

Tüpraş

Güçlü 3Ç finansalları. Pozitif 4Ç endikatörleri

Endeks Üstü Getiri

3 Kasım 2025

TL19,8 milyar FAVÖK, bizim tahminimizle uyumlu, TL19,2 milyarlık konsensüsün ise %3 üzerinde gerçekleşti. Operasyonel olmayan kalemler de hafif olumlu seyretti; özellikle faiz oranlarındaki düşüşe rağmen dayanıklı faiz gelirleri ve daha yüksek kur farkı gelirleri etkili oldu. Bu gelişmeler sonucunda net kâr TL12,2 milyar seviyesinde gerçekleşti; bu da bizim tahminimizin (%+2; TL11,9 milyar) ve konsensüsün (%+9; TL11,1 milyar) üzerinde. Şirket, özellikle geçtiğimiz haftadaki güçlü Ekim-sonu ürün marjlarını yansıtarak yıl sonu rafineri marjı beklentisini yukarı revize etti. Hedef fiyatımızı TL235,50'den TL305,90'a yükseltiyor ve %55 yukarı potansiyelle "Endeks Üstü Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

3. çeyrek öne çıkanlar: 1) Varil başına 9,7 US\$ net rafineri marjı, 2Ç'deki 5,3 US\$'a kıyasla yükseliş gösterdi. **2)** Zaten yüksek olan 2Ç (%98) sonrasında tam kapasite kullanım oranı sürdürüldü. İzmir rafinerisinde yapılan deprem güçlendirmesi ve bazı ertelenmiş bakım çalışmaları dışında büyük çaplı bir bakım planı bulunmuyor. **3)** Net faiz geliri TL4,1 milyar ile çeyreklik bazda yatay seyretti; nakit birikiminin artmasına rağmen, bir miktar nakdin TL'den dövize çevrilmesi nedeniyle daha düşük ortalama faiz getirisi elde edilmiş olabileceğini düşünüyoruz. **4)** 4 milyar TL kur kararı (türev işlemler sonrası) çeyreklik bazda yaklaşık TL+1 milyar iyileşti. Tüpraş'ın pozitif 3Ç FAVÖK'ü, Haziran ayındaki ham petrol borçlarından kaynaklanan kur zararlarının bir kısmının Temmuz'da geri alınmasını içermiş olabilir. **5)** 749 milyon TL'lik ılımlı bir stok zararı oluştu (2Ç: TL+1,2 milyar). **6)** Elektrik segmenti FAVÖK'ü TL576 milyon (2Ç: TL583 milyon) olarak gerçekleşti; üretimde yıllık %8 düşüş yaşandı (olumsuz hidro koşullar). **7)** Güçlü operasyonel nakit akışı, TL13 milyarlık işletme sermayesi iyileşmesi ve sınırlı yatırım harcaması sayesinde desteklendi. TL74 milyar net nakit pozisyonu (FAVÖK'ün 1,3 katı; 2Ç: 0,9x). İkinci taksit temettü ödemesinin ertelenen TL6,7 milyarlık kısmı düşüldüğünde, bu tutar hissenin piyasa değerinin yaklaşık %18'ine denk geliyor.

Toplantı notları: 1) Temmuz ayındaki yüksek sezon döneminde yurtiçinde benzin ve jet yakıtı talebi rekor seviyelere ulaştı. **2)** Türkiye, 2030 yılına yönelik Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF) yol haritasını yayımladı; 2026 hedefi %0,5 emisyon azaltımı olarak belirlendi. Tüpraş, 2026 yılında SAF birlikte işleme (co-processing) faaliyetlerine başlayacak olup, yoğun üretim sürecinin 2028'de başlaması planlanıyor. **3)** Kerkük ham petrol boru hattı 3Ç'de yeniden faaliyete geçti; bu durum bölgesel ham petrol fiyat farklarını destekledi, ancak Tüpraş kendi alım miktarını açıklamadı. **4)** İşletme sermayesindeki iyileşme, kısmen Kızıldeniz hattındaki gerilimin azalmasıyla da etkisiyle, taşınan stokların azalmasından kaynaklandı. **5)** Marj beklentisinde yukarı yönlü risk olup olmadığı yönündeki bir soruya karşılık olarak yönetim, revize edilen senaryoya olan güvenini yineledi.

2025 yılı beklentileri: varil başına 6–6,5 US\$ net rafineri marjına işaret ediyor (önceki 5–6 US\$ aralığından yukarı revize edildi). Tahminlerimize göre, ilk dokuz aylık performans zaten bu aralığın üst bandına yakın seyrediyor ve ürün marjı göstergelerimiz özellikle Ekim ayının son haftasında dizel ve jet yakıtında daha olumlu bir seyir sinyali veriyor. Kapasite kullanım oranı tahmini %90–95 aralığında sabit tutuldu (9A: %94); ertelenen kalemler (örneğin tanker alımı) nedeniyle yatırım harcaması hedefi 600 milyon US\$'dan 480 milyon US\$'a düşürüldü.

Değerleme: Hedef fiyatımızı TL235,50'ten TL305,90'a yükseltiyoruz, bu da %55 getiri potansiyeline işaret ediyor. 12 aylık ileri dönük tahminlerle 6x hedef FD/FAVÖK, 10x F/K ve %8 temettü verimi kullanıyoruz. "Endeks Üstü Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	197.60
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	380,735
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	305.90
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	589,407
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	55%
Temettü Verimi	8%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	686,529	810,386	835,190	1,133,651
% değişim		18	3	36
FAVÖK	96,240	50,704	65,064	74,434
% değişim		-47	28	14
Net Kâr	53,577	18,315	35,198	47,634
% değişim		-66	92	35
Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	14.0	6.3	7.8	6.6
Net Marj	7.8	2.3	4.2	4.2
Brüt Temettü Verimi	13%	14%	8%	9%
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K (TL, x)	3.8	17.1	10.8	8.0
FD/FAVÖK (TL, x)	1.5	5.2	4.8	3.9
Net Borç/Favök (x)	-0.7	-1.1	-1.2	-1.3
Özsermaye Karlılığı (%)	26.7	6.5	10.1	13.1

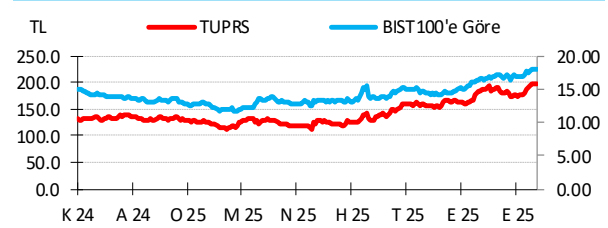
Hisse Verisi

Hisse Kodu	TUPRS.IS	TUPRS TI
Sektör		Rafineri
Hisse Sayısı (mn)		1,927
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$81.8
52 Haftalık Aralık	TL112.26 -	TL197.60

Piyasa Verisi

BIST-100	10,972
TL/US\$	41.9

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	6%	24%	53%	50%
BIST-100'e Göre	6%	21%	37%	21%

Ortaklık Yapısı

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

Onur Müminoğlu
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."