

Tüpraş

Net kar piyasa beklentisini aştı...

Osman Furkan Özdemir

Analist

oozdemir@sekeryatirim.com

Tüpraş enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 3Ç25'te 12.162mn TL net dönem kârı açıklamıştır. Bu rakam, piyasa medyan beklentisi olan 10.931mn TL'nin %11 üzerinde gerçekleşmiştir (3Ç24: 10.322mn TL). Artan operasyonel kârlılık, stok değerlendirme etkisi, güçlü ürün marjları ve finansman gelirlerindeki pozitif katkı, net kâr performansının beklentileri aşmasında etkili olmuştur.

Tüpraş 3Ç25'te geçen yılın aynı dönemine göre net satış gelirleri %16 azalarak 220.666mn TL seviyesinde gerçekleşirken, bu tutar piyasa medyan beklentisi olan 207.985mn TL'nin %6 üzerinde gerçekleşmiştir (3Ç24: 261.553mn TL). Tüpraş'ın 3Ç25 döneminde kapasite kullanım oranı %100 seviyesinde gerçekleşmiş, bu oranla şirket küresel ortalamanın üzerinde performans göstermiştir. Şirket'in üretim miktarı 3Ç25'de 7,2mn ton seviyesinde gerçekleşirken, satış hacmi aynı dönemde 8,0mn ton olarak gerçekleşmiştir. Miktar bazında yurt içi satışlar 3Ç25'de yıllık bazda %4 artarken, artışa en büyük katkı yıllık bazda %15 artış gösteren benzin satışlarından gelmiştir.

Şirket'in FAVÖK rakamı, 3Ç25'te 19.787mn TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa medyan beklentisi olan 19.198mn TL'nin %3 üzerinde oluşmuştur (3Ç24: 19.999mn TL). Şirket'in FAVÖK marjı %7,6'dan %9,0'a yükselmiştir. Şirket ayrıca yatırımcı sunumunda, uluslararası uygulamalarda yaygın olduğu üzere, ticari alacak ve borçların kur farkı etkilerini FAVÖK hesabı dışında bırakarak hesaplanan düzeltilmiş FAVÖK tutarını 20.543mn TL olarak paylaşmıştır. Bu çeyrekte güçlü ürün marjları, daralan ham petrol fiyat farkları, pozitif stok etkisi ve enerji maliyetlerindeki görece istikrar, faaliyet kârlılığını desteklemiştir.

Operasyonel gelişmeler... Küresel petrol piyasasında 3Ç25 döneminde orta distilat ürünlerine yönelik talep artışı devam etmiştir. Sanayi ve taşımacılık sektörlerindeki güçlü tüketim, mevsimsel olarak yüksek seyreden stoklarla birlikte orta distilat ürün marjlarını 23\$/v seviyesine taşımıştır. Türkiye'de akaryakıt talebi %16,9 benzin ve %12,1 jet yakıtı artışlarıyla yıllık bazda yükselmiştir. YKFO ürün marjı, arz kısıtlamaları nedeniyle yüksek seviyesini korumuş; OPEC+'ın üretim artışı kararına rağmen bölgesel gerilimler ve yaptırımlar, ham petrol fiyat farklarının daralmasına neden olmuştur. Bu tablo, Tüpraş'ın güçlü ürün marj ortamından tam kapasiteyle faydalanmasını sağlamıştır.

AL
Hedef Fiyat: 237,80 TL
Önceki Hedef Fiyat: 237,80 TL
Kazandırma Potansiyeli: %20

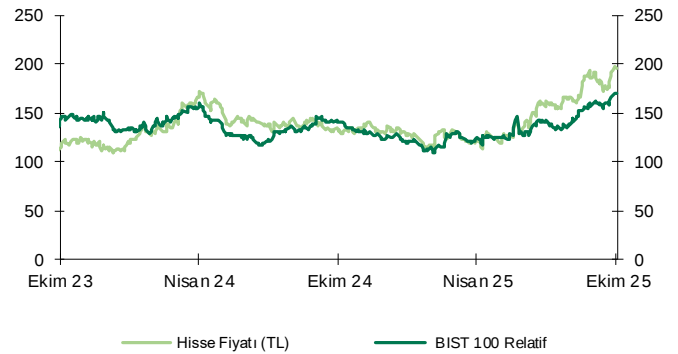
	TL	US\$
Fiyat	197,60	4,72
BİST 100	10.972	262
US\$ (MB Alış):	41,97	
52 Hafta Yüksek:	197,60	4,72
52 Hafta Düşük:	112,26	2,93
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.926,8	(TL Mn) (US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	379.001	9.052
Halka Açık PD (TL Mn):	185.710	4.435

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	6,1	45,2	52,5
US\$ Getiri (%):	4,9	18,6	28,3
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	6,5	17,3	36,6
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	2.875,41		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	75,31		

Beta	0,78
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,31
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,25

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46,40
Koç Holding A.Ş.	6,35
Koç Ailesi Tarafından Sahip Olunan Şirketler	0,47
Halka Açık Kısım	46,78
Toplam	100,00



Üretim ve Ürün Karması: Üretim ve ürün karması tarafında beyaz ürün verimi 3Ç25’de %81,5’e yükselmiş (3Ç24: %79,5) ve orta distilat ürünlerin toplam payı %55’e ulaşmıştır. Motorin üretiminin toplam içindeki payı ise %36 seviyesine yükselirken, siyah ürün oranı %19’dan %17’ye gerilemiştir. Motorin ithalatı 630 bin tondan 400 bin tona düşerken, jet yakıtında ithalat ihtiyacı ortadan kalkmıştır. Benzin ve ara ürün (ASRFO, HVGO) ithalatlarında sınırlı artış görülmüştür. Bu tablo, Tüpraş’ın yerli üretim oranını artırarak dışa bağımlılığı azalttığını ve güçlü iç talep koşullarına etkin biçimde yanıt verebildiğini göstermektedir.

Net borç ve işletme sermayesi... Tüpraş’ın net nakit pozisyonu 3Ç25 sonunda 74,4 milyar TL’ye yükselmiştir. Şirket, ikinci çeyrekteki 1,2 milyar USD’lik net nakit pozisyonunu 1,8 milyar USD’ye çıkarmıştır. Toplam nakit varlıklar 117,1 milyar TL düzeyinde olup, bu tutarın önemli kısmı döviz cinsindedir, dolayısıyla ithalat yükümlülüklerine karşı doğal bir koruma işlevi görmektedir. Net borç/FAVÖK oranı -1,3x seviyesine gerilerken, borç vade yapısının uzun olması (1 yıl içinde 14,6 milyar TL, 3 yıl üzeri 15,8 milyar TL) likidite riskini sınırlamaktadır. İşletme sermayesinin -7,9 milyar TL’ye gerilemesi stok ve alacak yönetiminde iyileşmeyi gösterirken, +25,9mn USD net döviz pozisyonu ile şirketin bilançosu kur riskine karşı dengeli kalmaya devam etmiştir.

Şirket 2025 Beklentileri... Şirket, 2025 yılına ilişkin hedeflerinde herhangi bir revizyona gitmemiştir. Şirket 2025 yıl sonu için 6-6,5\$/varil net rafineri marjı, yaklaşık 26mn ton üretim, 30mn ton satış hacmi ve %90-95 kapasite kullanım oranı beklentilerini korumuştur. 9A25 itibarıyla net rafineri marjı 9,7\$/varil ile hedefin üzerinde gerçekleşmiş, bu performans orta distilat ürünlere yönelik güçlü talep ve düşük stok seviyeleriyle desteklenmiştir. Yılın ilk dokuz ayında 316mn USD yatırım harcaması yapılmış olup, bu tutar yıllık hedefin (480mn USD) yaklaşık %66’sına denk gelmektedir. Yatırımların önemli kısmı bakım-onarım, enerji verimliliği ve sürdürülebilirlik projelerine yönelmiştir.

3Ç25 finansalları sonrası, 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 237,80 TL seviyesinde sabit bırakıyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %20 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları ile ilgili olarak “AL” tavsiyemizi koruyoruz.

Tablo 1: Finansallar

Milyon TL	9A24	9A25	Yıllık	3Ç24	3Ç25	Yıllık
Satış Gelirleri	798.874	598.344	-25,1%	261.553	220.666	-15,6%
Brüt Kar	71.082	57.828	-18,6%	25.039	23.660	-5,5%
Brüt Kar Marjı	8,9%	9,7%		9,6%	10,7%	
Operasyonel Kar	43.903	35.383	-19,4%	17.033	16.300	A.D.
Operasyonel Kar Marjı	5,5%	5,9%		6,5%	7,4%	
FAVÖK	53.498	45.832	-14,3%	19.999	19.787	-1,1%
FAVÖK Marjı	6,7%	7,7%		7,6%	9,0%	
Net Kar	18.092	21.823	A.D.	10.322	12.162	A.D.
Net Kar Marjı	2,3%	3,6%		3,9%	5,5%	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2024/12K	2025/09K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	283.673	285.545	1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.639	9.373	23
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	45.514	45.229	(1)
Ticari Alacaklar	46.499	55.573	20
Hazır Değerler	92.234	117.091	27
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	94.054	97.329	3
Toplam Aktifler	569.612	610.140	7
Uzun Vadeli Borçlar	12.461	28.100	126
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.510	19.477	69
Kısa Vadeli Borçlar	11.356	14.560	28
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	130.297	126.009	(3)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	44.947	73.539	64
Toplam Yükümlülükler	210.572	261.685	24
Toplam Özsermaye	359.041	348.455	(3)
Toplam Pasifler	569.612	610.140	7

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/09K	2025/09K	%Değ
Net Satışlar	798.874	598.344	(25)
SMM	727.791	540.516	(26)
Brüt Kâr	71.082	57.828	(19)
Faaliyet Giderleri	27.179	22.445	(17)
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	37.062	29.904	(19)
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	(6.841)	(5.479)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(18)	(2)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	9.967	2.786	(72)
Parasal Kazanç/Kayıp	(16.793)	(2.551)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar	1.094	1.110	2
Vergi Öncesi Kâr	31.312	31.247	(0)
Vergi	12.826	9.240	(28)
Net Kâr/(Zarar)	18.485	22.007	19
Azınlık Payları	394	184	(53)
Ana Ortaklık Payları	18.092	21.823	20,6

TUPRS

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan 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 ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler 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