

Tüpraş

09/02/2026

2025 4.Ç Mali Tablo Analizi

TUT

Yükselme Potansiyeli 17%

Beklenti üstü net kar ve 2026 net rafineri marjı beklentisini olumlu karşılacak da konsensüsün altında kalan FAVÖK, zayıf nakit yaratımı ve yüksek 2026 yatırım harcaması beklentisi nedeniyle 4Ç25 sonuçlarına piyasa tepkisinin nötr kalabileceğini öngörüyoruz. TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımızı 260 TL/hisse seviyesinde korurken, sınırlı getiri potansiyeli doğrultusunda tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz.

Net kar beklentileri aştı. Tüpraş, 4Ç25'te beklentilerin üzerinde (İş Yatırım: 4,9 milyar TL; piyasa: 5,0 milyar TL) 6,8 milyar TL net kar rakamı açıkladı. Vergi giderlerindeki artış ve finansal gelirlerdeki düşüşe rağmen operasyonel performansın güçlü seyri ile parasal giderlerdeki azalma net karın yıllık bazda %33 artmasında etkili oldu. Tahminimizdeki sapmada parasal kayıp ve ertelenmiş vergi giderleri kalemlerinin beklentimizden düşük gelmesi etkili oldu. Ciro beklentilere paralel (İş Yatırım: 199 milyar TL; piyasa: 210 milyar TL) gerçekleşti ve petrol fiyatlarındaki gerileme sonucu yıllık bazda %9 düşüşle 206 milyar TL oldu. FAVÖK bizim tahminimize paralel, piyasa beklentisinin ise hafif altında (İş Yatırım: 14,5 milyar TL; piyasa: 15,5 milyar TL), 4Ç25'te yıllık bazda %35 artışla 14,2 milyar TL olarak gerçekleşti. Ürün marjlarındaki güçlü artış, daralan ağır-hafif ham petrol fiyat makası ve daha yüksek enerji maliyetlerinden kaynaklanan baskıları fazlasıyla telafi etti.

Çeyreklik ve yıllık bazda güçlü ürün marjları. Tüpraş, 4Ç25'te %93 KKO ile 6,7 milyon ton üretim gerçekleştirdi (4Ç24: 6,8 milyon ton) ve 7,0 milyon ton satış hacmine ulaştı (4Ç24: 7,5 milyon ton). Ürün marjları, devam eden jeopolitik gerilimler (Rus şirketlerine uygulanan ilave yaptırımlar, arızı olumsuz etkileyen drone saldırıları), beklenenin üzerinde rafineri bakımları ile sanayi ve taşımacılık sektörlerindeki dirençli tüketim sayesinde hem çeyreklik hem de yıllık bazda belirgin şekilde yükseldi. Türkiye'de yakıt talebi 2025'in ilk 11 ayında güçlü seyretilmiş, benzin talebi üst üste üçüncü yıl çift haneli büyümeye kaydederek yıllık bazda %15,8 artarken, jet yakıtı talebi yüksek havacılık faaliyetleriyle desteklenerek %14,7 arttı. Ağır ham petrol fiyat farkları 4Ç25'te mevsimsellik nedeniyle çeyreklik bazda genişledi; Kerkük boru hattı faaliyete başladı ve Basra ağır ham petrol daha geniş iskontolar sağlamaya devam etti. Ancak farklar yıllık bazda daraldı. Sonuç olarak net rafineri marjı 4Ç25'te 8,6 dolar/varil seviyesinde gerçekleşerek 3Ç25'teki 9,7 dolar/varil seviyesinin gerisinde ancak 4Ç24'teki 4,8 dolar/varil seviyesinin oldukça üzerinde kaldı. Tüpraş, 3Ç25 sonuçlarının ardından yıl sonu beklentisini 6-6,5 dolar/varil seviyesine yükselttikten sonra 2025'i 7,0 dolar/varil ile kapatarak bu beklentiye de aştı.

Net nakit pozisyonunda gerileme. Güçlü operasyonel performansa rağmen işletme sermayesi ihtiyacındaki artış nedeniyle serbest nakit akımı 4Ç25'te negatif 8,0 milyar TL olarak gerçekleşirken, net nakit pozisyonu 3Ç25 sonundaki 77,7 milyar TL'den 4Ç25 sonunda 57,0 milyar TL'ye geriledi. Tüpraş 2025 yılında toplam 476 milyon dolar yatırım harcaması yaptı (2024: 376 milyon dolar).

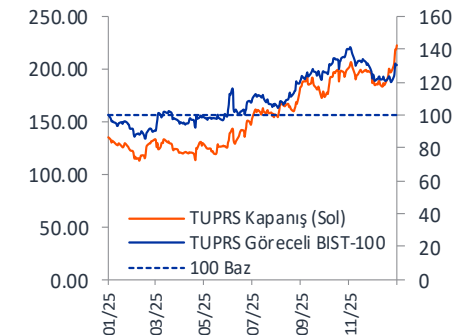
Şirketin 2026 beklentileri. Küresel petrol talebinin 2026'da artması ve net rafineri kapasite artışlarının sınırlı kalması beklenmekte olup bu durum yapısal olarak sıkı bir ürün piyasası görünümüne işaret etmektedir. Yönetim, net rafineri marjı beklentisini 2026 yılı için 6-7 dolar/varil aralığında belirledi (2025G: 7,0 dolar/varil) ve ortalama kapasite kullanım oranının %95-100 civarında olmasını öngörüyor (2025G: %93,6). Üretim 2026 yılında yaklaşık 29 milyon ton (2025G: 26,9 milyon ton), satış ise yaklaşık 30 milyon ton (2025G: 29,4 milyon ton) olarak hedefleniyor. 2026 yılı için yatırım harcaması beklentisi ise 700 milyon dolar (2025G: 476 milyon dolar). Tüpraş, hisse başına net 14,6 TL kar payı dağıtımı yapacak (ilk taksit 8,8 TL, ikinci taksit 5,7 TL), bu da %6,5 temettü verimine karşılık geliyor.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	222.50
12 Aylık Hedef Fiyat	260.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	260.00
Piyasa Değeri (mn)	428,712
Halka Açık PD (mn)	199,308
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	3209.4
Hisse sayısı (Adet mn)	1,927
Takas Saklama Oranı (%)	46
Yabancı Oranı (%)	41

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	19.2	20.7	64.8
ABD \$	17.9	20.0	35.4
BIST-100 Relatif	6.8	7.3	28.4

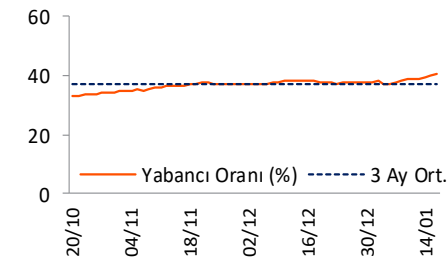
Çarpanlar (\$)	2025	2026	2027
F/K	14.5	13.6	12.5
PD/DD	1.2	1.2	1.1
FD/FAVÖK	5.7	5.4	5.5

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	181.70	222.50
---------------------------	--------	--------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	40.85
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Tüpraş

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	47.25
Enerji Yatırımları Aş	46.4
Koç Holding Anonim Şirketi	6.35

Faaliyet Konusu

Tüpraş, yıllık 30,0 milyon tonluk rafinaj kapasitesinin yanısıra %79,98'ine sahip olduğu DİTAŞ, %40 iştiraki olan Opet Petrolcülük A.Ş. ile birlikte yarattığı katma değer ile Türkiye'nin lider sanayi kuruluşudur.

Değerleme. TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımızı 260 TL olarak koruyor ve sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle tavsiyemizi TUT'a indiriyoruz. Değerlemede emsal çarpanlar ile İNA yöntemlerini %50/%50 ağırlıkla uyguluyoruz. Avrupalı emsal şirketlerin medyan 2026T FD/FAVÖK çarpanı 5,2x seviyesinde; TUPRS hisselerinin tarihsel olarak emsallerine yaklaşık %30 primli fiyatlanmasını da dikkate alarak hedef çarpanımızı 6,0x olarak belirliyoruz. 2026T FAVÖK tahminimiz olan 1,519 milyar dolar ile hedef çarpan bize 9,524 milyar dolar emsal bazlı değerleme veriyor. İNA modelimiz ise %10,3 AOSM (risksiz faiz %7,2, hisse risk primi %5,5, beta 0,8, Borç/Özkaynak %25/%75, borçlanma maliyeti %8,2) ve %1 sonsuz büyüme oranı ile 10,312 milyar dolar hedef değer üretiyor. Bu iki değeri %50/%50 ağırlıklandırırdığımızda nihai hedef piyasa değeri 9,918 milyar dolar oluyor. 2026 yıl sonu için 50,5 dolar/TL kur tahminimiz ile bu değer hisse başına 260TL'ye karşılık geliyor ve son kapanış fiyatına göre %17 yukarı yönlü potansiyel sunuyor. TUPRS hisseleri 2025T 5,4x FD/FAVÖK ve 2026T 5,8x FD/FAVÖK çarpanları ile Avrupalı benzerlerine göre sırasıyla %4/%11 primli işlem görüyor. İleriye bakıldığında, şirketin yenilenebilir enerji ve sürdürülebilir havacılık yakıtı yatırımlarının orta vadede çarpan genişlemesine destek olabileceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, 2026 yılında jeopolitik gerilimlerin tırmanması halinde ürün fiyatlarında oluşacak volatilitenin ilave yukarı yönlü potansiyel yaratma olasılığını not ediyoruz.

Hassasiyet analizi. Değerlememiz net rafineri marjı varsayımları ve hedef çarpan seçimine duyarlı. Baz senaryo varsayımlarımızda (6,5 dolar/varil 2026 net rafineri marjı ve 6,0x hedef çarpan), hedef fiyatımız 260 TL seviyesinde. Rafineri marjı varsayımımızda 1 dolar/varil değişim değerlememizde hisse başına yaklaşık 18-21 TL etki yaratıyor. Benzer şekilde hedef çarpanımızda 0,5x değişim hisse başına yaklaşık 8-12 TL sapma anlamına geliyor. Duyarlılık tablosu, olumsuz bir senaryoda bile (5,5 dolar/varil marj ve 5,5x çarpan) değerlememizin 232 TL seviyesinde kalacağını, iyimser bir durumda ise (7,5 dolar/varil marj ve 6,5x çarpan) hedef fiyatın 291 TL'ye kadar çıkabileceğini gösteriyor.

Hedef Fiyat Hassasiyet Tablosu

		2026 Net Rafineri Marjı (dolar/varil)		
		5.5	6.5	7.5
2026 Hedef FD/FAVÖK	5.5x	232	250	268
	6.0x	241	260	279
	6.5x	249	270	291

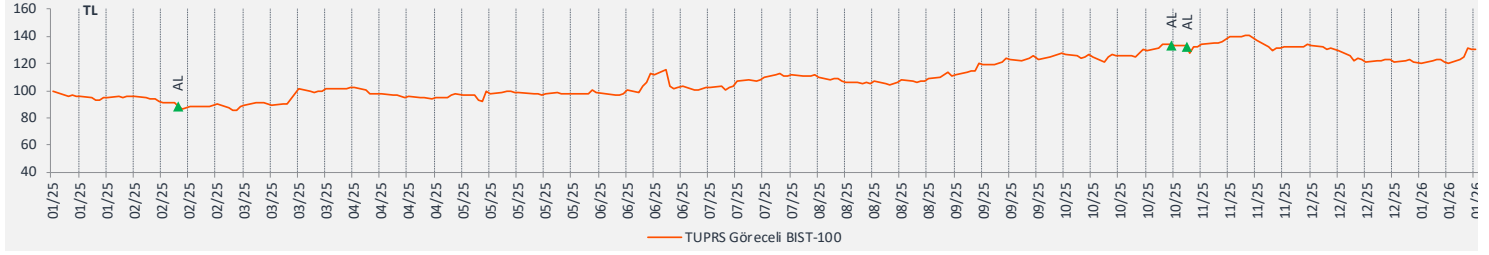
Özet Finansallar

TL mn	UMS - 29						Piyasa	İş Yat.
	4Ç25	4Ç24	Değ.	12A25	12A24	Değ.	4Ç25T	4Ç25T
Ciro	205,953	227,064	-9%	830,356	1,060,730	-22%	209,603	199,434
Brüt Kar	20,886	14,868	40%	81,232	89,046	-9%		
Brüt Kar Marjı	10.1%	6.5%	3.6ppt	9.8%	8.4%	1.4ppt		
Faaliyet Giderleri	-10,363	-6,904	50%	-33,785	-35,265	-4%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-5.0%	-3.0%	-2.0ppt	-4.1%	-3.3%	-0.7ppt		
Faaliyet Geliri	10,523	7,964	32%	47,447	53,781	-12%		
FAVÖK	14,245	10,538	35%	62,073	66,368	-6%	15,525	14,490
FAVÖK Marjı	6.9%	4.6%	2.3ppt	7.5%	6.3%	1.2ppt	7.4%	7.3%
VÖK	11,161	8,877	26%	43,769	41,552	5%		
VÖK Marjı	5.4%	3.9%	1.5ppt	5.3%	3.9%	1.4ppt		
Vergi Gelir/ Gider	-4,253	-3,254	31%	-13,896	-16,639	-16%		
Net Kar	6,750	5,094	33%	29,523	23,973	23%	5,037	4,864
Net Kar Marjı	3.3%	2.2%	1.0ppt	3.6%	2.3%	1.3ppt	2.4%	2.4%

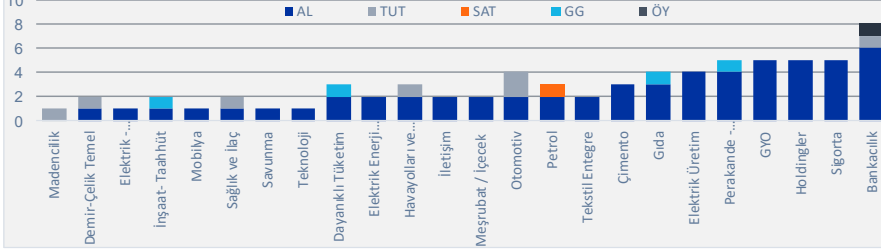
* Bütün rakamlar 4Ç25 sonu satın alma gücüne göre endekslenmiştir.

Tüpraş

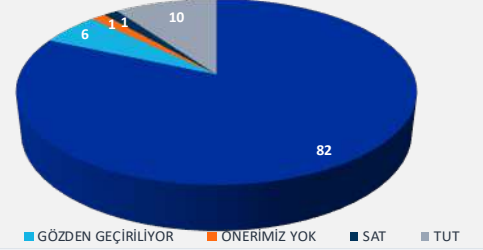
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.