

Tüpraş

Eylül (ve 3.çeyrek) için güçlü marj göstergeleri...

Tüpraş için marj verilerimiz, ağustos ayındaki yüksek seviyenin üzerine **aylık bazda 1,3 \$/varil artış** gösteriyor. Benzer şekilde, 3Ç ortalaması 2Ç'ye kıyasla da aynı mutlak artışı kaydediyor. Güçlü ürün karlılık göstergeleri, yılın yüksek kapasite kullanım aylarıyla örtüştü; dolayısıyla **çifte pozitif etki** söz konusu diyebiliriz.

Temel ürün grupları arasında, dizel ve jet yakıtı göstergelerimiz **aylık bazda %10 artış** gösterdi. Bu, düşük stoklar ve güçlü talebin oluşturduğu elverişli bir kombinasyonun sonucuydu. İlave Rus yaptırımlarıyla ilgili artan jeopolitik riskler ve Rusya/Ukrayna savaşındaki rafinerilerin kesintiye uğraması da ürün karlılık rasyolarını destekledi.

Daha ayrıntılı günlük veri setimiz, jeopolitik haber akışının zamanlamasına bağlı olarak **Eylül ayının ikinci yarısının ilk yarıya göre daha iyi** olduğunu gösteriyor. Bu nedenle, göstergelerimiz **Ekim'e de güçlü bir başlangıca** işaret ediyor.

Benzin ürün marjları biraz geriledi (-%4 aylık bazda) ancak yüksek seviyelerde kaldı. Avrupa'ya önemli bir akış kaynağı olması beklenen Nijerya'daki Dangote benzin ünitesinin durması, Nijerya'yı net ithalatçı konumuna bıraktı. Ham petrol farkları sıkı kalmaya devam ediyor, ancak geçen aya göre kısmi bir rahatlamayı olumlu değerlendiriyoruz.

Rusya ve Irak petrolüyle ilgili yoğun haber akışı: Eylül, Rusya'dan petrol ürünlerine yönelik potansiyel sıkılaştırılmış yaptırımlar hakkında sık haberlerin geldiği bir ay oldu. Düzenleyici kurum EPDK'ya göre, Türkiye ham petrol ithalatının %46'sını Rusya'dan sağladı (2025 1Y'de yaklaşık 285 bin varil/gün) ve nihai ürünler dahil edildiğinde bu oran %60'a çıkıyor. Rafineri bazında dağılım mevcut değil; ancak Star Rafinerisi'nin daha fazla kullanıldığı varsayılarak, Tüpraş'ın mevcut düzenlemelere göre muhtemelen ham petrolünün %10-15'ini Rusya'dan temin ettiğini tahmin ediyoruz (~90-100 bin varil/gün, tahmin, doğrulanmamış). Bildirilen sıkılaştırılmış yaptırımlar uygulanırsa, Tüpraş'ın Rus tedarikini güvenle alternatif kaynaklara kaydırabileceğine ve net-net olarak Avrupa'daki sıkı ürün piyasasından fayda sağlayabileceğine inanıyoruz – bu durum, şirketin yurtiçi fiyatlamaya formülü için temel oluşturuyor.

Kuzey Irak hafta sonunda petrol ihracatına yeniden başladı ve bu, küresel arzı yaklaşık 200 bin varil/gün artırıyor (Tüpraş ve STAR'ın kapasiteleri sırasıyla 650 bin ve 215 bin varil/gün). Kerkuk boru hattı tam kapasitesine ulaşmadan önce kademeli bir artış olabilir. Türkiye'nin bu kaynağı ne ölçüde kullanabileceği, arka plandaki finansal anlaşmazlık nedeniyle henüz belirsiz olabilir. Ancak biz bunu, Türkiye'nin 285 bin varil/gün Rus ham petrolüne erişim riskine karşı potansiyel bir olumlu faktör olarak değerlendiriyoruz.

Endeks Üstü Getiri

30 Eylül 2025

Fiyat

Kapanış Fiyatı (TL)	193.3
Piyasa Değeri (TLmn)	372,450
12 aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)	235.50
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL/hisse)	453,760
Yukarı Potansiyel (TL)	22%
Temettü Verimi	9%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	686,529	810,386	801,617	1,040,507
% büyüme		18	-1	30
FAVÖK	96,240	50,704	53,729	64,526
% büyüme		-47	6	20
Net Kar	53,577	18,315	32,367	43,315
% büyüme		-66	77	34

Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	14.0	6.3	6.7	6.2
Net Marj	7.8	2.3	4.0	4.2
Brüt Temettü Getirisi	13%	14%	9%	8%
Çarpan	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	3.8	17.1	11.5	8.6
FD/FAVÖK (x)	1.5	5.2	6.0	4.7
Net Borç/FAVÖK (x)	-0.7	-1.1	-1.1	-1.2
Özsermaye Getirisi (%)	26.7	6.5	10.3	13.1

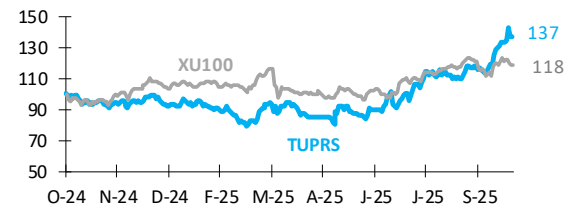
Hisse Verisi

Bloomberg Kodu	TUPRS.IS	TUPRS TI
Sektör		Petrol
Hisse Sayısı (mn)		1,927
3M Ort. Vol. (mn)		US\$83.1
52-Haftalık	TL112.26 -	TL192.90

Piyasa Verisi

BIST-100	11,048
TL/US\$	41.50

Fiyat Eğrisi



Fiyat Performansı	1M	3M	YTD	YoY
TL Nominal Getiri	12%	38%	44%	32%
BIST-100 Rölaf	15%	24%	28%	12%

Hissedar Dağılımı

Enerji Yatırımları	46.4%
Koc Holding	6.4%
Halka Açık & Diğer	47.3%

Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

Tuna Kocaoğlu
tkocaoğlu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

Derecelendirme	Tanım
Endeks Üstü Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.
Endekse Paralel Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor.
Endeks Altı Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.

“Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi 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 yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.”
