

Tüpraş

Endeks Üstü Getiri

2Ç finansalları beklentileri aştı; 3Ç başı için olumlu sinyal...

30 Temmuz 2025

Çeyreklik TL14 milyar FAVÖK, tahminimizin %6 altında (TL14.8 milyar) ancak konsensüsünün %11 üzerinde (TL12.5 milyar) gerçekleşti. Operasyon dışı kalemler özellikle faiz, parasal kazançlar ve zorlu geçen 1Ç'nin ardından normalleşen vergi gideri tarafında daha iyiydi. Bu da TL8.9 milyar net kara yol açtı; bu rakam hem bizim tahminimizin (TL6.5 milyar) hem de piyasa beklentisinin (TL6.2 milyar) üzerindeydi. Güçlü 2Ç performansı yılbaşından bugüne olan kalemleri tekrar beklentiyle uyumlu seviyelere getirdiği için şirket yıl geneline dair görünümde bir değişiklik yapılmadı. Sonuçları olumlu olarak değerlendiriyoruz.

2. çeyrek öne çıkanlar: 1) Net rafineri marjı US\$5.3/bbl ile 1Ç'deki US\$4.1/bbl seviyesinin üzerinde gerçekleşti. 2) Sezonsal olarak zayıf geçen 1Ç'nin ardından kapasite kullanımı %98'e ulaştı (1Ç: %83). Görünümde büyük bir bakım yok (sadece İzmir'deki bazı ertelenen kalemler hariç). 3) Beklentilerin üzerinde net faiz geliri, daha yüksek kur farkı maliyetlerinden fazlasıyla dengeleyici oldu. 3) Çeyrek sonuna doğru US\$:TL kurundaki değerlenme, ham petrol borçlarından kaynaklanan bazı kur farkı zararları yarattı; ancak bu etkiler, söz konusu petrol sevkiyatları işlenip sonraki çeyrekte satıldığında tersine dönebilir (petrol fiyatlarında büyük bir değişiklik olmazsa). 4) Ara dönemdeki ciddi petrol fiyat dalgalanmalarına rağmen makul seviyede, TL+1,2 milyarlık stok kazancı. 5) 1Ç'deki yüksek işletme sermayesi yatırımları (özellikle alacaklar) daha önce yönlendirme yapıldığı şekilde olumluya döndü. Sonuç olarak net nakit pozisyonu TL49 milyar seviyesine ulaştı (FAVÖK'ün 0,9 katı, 1Ç'de 0.5 katıydı). Bu da şirketin piyasa değerinin %16'sına karşılık geliyor.

Toplantı notları: 1) Çeyrek başından itibaren yüksek kapasite kullanımı sürdü; bu da şirketin cazip ürün marjlarını tam anlamıyla yakaladığını ima ediyor. 2) Türkiye araç parkında dizelden benzinli araçlara geçiş devam ediyor; 2Ç'de yurtiçi benzin talebi tüm zamanların en yüksek seviyesinde gerçekleşti (Tüpraş'ın satışı 2Ç18'e göre 2 katı üzerinde). 3) 2Ç'de vergi oranı normalleşmesi, Yİ-ÜFE ve TÜFE arasındaki farkın daralmasından kaynaklandı. Bu iki endeks sırasıyla yasal ve UFRS vergi hesaplamalarında kullanılıyor ve aralarındaki fark ertelenmiş vergi gelir/giderlerine yol açıyor. Yönetim mevcut seviyeyi (~%19) 1Ç'deki oldukça negatif seviyelere göre daha makul görüyor. 3) Bazı katılımcılar, yönlendirmelere yönelik yukarı yönlü riskleri sordu; ancak yönetimin görüşü, üst band aşılmadıkça yönlendirmenin değişmeyeceği yönünde. 5) Hürmüz Boğazı, Kızıldeniz'deki tedarik endişeleri ve İspanya'daki elektrik kesintileri 2Ç ürün marjlarındaki artışta etkili oldu. Temmuz başında dizel stoklarının dar kalmaya devam ettiğini, Avrupa'daki sıcak hava dalgasının yüksek talep yarattığını gözlemliyoruz.

2025 yılı beklentileri: Net rafineri marjı US\$5-6/bbl aralığında (1Y: US\$4.8/bbl, 2Ç: US\$5.3/bbl), kapasite kullanımı %90-95 (1Y: %90.3), yatırım harcaması US\$600m (1Y: US\$232m).

Değerleme: Hedef fiyatımızı TL217.70'ten TL235.50'ye yükseltiyoruz, bu da %45 getiri potansiyeline işaret ediyor. 12 aylık ileri dönük tahminlerle 6x hedef FD/FAVÖK, 8x F/K ve %9 temettü verimi kullanıyoruz. "Endeks Üstü Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz.

Fiyat Verileri

Kapanış Fiyatı	164.50
Piyasa Değeri (US\$m/TLmn)	316,958
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	234.40
12-Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	451,641
12-Aylık Yukarı Yönlü Potansiyel (TL)	42%
Temettü Verimi	9%

Finansallar (TLmn)	2023	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	686,529	810,386	798,082	1,029,121
% değişim- yıllık		18	-2	29
FAVÖK	96,240	50,704	70,809	90,591
% değişim- yıllık		-47	40	28
Net Kar	53,577	18,315	30,294	54,556
% değişim- yıllık		-66	65	80
Marjlar (%)	2023	2024E	2025E	2026E
FAVÖK Marjı	14.0	6.3	8.9	8.8
Net Kar Marjı	7.8	2.3	3.8	5.3
Brüt Temettü Verimi	13%	14%	9%	8%
Rasyolar	2023	2024E	2025E	2026E
F/K (TL, x)	3.8	17.1	10.5	5.8
FD/FAVÖK (TL, x)	1.5	5.2	4.1	3.0
Net Borç/FAVÖK (x)	-0.7	-1.1	-0.4	-0.6
Özsermaye Karlılığı (TL, %)	26.7	6.5	10.2	16.7

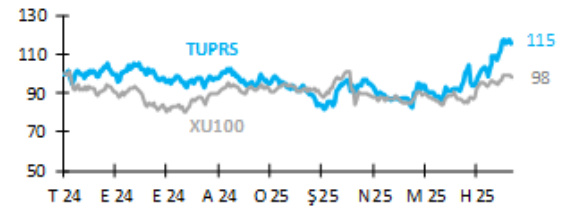
Hisse Verileri

Kodu	TUPRS.IS	TUPRS.TI
Sektör		Petrol & Doğalgaz
Hiss Sayısı (mn)		1,927
3 Aylık Ort. İşlem. Hacmi		US\$69.1
52 Haftalık Fiyat Aralığı	TL116.74 -	TL167.60

Piyasa Verileri

BIST-100	10,542
TL/US\$	40.55

Fiyat Grafiği



Hisse Performansı	1AY	3AY	YBK	Yıllık
TL Bazında	21%	33%	23%	15%
BIST100'e göre	8%	17%	14%	17%

Ana Ortaklar

Enerji Yatırımları	46.4%
Koc Holding	6.4%
Halka Açık & Diğer	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.”