,7 milyar dolara yükseltildi. İlave FAVÖK içinde sürdürülebilir rafinajın katkısı yaklaşık 140 milyon dolar, sürdürülebilir havacılık yakıtının (SAF) 140 milyon dolar, sıfır karbon elektriğin ise 130 milyon dolar. Hidrojen yatırımlarının yatırım maliyetlerindeki artış nedeniyle uzun vadeye yayılmasına karar verildi.

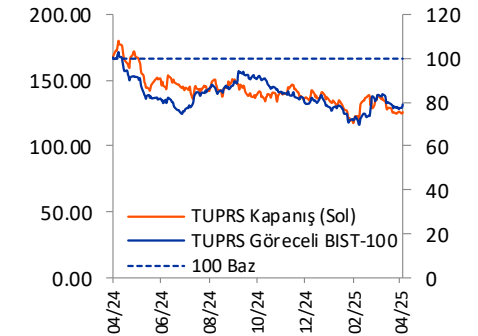
Yorum. Tüpraş'ın orta-uzun vadeli beklentilerindeki iyileşmenin, nakit pozisyonundaki bozulmanın etkisini dengelemesini ve piyasanın bu gelişmelere nötr tepki vermesini bekliyoruz.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	125.10
12 Aylık Hedef Fiyat*	212.22
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	212.22
Piyasa Değeri (mn)	241,042
Halka Açık PD (mn)	112,060
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	2844.4
Hisse sayısı (Adet mn)	1,927
Takas Saklama Oranı (%)	46
Yabancı Oranı (%)	26

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-9.4	-6.7	-27.4
ABD \$	-10.8	-14.3	-38.8
BIST-100 Relatif	-5.1	-0.6	-20.6

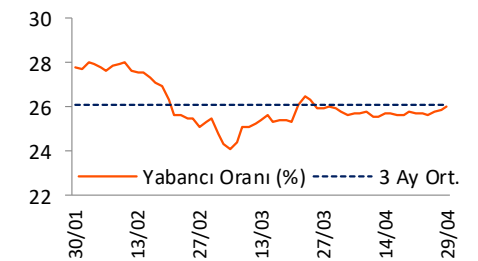
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	11.9	11.9	12.4
PD/DD	0.9	0.9	0.9
FD/FAVÖK	4.0	4.5	5.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 116.74 153.01

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 26.02



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Tüpraş

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	47.25
Enerji Yatırımları Aş	46.4
Koç Holding Anonim Şirketi	6.35

Faaliyet Konusu

Tüpraş, yıllık 28,1 milyon tonluk rafinaj kapasitesinin yanısıra %79,98'ine sahip olduğu DİTAŞ, %40 iştiraki olan Opet Petrolcülük A.Ş. ile birlikte yarattığı katma değer ile Türkiye'nin lider sanayi kuruluşudur.

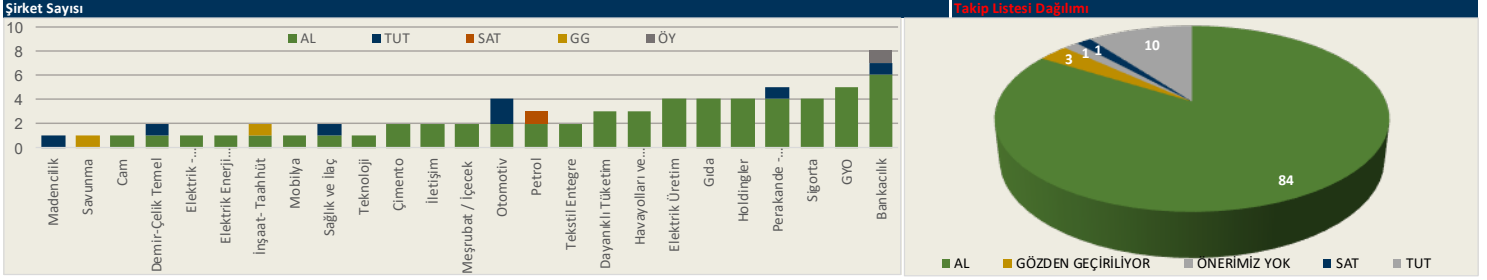
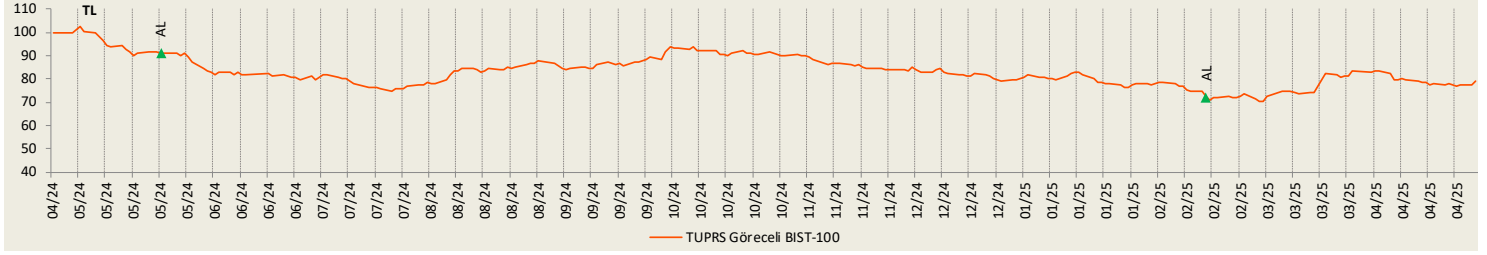
Özet Finansallar

TL mn	UMS - 29			Piyasa	İş Yat.
	1Ç25	1Ç24	Değ.	1Ç25T	1Ç25T
Ciro	158,623	228,525	-31%	170,800	169,773
Brüt Kar	13,165	18,195	-28%		
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.0%</i>	<i>0.3ppt</i>		
Faaliyet Giderleri	-6,417	-8,083	-21%		
<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	<i>-4.0%</i>	<i>-3.5%</i>	<i>-0.5ppt</i>		
Faaliyet Karı	6,748	10,112	-33%		
Amortisman	3,003	2,955	2%		
FAVÖK	9,751	13,067	-25%	8,745	8,745
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>6.1%</i>	<i>5.7%</i>	<i>0.4ppt</i>	<i>5.1%</i>	<i>5.2%</i>
VÖK	2,533	2,613	-3%		
<i>VÖK Marjı</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.1%</i>	<i>0.5ppt</i>		
Vergi Gelir/ Gider	-2,413	-2,040	18%		
Net Kar	97	442	-78%	172	245
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.2%</i>	<i>-0.1ppt</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>

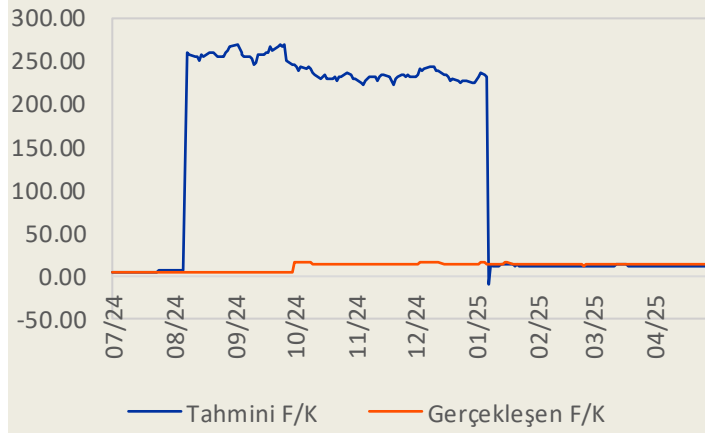
Kaynak: İş Yatırım & Tüpraş

Tüpraş

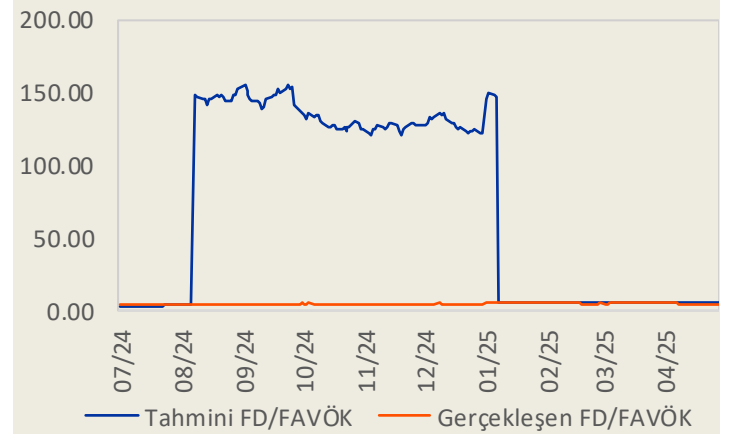
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.

Değerleme. Yatırım harcamaları tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedeniyle TUPRS için hedef fiyatımızı hisse başına 230TL'den 220TL'ye düşürüyor, %65 getiri potansiyeliyle AL tavsiyemizi koruyoruz. TUPRS 2025T 4,4x FD/FAVÖK çarpanı ile yurt dışı benzerlerine göre %22 iskontolu işlem görüyor.

Yorum. Şirket, hisse başına net 12,9 TL temettü ödemesini iki taksitte gerçekleştireceğini duyurdu (%9,7 temettü verimi). Tüpraş'ın beklenti altı sonuçlarına, güçlü temettü ödemesi duyurusunu ve hissenin son bir haftada endeksin %4 altında kaldığını da göz önünde bulundurarak, nötr piyasa tepkisi bekliyoruz.