

Tüpraş

Hasılatın beklentilerin altında kalmasına karşılık FAVÖK beklentileri aştı

Esra UZUN ÖZBASKIN
Analist
euzun@sekeryatirim.com

Tüpraş enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 1Ç25'te 172mn TL piyasa beklentisine ve 53mn TL beklentimize paralel 97mn TL net kar elde etti (1Ç24: 442mn TL, -%78). Bu çeyrekte azalan maliyetlere karşın operasyonel giderler yüksek seyretti. 736mn TL net finansman gelirine karşın 2.045mn TL parasal kayıp pozisyonu ve 2.413mn TL vergi gideri net karı baskıladı.

1Ç25'te %83 kapasite kullanım oranı ile 5,9mn ton üretim gerçekleşti. Satış hacmi ise 6,4mn ton (yıllık %9 düşüş) seviyesinde gerçekleşti. Geçen yılın aynı dönemine kıyasla yurt içi satışlar %5 ihracat %10 geriledi. Şirket'in TMS-29 etkisi dâhil net satış gelirleri bizim 173,936mn TL ve piyasanın 170,800mn TL beklentisinin altında 1Ç24'e göre %31 düşüşle 158.623mn TL oldu.

1Ç25'te Orta distilat ürün marjları yüksek stok seviyeleri dolayısıyla yıllık olarak düşse dahi; artan talep sayesinde çeyrekssel bazda artış gösterdi. Motorin marjı 17,3/v olurken (4Ç24: 16,1; 1Ç24: 26,5) jet yakıtı marjı 14,5\$/v (4Ç24: 13,3; 1Ç24: 23,7) oldu. Benzin ürün marjı 4Ç24'deki 11,9\$/v'ye kıyasla 12,5\$/v'e iyileşti. YKFO ürün marjı, kompleks rafinerilerin artan talebine karşı düşük arz seviyeleri nedeniyle yüksek seyrine devam etti ve -7,7\$/v (4Ç24: -7,4, 1Ç24: -16,2) oldu.

İyileşen beyaz ürün verimi ve enerji maliyetlerinde düşüş; düşük ürün crackleri ve daralan diferansiyellere rağmen vergi öncesi karı destekledi.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, bizim 8,184 TL beklentimizin ve piyasanın 8,745mn TL beklentisinin üzerinde 1Ç25'te 9.751mn TL (1Ç24: 13.067mn TL -%25 YoY) seviyesine ulaştı. FAVÖK marjı %6,1 oldu (1Ç24: %5,7).

Net nakit pozisyonu korunuyor.. Tüpraş, 28 Mart'ta gerçekleşen temettü ödemesine karşın nakit pozisyonunu korudu. Net nakit pozisyonu 12/2024 sonundaki 60.035mn TL'den 25.596mn TL'ye geriledi. Net Borç/FAVÖK rasyosu -0,5x seviyesinde gerçekleşti.

2025 beklentileri korundu: Tüpraş 2025 yılında 5-6\$/v aralığında rafineri marjı gerçekleşmesi bekliyor. 2024 yılına benzer şekilde; yaklaşık 26 milyon ton üretim ve yaklaşık 30 milyon ton satış hacmi bekleniyor. KKO'nun ortalama %90-95 aralığında gerçekleşmesi beklenirken, 600mn USD yatırım harcaması öngörülüyor.

Temettü: Şirket, 2024 yılı net karından dağıtılacak temettünün ilk taksidini (pay başına brüt 7,78 TL) ödedi. İkinci taksit 30 Eylül 2025'te ödenecek (pay başına brüt 7,42 TL). Toplamda pay başına brüt 15,2065 TL temettü ödemesi gerçekleşecek.

Makroekonomik tahminlerimizde ve değerlemede kullandığımız risksiz faiz oranında yaptığımız değişiklikler sonrası, Tüpraş hissesi için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 205,15 TL seviyesinden 192,27 TL seviyesine revize ediyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %53 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz

AL
Hedef Fiyat: 192,27 TL
Önceki Hedef Fiyat: 205,15 TL
Yükseliş potansiyeli: %53

	TL	US\$
Fiyat	125,10	3,26
BİST 100	9.225	240
US\$ (MB Alış):	38,3403	
52 Hafta Yüksek:	179,38	5,56
52 Hafta Düşük:	116,36	3,20
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS	

	1.927	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Hisse Senedi Sayısı (Mn):			
Piyasa Değeri:	241.042		6.283
Halka Açık PD:	118.111		3.078

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-9,3	-27,4	-6,7
US\$ Getiri (%):	-10,4	-38,6	-14,4
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-5,1	-20,6	-0,6
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	3.148,0		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	92,2		

Beta	1,16
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,26
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,25

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46,4
Diğer	46,8
Koç Holding A.Ş.	6,8
Toplam	100,0



Tüpraş ayrıca 2021 yılında yayımladığı **Stratejik Dönüşüm Planına** ilişkin güncelleme yayımladı.

Raporda yer alan değişiklikler;

Tüpraş Sektör Öngörülleri:

- Türkiye fosil yakıt tüketimi zirve noktasına 2035'te ulaşacak. (2021 SDP: 2030)
- 2021 SDP'den farklı olarak talep beklentisine iki tekerlekli araçlar ve tarım araçları gibi araçlar dahil edildi ve şu ana kadar elde edilen büyümeye bağlı olarak kara taşımacılığı talebindeki artış yansıtıldı. (2021 SDP 2050 Talep beklentisi: 52 mtoe)
- Hidrojen, 2040 itibarıyla büyüme sürecine girecek. (2021 SDP: 2030)
- Motorin kısmen H2 ile yer değiştirirken, mevcut yerli rafinaj kapasitesine olan ihtiyaç devam edecek.
- 2040 yılından önce binek araçlar arasında elektrikli araçlar öncü araç konumuna gelecek.
- Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF) 2035 yılına kadar havacılık yakıtı talebinin ~%10unu oluşturacak. (2021 SDP: 2030)

Tüpraş faaliyet alanlarına göre beklentilerini revize etti;

Sürdürülebilir Rafinaj:

2022-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 2,3mr Dolar (2021 SDP)

2025-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 3,9 mr Dolar olarak güncellendi.

2022-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 13mr Dolar (2021 SDP)

2025-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 13mr Dolar olarak iyileşti. (2022-24 arasında 7,1mr Dolar FAVÖK elde edildi)

Sıfır Karbon Elektrik:

2022-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 1,3mr Dolar (2021 SDP)

2025-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 2,8 mr Dolar olarak güncellendi.

2022-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 400mn Dolar (2021 SDP)

2025-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 2,0mr Dolar olarak iyileşti.

Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı:

2022-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 600mn Dolar (2021 SDP)

2025-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 800mn Dolar olarak güncellendi.

2022-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 1,1mn Dolar (2021 SDP)

2025-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 1,9mr Dolar olarak iyileşti.

Yeşil Hidrojen:

2022-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 690mn Dolar (2021 SDP)

2025-35 Yatırım Harcamaları beklentisi 750mn Dolar olarak güncellendi.

2022-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 640mn Dolar (2021 SDP)

2025-35 FAVÖK beklentisi yaklaşık 300mn Dolar olarak iyileşti.

Stratejik Dönüşüm Planı'nın uygulanmasıyla, 2024 yılında 1.457mn Dolar olan FAVÖK'ün 2030 yılı itibarıyla 1.700mn USD'ye ulaşması bekleniyor. Şirket, %80 temettü ödeme politikasını sürdürecektir. (2025-2035 yılları arasında 6 milyar dolar temettü dağıtımını öngörülmüyor) Net Borç/FAVÖK rasyosunun 2.0x'in altında, Yatırım Harcamaları/FAVÖK oranının 0.5x'in altında seyretmesi hedefleniyor.

*Rakamlara enflasyon muhasebesi kapsamında TMS-29 düzeltmeleri uygulanmamıştır.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu (TMS-29 Etkisi Dahil)

(milyon TL)	1Ç24	1Ç25	Yıllık	4Ç24	1Ç25	Çeyreklik
Satış Gelirleri	228.525	158.623	-30,6%	190.932	158.623	-16,9%
Brüt Kar	18.195	13.165	-27,6%	12.502	13.165	5,3%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,3%</i>		<i>6,5%</i>	<i>8,3%</i>	
Operasyonel Kar	10.112	6.748	-33,3%	6.698	6.748	0,8%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,3%</i>		<i>3,5%</i>	<i>4,3%</i>	
FAVÖK	13.067	9.751	-25,4%	8.862	9.751	10,0%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,1%</i>		<i>4,6%</i>	<i>6,1%</i>	
Net Kar	442	97	-78,1%	57.765	97	-99,8%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>		<i>30,3%</i>	<i>0,1%</i>	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2024/12	2025/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	248.919	248.876	0%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.703	7.734	15%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	39.938	40.141	1%
Ticari Alacaklar	40.802	44.436	9%
Hazır Değerler	80.934	46.671	-42%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	82.531	88.042	7%
Toplam Aktifler	499.826	475.900	-5%
Uzun Vadeli Borçlar	10.934	11.229	3%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.100	12.625	25%
Kısa Vadeli Borçlar	4.149	4.649	12%
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	114.334	90.819	-21%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45.256	70.069	55%
Toplam Yükümlülükler	184.774	189.391	2%
Toplam Özsermaye	315.053	286.509	-9%
Toplam Pasifler	499.826	475.900	-5%

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/12	2024/03	2025/03	%Değ
Net Satışlar	891.935	228.525	158.623	(31)
SMM	817.058	210.330	145.458	(31)
Brüt Kâr	74.876	18.195	13.165	(28)
Faaliyet Giderleri	29.654	8.083	6.417	(21)
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	45.223	10.112	6.748	(33)
Net Diğer Gelir/(Gider)	(5.919)	(4.616)	(2.857)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(17)	(0)	7	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	10.117	4.475	736	(84)
Net Parasal Pozisyon Kazanç / (Kayıp)	-14.583	-7.747	-2.045	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.587	389	(56)	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	34.940	2.613	2.533	(3)
Vergi	13.991	2.040	2.413	18
Net Kâr/(Zarar)	20.949	573	120	(79)
Azınlık Payları	791	131	23	(82,4)
Ana Ortaklık Payları	20.158	442	97	(78,1)

TUPRS

Kaynak: Şeker Yatırım

Şeker Yatırım

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL

Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com