

Tüpraş / TUPRS – 4Ç25 BİLANÇO ANALİZ

Tüpraş Net Kar Yazmaya Devam Ediyor

Tüpraş (TUPRS) 3.çeyrek döneminde 6.750 milyon TL net dönem karı açıkladı. Net kar yıllık bazda %32,5 artış gösterirken, bir önceki çeyreğe göre %46,8 düşüş gösterdi. Net kar marjı yıllık bazda 1.0 artış göstererek %3,3 seviyesinde gerçekleşti. Ciroda gerileme yaşansa da satışların maliyetinin daha yüksek oranda azalması, brüt karlılığı destekledi. Vergi giderindeki artış net kar üzerinde baskı yaratmaya devam ederken, geçen yıla göre azalan net parasal kayıp karlılığı destekledi.

2025 yılı geneline baktığımızda, şirketin satışlarında %21,7'lik daralma görüldü. Operasyonel gider baskısı geçen yıla göre hafif azaldı. Tüpraş, esas faaliyetlerinden geçen yıla göre %11,8'lik azalışla 47.447 milyon TL kar elde etti. Faaliyet dışı kalemlerde ise net finansman gelirinde yaşanan düşüş karlılığı baskılamakta, vergi giderinin geçen yıla göre azalması ve bir önceki yıl 19.087 milyon TL seviyesinde gerçekleşen net parasal kaybın 3.476 milyon TL seviyesine gerilemesi, net dönem karının 2025 yılı genelinde 29.872 milyon TL'ye yükselmesine katkı sağlayan başlıca unsurlar oldu.

Olumlu Gelişmeler

- **Net rafineri marjı hedefin üzerinde gerçekleşti:** Tüpraş net rafineri marjı 4Ç25 döneminde şirket beklentisinin üzerinde 8,6 \$/v olarak gerçekleşti.2025 yılı genelinde ise 7,0 \$/v oldu. Şirketin yılsonu beklentisi 6-6,5 \$/v seviyesinde bulunuyordu.
- **Kapasite kullanım oranı beklentiye paralel gerçekleşti:** Şirketin kapasite kullanım oranı 2025 yılında %93,6 oldu. Beklenti %90-95 aralığında bulunuyordu.
- **Net parasal pozisyon kaybının azalması:** Şirketin 2024 yılında 19.087 milyon TL seviyesinde gerçekleşen net parasal kaybı 2025 yılında 3.476 milyon TL seviyesine geriledi.
- **Operasyonlar beklentiye karşılıdı:** Tüpraş 2025 yılında 26,9 milyon ton üretim gerçekleştirdi. (12A25 beklenti:26 milyon ton). Toplam satış ise 29,4 milyon ton oldu.(12A25 beklenti:30 milyon ton).

Olumsuz Gelişmeler

- **Ciro daraldı:** 2025 yılı genelinde satış gelirleri %22 daralarak 830.356 milyon TL seviyesinde gerçekleşti.
- **Net finansman geliri azaldı:** Şirketin net finansman geliri 4Ç25 döneminde %14 azalarak 1.402 milyon TL oldu.
- **Net nakit pozisyonu azaldı:** Şirketin net nakit pozisyonu bir önceki çeyrek 77.672 milyon TL seviyesindeyken, 2025 yılsonu itibarıyla 56.987 milyon TL seviyesine geriledi.

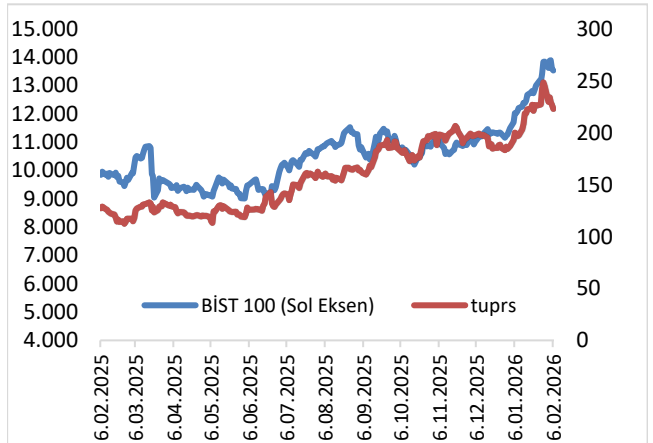
SINIRLI POZİTİF

Tavsiye	TUT
Hedef Fiyat, TL	273,00 TL
Güncel Fiyat, TL	223,00 TL
Getiri Potansiyeli %	22
Bugünkü Sermaye (bin TL)	1.926.796
Halka Açık Sermaye	944.130
Halka Açıklık Oranı	%49

Piyasa Çarpanları

F/K	14,55
PD/DD	1,18
FD/NS	0,45

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	2025/12	2024/12	Değ.(%)
Net Satışlar	830.356	1.060.730	-21,72
Satışların Maliyeti	749.124	971.684	-22,90
Brüt Kâr	81.232	89.046	-8,78
Faaliyet Giderleri	33.785	35.265	-4,20
Esas Faaliyet Kârı	47.447	53.781	-11,78
FAVÖK	62.073	0	a.d
Vergi Öncesi Kâr	43.769	41.552	5,33
Ana Ortaklık Net Kâr	29.523	23.973	23,15
Oranlar	2025/12	2024/12	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	9,78	8,39	1,4
Aktif Karlılık (%)	4,98	3,72	1,3
FAVÖK Marjı (%)	7,48	6,26	1,2
Net Kar Marjı (%)	3,56	2,26	1,3



2026 yılı beklentileri: Tüpraş, 2026 yılında net rafineri marjının varil başına 6–7 \$/v seviyesinde gerçekleşmesi, yaklaşık 29 milyon ton yıllık üretim ve yaklaşık 30 milyon ton yıllık satış hacmine ulaşılması, ortalama kapasite kullanım oranının ise %95–100 aralığında seyretmesini öngörüyor; buna ek olarak konsolide yatırım harcamalarının yaklaşık 700 milyon ABD doları seviyesinde olması hedeflenmektedir.

Değerlendirme & Hedef Fiyat

Tüpraş'ın 2025 yılı son çeyreğinde açıklamış olduğu finansalları sınırlı pozitif buluyoruz. Şirket piyasa beklentisinin üzerinde net dönem karı açıkladı (4Ç25 Beklenti: 4,98 mr TL). Ton bazında satışlarda ciddi bir gerileme görülme de ton başına gelirden yaşanan düşüş ciroyu olumsuz etkiledi. Satış gelirlerinde yıllık bazda daralma görülse de operasyonel verimliliğin korunması ve satışların maliyetinde yaşanan gerileme, faaliyet karlılığını destekledi. Yılın son çeyreğinde ürün marjlarındaki güçlü görünümün korunması, stok etkisinin pozitif katkısı ve parasal kaybın geçen yıla göre daralması VÖK'ün bu dönemde artış göstermesine katkı sağladı. 4Ç25 döneminde 11.161 milyon TL vergi öncesi kar elde edildi.

Şirketin net nakdi 2025 yılsonu itibarıyla 57 milyar TL'ye gerilese de güçlü nakit yapısının devam ettiği söylemek mümkün. Buna istinaden net borç/FAVÖK rasyosu ise -0,9x seviyesinde bulunuyor. Şirketin 2026 yılı hedeflerine bakıldığında çok güçlü bir yıl beklentisi bulunmuyor. 2025 yılı reel anlamda düşük ciro ve FAVÖK ile geçildi. Ancak kar marjlarındaki iyileşme ve net parasal pozisyon zararının gerilemesi, net kardaki büyümede etkili oldu. TUPRS için İNA modelimize göre hesapladığımız hedef fiyatımızı 273 TL seviyesinde koruyoruz.

Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	2025/12	2025/09	2024/12	Değişim(%)
Net Satışlar	830.356	598.344	1.060.730	-21,72
Yurt İçi Satış	695.503	498.960	880.708	-21,03
Yurt Dışı Satış	145.678	107.010	192.073	-24,16
Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Satışların Maliyeti	749.124	540.516	971.684	-22,90
İskontolar	10.666,70	7.488,19	11.658,46	-8,51
İndirimler	157,93	137,62	392,34	-59,75
Brüt Kâr	81.232	57.828	89.046	-8,78
Faaliyet Giderleri	33.785	22.445	35.265	-4,20
Esas Faaliyet Kârı	47.447	35.383	53.781	-11,78
Amortisman	14.626	10.448	12.587	16,20
FAVÖK	62.073	45.832	0	a.d
Vergi Öncesi Kâr	43.769	31.247	41.552	5,33
Ana Ortaklık Net Kâr	29.523	21.823	23.973	23,15

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.