

Tüpraş

Endeks Üstü Getiri

Karma 4Ç25 sonuçları; 2026 beklentisi ve temettü ise sınırlı pozitif

9 Şubat 2026

TL6,75 mlr net kâr, TL5,2 mlr olan piyasa beklentisinin (Tera tahmini: TL5,9 mlr) üzerinde gerçekleşti. Vergi maliyeti varsayımlarımıza kıyasla daha az negatif oldu. Bunun dışında, Vergi öncesi kâr TL11,2 mlr ile TL13 mlr olan tahminimizin altında kaldı. Bu sapma i) hem bizim hem de piyasa beklentilerinin %7 altında kalan FAVÖK ve ii) daha yüksek kur farkı ve türev zararlarından kaynaklandı. Sonuçlar karışık olsa da şirket 2026 için %7,7 temettü verimi açıkladı; bu oran %7,2 olan tahminimizin hafif üzerinde. Ayrıca, özellikle kapasite kullanım hedefleri açısından şirket beklentisi olumlu görünüyor. Hedef fiyatımızı TL325,00'e (önceki: TL297,80) yükseltiyor, %46 yükseliş potansiyeliyle Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Net rafinaj marjı (NRM) 4Ç'de 3Ç'deki mevsimsel zirve olan US\$9,7/varilden US\$8,6/varile geriledi. Stok etkisi yine sınırlı seviyelerde kaldı (US\$-0,3/varil). Orta distilat ürün marjları ç/ç normalde US\$3-4/varil daha yüksek seyrederken, ağır hampetrol makasları (diferansiyelleri) de hafif daha olumlu oldu. Buna karşın 4Ç'de NRM'nin daha düşük gerçekleşmesi; benzin ve fuel-oil ürün marjlarındaki zayıflama (yaklaşık US\$-2/varil) ile satış karması, kapasite kullanımı ve işletme maliyetleri üzerinden gelen 4Ç'lere özgü zayıf mevsimsellikten kaynaklandı.

Vergi öncesi kârdaki negatif sapmanın yaklaşık yarısı faaliyet dışı kalemlerden (özellikle kur farkı ve hedge işlemleri) kaynaklandı. Bu çeyrekte yapılan bazı erken ödemeler nedeniyle, özellikle ticari borçlara ilişkin faiz gideri beklentilerin altında gerçekleşti. Önceki 9 aylık dönemde uygulanan vergiye bağlı olarak, daha yüksek vergi karşılıkları çoğu finans-dışı şirket için ortak bir tema oldu. Piyasanın vergi kalemine fazla odaklanmasını beklemiyoruz; ancak Tüpraş özelinde vergi etkisi korktuğumuzdan daha sınırlı gerçekleşti (TL-4,3 mlr; bizim beklentimiz: TL-7 mlr).

Telekonferansın odağı faaliyet giderleri (opex), ağır hampetrol makasları ve yatırım harcamaları (capex) üzerine oldu. Genel ton bize göre nötrdü. 2Y25'in büyük bölümünde daha sıkı (olumsuz) seyreten ham petrol diferansiyellerinin, ağır ham petrol arzına yönelik jeopolitik risklerle (Rusya yaptırımları dahil) ilişkili olduğu ifade edildi. Yakın zamanda açılan Kerkük boru hattı bu açıdan rahatlatıcı oldu. Şirket, yakın ve orta vadede diferansiyellerde ilave bir sıkılaşıma beklemiyor. 4Ç'deki opex enflasyonu; negatif mevsimsellik, yıl içinde yapılan iki ücret artışı ve US\$-0,6/varil seviyesindeki yüksek bağışlardan kaynaklandı. 2026 için daha yüksek açıklanan capex bütçesi (US\$700 mn; 2025: US\$476 mn) i) geçen yıldan devreden yatırımları, ii) Romanya'daki büyük yeşil elektrik yatırımlarını ve iii) yaklaşık US\$100 mn tutarında gemi alımını içeriyor.

2026 yılı beklentileri hafif pozitif. Tüpraş, 2025'teki %94 seviyesinden 2026'da %95-100 kapasite kullanım oranı ve US\$6-7/varil NRM öngörüyor (2025A: US\$7,0/varil). Ocak ayındaki dirençli ürün marjları, özellikle Kerkük kaynaklı olmak üzere destekleyici ağır ham petrol diferansiyelleri ve özellikle 4Ç25'te oluşan yüksek faaliyet gideri (opex) baz etkisi nedeniyle üst banda daha yakınız (US\$6,9/varil).

Değerleme: 2026 tahminlerimizi EBITDA ve net kâr için %2 artırıyoruz. Değerlememizi, önceki 2025T-26T yerine 2026-27T ağırlıklı ortalama çarpanlara taşıyoruz. Sonuç olarak hedef fiyatımızı TL325/hisse'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, 2026T tahminlerimize göre 9x F/K ve %7,7 temettü verimi ile işlem görüyor.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	223.00
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	429,675
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	325.00
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	626,209
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	46%
Temettü Verimi	8%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025	2026T
Net Satışlar	686,529	810,386	830,356	1,061,404
% değişim		18	2	28
FAVÖK	96,240	50,704	62,073	70,527
% değişim		-47	22	14
Net Kâr	53,577	18,315	29,523	47,911
% değişim		-66	61	-62

Marjlar (%)	2023	2024	2025	2026T
FAVÖK Marjı	14.0	6.3	7.5	6.6
Net Marj	7.8	2.3	3.6	4.5
Brüt Temettü Verimi	13%	14%	10%	8%
Çarpanlar	2023	2024	2025	2026T
F/K (TL, x)	3.8	17.1	10.3	9.0
FD/FAVÖK (TL, x)	1.5	5.2	4.1	5.5
Net Borç/Favök (x)	-0.7	-1.1	-0.9	-0.7
Özsermaye Karlılığı (%)	26.7	6.5	8.1	12.8

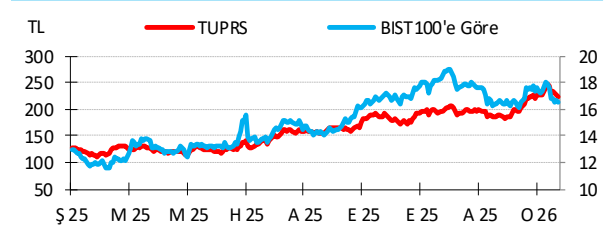
Hisse Verisi

Hisse Kodu	TUPRS.IS	TUPRS TI
Sektör		Rafineri
Hisse Sayısı (mn)		1,927
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$99.2
52 Haftalık Aralık	TL112.26 -	TL248.40

Piyasa Verisi

BIST-100	13,522
TL/US\$	43.5

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	12%	13%	21%	75%
BIST-100'e Göre	-1%	-9%	1%	28%

Ortaklık Yapısı

Enerji Yatırımları	46.4%
Koç Holding	6.4%
Halka Açık Paylar ve Diğerleri	47.3%

Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com
Tuna Kocaoğlu
omuminoglu@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.”
