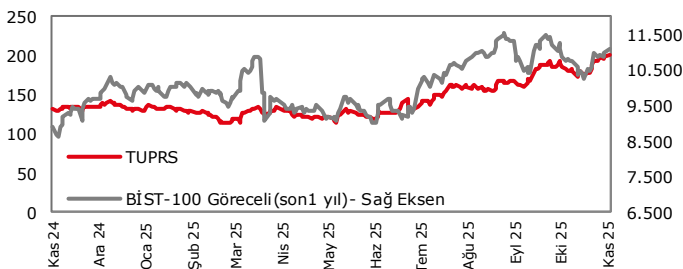


TÜPRAŞ 3Ç2025 Sonuçları

AYLİN KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

"Tüpraş'ın 3Ç2025'teki Ana Ortaklık Net Dönem Karı 12,2 milyar TL ile Beklentilerin Üzerinde Gerçekleşti..."**Öneri "AL"****Hedef Hisse Fiyatı : 280,50TL**

Reuters/Bloomberg	TUPRS.IS/TUPRS.TI		
Sektör	Petrokimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	198,70 TL	4,74 USD	
BİST 100	11.060 TL	264 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)		41,8922	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	112,26 TL	198,70 TL	
Hisse Adedi (mn)	1.927		
P. Değeri (mn TL)	382.854		
Net Borç (mn TL)	-74.431		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	46,5%		
Halka Açıklık	49,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	28,7%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	71,3%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	7,3%	24,6%	50,7%
BİST-100	1,9%	2,9%	24,5%
BİST-100 Göreceli	5,4%	21,0%	21,0%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	1.974,76		
(mn TL)	3Ç2024	3Ç2025	% Değ.
Net Satış	261.553	220.666	-15,6%
Brüt Kar	25.039	23.660	-5,5%
Faaliyet Karı /Zararı	15.440	15.125	-2,0%
A. Ort. Net Kar / Zar	10.322	12.162	17,8%
	FIK	FD/FAVÖK	
TUPRS	14,3	5,5	
BİST-100	13,3	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	8,6	6,6	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
DİĞER	47,3%		
ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.	46,4%		
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	6,4%		

HİSSE PERFORMANSI

Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 03.11.2025 verileri kullanılmıştır.

Tüpraş'ın 3Ç2025 ana ortaklık net dönem karı geçen yılın aynı dönemine göre %17,8 oranında artarak 12.162mn TL'ye çıkarken, bu rakam ortalama piyasa beklentisi olan 11.147mn TL'nin %9,1 üzerinde gerçekleşmiştir. 3. çeyrek karıyla beraber şirketin 9 aylık ana ortaklık net dönem karı, geçen yılın aynı dönemine göre %20,6 oranında yükselerek 21.823mn TL seviyesinde kaydedilmiştir.

Satış gelirleri, satış hacmindeki %2'lik daralmanın etkisiyle yıllık bazda %15,6 azalarak 220,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kar, geçen yılın aynı dönemine göre %5,5 oranında azalışla 23.660mn TL'ye gerilerken, brüt kar marjı 1,1 puanlık artışla %10,7'ye yükselmiştir. Operasyonel giderler aynı dönemde %8,1 oranında azalırken, diğer faaliyetlerden 1.174mn TL net gider (3Ç2024'de 1.593mn TL net gider) kaydedilmiştir. Öte taraftan net faaliyet karı %2'lik düşüşle 15,1 milyar TL'ye gerilemiştir. Şirket, beklentilerin üzerinde üçüncü çeyrekte 19,8 milyar TL FAVÖK kaydetmiştir (piyasa beklentisi: 17,2 milyar TL). Bu rakam yıllık bazda %1,1 düşüşe işaret etse de, FAVÖK marjı 1,3 puan artışla %9 seviyesine yükselmiştir.

Net rafineri marjı, 3Ç2025'te 9,7 \$/varil seviyesinde gerçekleşerek, yıllık bazda 2,9 \$/varil artış göstermiş; ayrıca 2Ç2025'teki 5,3 \$/varil seviyesine kıyasla da çeyreklik olarak belirgin bir iyileşme kaydetmiştir. Finansman tarafında 1.384mn TL net gelir kaydedilirken, geçen yıl aynı dönemde 4.064mn TL olarak gerçekleşen parasal kayıp, bu çeyrekte 458mn TL'ye gerileyerek kar artışından destekleyici bir faktör olmuştur. Son olarak 4.257mn TL'lik vergi gideri sonrasında ana ortaklık net dönem karı yılın üçüncü çeyreğinde 12,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tüpraş'ın mart sonu itibarıyla 49 milyar TL olan net nakdi ise güçlü operasyonel nakit akışı sayesinde eylül sonunda 74,4 milyar TL seviyesine yükselmiştir.

Tüpraş'ın hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki güncellemelere bağlı olarak, 230,00TL'den **280,50TL'ye** yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	3Ç25-3Ç24 %Değ.	9A2024	9A2025	%Değ.
SATIŞLAR	260.431	276.888	261.553	217.590	180.770	196.909	220.666	-15,6%	798.874	598.344	-25,1%
Satışların Maliyeti (-)	239.696	251.580	236.514	203.342	165.767	177.744	197.006	-16,7%	727.791	540.516	-25,7%
BRÜT KAR/ZARAR	20.735	25.308	25.039	14.248	15.003	19.165	23.660	-5,5%	71.082	57.828	-18,6%
Operasyonel giderler	9.212	9.961	8.006	6.615	7.313	7.772	7.360	-8,1%	27.179	22.445	-17,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	5.523	5.680	5.558	4.129	4.830	5.130	4.788	-13,9%	16.762	14.748	-12,0%
Pazarlama Giderleri (-)	3.532	4.165	2.294	2.510	2.354	2.538	2.442	6,4%	9.991	7.334	-26,6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	157	117	153	-24	129	104	131	-14,7%	427	363	-14,9%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	11.523	15.347	17.033	7.633	7.690	11.393	16.300	-4,3%	43.903	35.383	-19,4%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-5.260	13	-1.593	95	-3.256	-1.049	-1.174	a.d.	-6.841	-5.479	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	6.263	15.360	15.440	7.728	4.434	10.344	15.125	-2,0%	37.062	29.904	-19,3%
FAVÖK	14.891	18.609	19.999	10.100	11.113	14.932	19.787	-1,1%	50.533	42.344	-16,2%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-1	-5	-13	-2	8	29	-39	a.d.	-18	-2	a.d.
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Payları	444	1	649	715	-64	672	502	-22,6%	1.094	1.110	1,5%
FINANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	6.706	15.356	16.076	8.442	4.378	11.045	15.588	-3,0%	38.138	31.012	-18,7%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	5.100	1.599	3.267	1.563	839	562	1.384	-57,6%	9.967	2.786	-72,1%
Net Parasal Pozisyon Kazanç (Kayıp)	-8.828	-3.901	-4.064	-1.498	-2.330	238	-458	a.d.	-16.793	-2.551	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.978	13.054	15.280	8.507	2.887	11.846	16.514	8,1%	31.312	31.247	-0,2%
Vergi Gideri/Geliri (-)	2.324	5.691	4.811	3.118	2.750	2.233	4.257	-11,5%	12.826	9.240	-28,0%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	654	7.363	10.469	5.389	137	9.613	12.257	17,1%	18.485	22.007	19,0%
Kontrol gücü olmayan paylar	149	98	147	508	26	63	95	-35,3%	394	184	-53,3%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı / Zararı	504	7.265	10.322	4.881	111	9.550	12.162	17,8%	18.092	21.823	20,6%
FINANSAL ORANLAR	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	%Değ.	9A2024	9A2025	
Brüt Kar Marjı	8,0%	9,1%	9,6%	6,5%	8,3%	9,7%	10,7%	1,1%	8,9%	9,7%	0,8%
Faaliyet Kar Marjı	2,4%	5,5%	5,9%	3,6%	2,5%	5,3%	6,9%	1,0%	4,6%	5,0%	0,4%
FAVÖK Marjı	5,7%	6,7%	7,6%	4,6%	6,1%	7,6%	9,0%	1,3%	6,3%	7,1%	0,8%
Net Kar Marjı	0,3%	2,7%	4,0%	2,5%	0,1%	4,9%	5,6%	1,6%	2,3%	3,7%	1,4%

Kaynak: Tüpraş, Ziraat Yatırım

**Tüpraş'ın satış miktarı
üçüncü çeyrekte 8mn
ton olarak gerçekleşti...**

Şirket'in toplam satış miktarı, üçüncü çeyrekte yıllık bazda %2,3 gerilemiş ve 8mn tona düşmüştür. İhracat satışlarının 1mn ton ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %20 oranında azalması bu düşüşte önemli bir etken olmuştur. Söz konusu dönemde ürün grubu bazında farklılaşan bir görünüm izlenmiştir. Fuel Oil satış miktarı bu dönemde 3Ç2024'e göre %64 oranında azalırken, Benzin satış miktarı %9 oranında artış kaydetmiştir.

SATIŞ (000 ton)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	3Ç25-3Ç24 %Değ.	9A2024	9A2025	Değ.%
LPG	176	182	216	196	171	202	190	-12%	358	373	4%
Nafta	25	43	3	29	0	0	0	a.d.	68	0	-100%
Benzin	1.392	1.473	1.613	1.484	1.338	1.642	1.750	9%	2.866	2.980	4%
Jet Yakıtı	923	1.098	1.450	1.177	1.071	1.249	1.359	-6%	2.021	2.319	15%
Dizel	2.684	2.927	3.048	3.034	2.534	2.830	3.000	-2%	5.611	5.364	-4%
Fuel Oil	927	1.360	689	589	339	513	246	-64%	2.286	852	-63%
Diğer	829	740	1.123	1.004	942	1.137	1.410	26%	1.569	2.079	33%
TOPLAM	6.956	7.824	8.142	7.513	6.395	7.573	7.955	-2,3%	14.779	13.968	-5,5%
T. İhracat*	1.901	2.162	1.249	1.279	1.778	1.715	997	-20%	4.063	3.492	-14%
T.Yurt İçi Satış	5.055	5.662	6.894	6.234	4.617	5.858	6.958	1%	10.717	10.475	-2%

Kaynak: Tüpraş, *Transfer dahil

**3Ç2025'te toplam
749bin TL'lik stok zararı
yazılmıştır...**

Brent petrol fiyatları, haziran sonunda 69,07\$/varil iken eylül sonunda 67,14\$/varile gerilemiştir. Ancak ortalama Brent fiyatı çeyreklik bazda %2,4 artarak 66,10\$/varilden 67,70\$/varile yükselmiştir. Bu hafif yükselişe rağmen, Şirket, 3Ç2025'te 749bin TL stok zararı kaydetmiştir. (3Ç2024: 2.766mn TL stok karı).

**Tüpraş'ın 3Ç2025
kapasite kullanım oranı
%91,7...**

Tüpraş, 3Ç2025 döneminde 7,2mn ton üretim gerçekleştirmiştir. Kapasite kullanım oranı ise geçen yılın aynı çeyreğine kıyasla hafif bir düşüşle %100,3 seviyesinde oluşmuştur (3Ç2024: %101,4). Bu yüksek oran, Şirket'in operasyonel verimliliğini koruduğuna işaret etmektedir. 9A2025 dönemde ise ortalama kapasite kullanım oranı %93,6 olarak gerçekleşmiştir. Planlı bakım faaliyetlerinin azalması ve ürün marjlarında yıllık bazda yaşanan toparlanma bu performansı desteklemiştir.

ÜRETİM (000 ton)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	3Ç25-3Ç24 %Değ.	9A2024	9A2025	Değ.%
LPG	186	205	247	206	190	224	228	-7%	392	414	6%
Nafta	14	48	10	28	-7	28	-20	-297%	61	21	-66%
Benzin	1.339	1.454	1.619	1.475	1.372	1.515	1.655	2%	2.793	2.887	3%
Jet Yakıtı	967	1.084	1.452	1.152	1.116	1.249	1.350	-7%	2.051	2.365	15%
Dizel	1.903	2.137	2.416	2.441	2.235	2.539	2.606	8%	4.040	4.774	18%
Fuel Oil	774	980	549	384	174	427	177	-68%	1.754	601	-66%
Asfalt	519	636	656	689	419	692	907	38%	1.155	1.111	-4%
Diğer	229	224	343	377	415	354	302	-12%	453	770	70%
TOPLAM	5.931	6.768	7.293	6.752	5.914	7.028	7.206	-1,2%	12.699	12.942	1,9%

Kaynak: Tüpraş,

**Ürün marjlarında belirgin
artış görülmüştür...**

Ürün marjlarında güçlü mevsimsel talebin etkisiyle artış eğilimi sürerken, dizel 3Ç2024'teki 15,7\$/varil seviyesinden 3Ç2025'te 25\$/varil'e (2Ç2025: 17,1\$/varil) yükselmiştir. Benzer şekilde, jet yakıtı marjı da tüm zamanların en yüksek talebinin etkisiyle geçen yılın aynı dönemindeki 13,5\$/varil düzeyinden bu çeyrekte 20,1\$/varil'e (2Ç2025: 16\$/varil) çıkmıştır. Benzin marjı da benzer şekilde güçlü talep koşulları altında yıllık bazda artış göstermiştir. Bu gelişmeler neticesinde, Tüpraş'ın net rafineri marjı, ürün marjlarındaki olumlu görünümle birlikte 3Ç2025'te 9,7\$/varil (3Ç2024: 6,8 \$/varil; 2Ç2025: 5,3\$/varil) seviyesinde gerçekleşmiştir. Ürün marjlarındaki yukarı yönlü hareketlerde arz yönlü faktörler belirleyici olmuştur.

Beklentiler güncellendi...

Tüpraş, 2025 yılına ilişkin beklentilerini güncellemiştir. Şirket, net rafineri marjı öngörüsünü -önceki 5-6 \$/varil aralığı- 6-6,5 \$/varil aralığına yükseltmiştir. Operasyonel tarafta ise beklentilerde herhangi bir revizyona gidilmemiştir. Buna göre, 2025 yılı için yaklaşık 26mn ton üretim, %90-95 bandında kapasite kullanımı ve yaklaşık 30mn ton satış beklentisi korunmaktadır. Yatırım harcamaları tarafında ise Şirket, 2025 yılına ilişkin konsolide yatırım harcaması beklentisini yaklaşık 480mn USD (önceki 600mn USD) seviyesine revize etmiştir.

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi 9A2025 gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2025 yılsonu satış gelirleri tahminimiz 787.594mn TL iken, FAVÖK marjı tahminimiz de %7,8 seviyesindedir.

Finansal Tahminler (mn TL)	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	810.386	787.594	899.136
FAVÖK	50.704	61.066	70.549
Net Kar	18.315	32.265	41.530
FAVÖK Marjı	6,3%	7,8%	7,8%
Net Kar Marjı	2,3%	4,1%	4,6%

Kaynak: Ziraat Yatırım
T: Tahmin

Tüpraş için hedef hisse fiyatını 280,50TL olarak güncelliyor ve "AL" önerimizi koruyoruz...

Tüpraş'ın tahmini değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak, **540.474mn TL**'ye; hedef hisse fiyatını da 230,00TL'den **280,50TL**'ye yükseltiyoruz. Tüpraş hisseleri güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %29,2 oranında iskontoyla işlem görmesine bağlı olarak da daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%1 büyüme)	564.166
*Benzer Şirket Karşılaştırması	(2026T F/K 8,8x, FD/FAVÖK 6,4x)	445.704
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	540.474
Hedef Hisse Fiyatı		280,50
**Tüpraş Hisse Fiyatı		198,70
İskonto Oranı		29,2%

Kaynak: Bloomberg, **03.11.2025 kapanış fiyatı

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2022	2023	2024	9A2024	9A2025	%Değ
DÖNEN VARLIKLAR	197.510	290.418	232.787	230.879	269.993	16,9%
Nakit ve Nakit Benzerleri	82.008	141.525	92.234	103.039	117.091	13,6%
Ticari Alacaklar	35.290	58.386	46.499	40.361	55.573	37,7%
Diğer Alacaklar	67	184	239	427	690	61,6%
Stoklar	59.453	64.197	75.606	63.775	62.563	-1,9%
Diğer Dönen Varlıklar	20.692	26.125	18.208	23.277	34.076	46,4%
DURAN VARLIKLAR	150.191	239.156	336.825	221.707	340.148	53,4%
Finansal Yatırımlar	130	505	807	535	827	54,7%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	7.571	11.975	16.373	11.129	16.524	48,5%
Maddi Duran Varlıklar	128.588	193.236	283.673	181.583	285.545	57,3%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.809	6.144	7.639	5.588	9.373	67,8%
Diğer Duran Varlıklar	11.092	27.297	28.334	22.872	27.878	21,9%
TOPLAM AKTİFLER	347.700	529.573	569.612	452.587	610.140	34,8%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	130.004	224.179	186.600	190.711	214.108	12,3%
Finansal Borçlar	1.423	3.404	4.728	5.703	1.790	-68,6%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	18.341	39.864	6.628	26.710	12.771	-52,2%
Ticari Borçlar	86.839	141.428	130.297	106.048	126.009	18,8%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	23.401	39.483	44.947	52.250	73.539	40,7%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	38.284	12.391	23.971	16.767	47.577	183,8%
Finansal Borçlar	35.055	7.736	12.461	12.971	28.100	116,6%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	3.230	4.655	11.510	3.795	19.477	a.d.
ÖZSERMAYE	179.413	293.004	359.041	245.109	348.455	42,2%
Ödenmiş Sermaye	275	1.927	1.927	1.927	1.927	a.d.
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	88.765	161.659	232.527	174.445	225.493	29,3%
Net Dönem Karı/Zararı	61.314	77.354	22.973	13.573	21.823	60,8%
Diğer	27.531	48.920	96.556	51.764	93.879	81,4%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.528	3.144	5.058	3.400	5.334	56,9%
TOPLAM PASİFLER	347.700	529.573	569.612	452.587	610.140	34,8%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2022	2023	2024	9A2024	9A2025	%Değ
SATIŞLAR	916.751	991.203	810.386	798.874	598.344	-25,1%
Satışların Maliyeti (-)	803.671	832.772	742.355	727.791	540.516	-25,7%
BRÜT KAR/ZARAR	113.080	158.431	68.030	71.082	57.828	-18,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	8.653	18.567	16.655	16.762	14.748	-12,0%
Pazarlama Giderleri (-)	7.292	9.263	9.966	9.991	7.334	-26,6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	214,1	404,2	320,7	427	363	-14,9%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-20.668	-23.893	-5.378	-6.841	-5.479	a.d.
FAALİYET KARİ/ZARARI	76.253	106.303	35.710	37.062	29.904	-19,3%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-7.548	119	-16	-18	-2	a.d.
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-13.461	-7.499	9.192	9.967	2.786	-72,1%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	-16	1.518	1.442	1.094	1.110	1,5%
Net parasal Poz. Kazanç./Kayıpları	13.280	-16.961	-14.583	-16.793	-2.551	a.d.
Vergi Gideri/Geliri (-)	6.963	5.700	12.712	12.826	9.240	-28,0%
NET DÖNEM KARİ/ZARARI	61.545	77.780	19.034	18.485	22.007	19,0%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	61.314	77.354	18.315	18.092	21.823	20,6%

a.d.: anlamlı değil, Tüpraş

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri