

Bilanço Analizi – 3Ç25

4 Kasım 2025

TACİRLER

YATIRIM

Tüpraş

Tüpraş 3Ç25'te beklentimizin üzerinde 220,7 mlr TL net satış, %9,0 marjla 19,8 mlr TL FAVÖK ve 12,2 mlr TL net kâr açıkladı (Tacirler: 199,1/19,2/11,0). Operasyonel tarafta yaklaşık %100 KKO, ~7,2 mn ton üretim ve ~8,0 mn ton satış ile sezon etkisinin belirginleştiği bir çeyrek oldu. Distilat/benzin lehine ürün karması ve enerji maliyetlerinde normalleşme karlılığı destekledi. Yönetim, 2025 Net Rafineri Marjı (NRM) rehberliğini 5-6'dan 6-6,5 \$/varil'e yükseltirken %90-95 KKO, 26 mn ton üretim ve 30 mn ton satış hedeflerini korudu; yatırım harcamaları (CAPEX) görüşünü 600'den 480 mn \$'a indirdi. Biz de ürün marjlarını yansıttığımız ve NRM /opex-varil varsayımlarını güncellediğimiz modelde 2025 – 2027 FAVÖK patikasını yeniden kalibre ediyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 200,30 TL'den 271,00 TL'ye revize ediyoruz. AL tavsiyemizi koruyor, Tüpraş'ı Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Operasyonel görünüm & marj dinamikleri. Yılın ilk dokuz ayında orta distilat öncülüğünde ürün marjları beş yıllık ortalamanın üzerinde kaldı; yaz döneminde yüksek kapasite kullanımı ve enerji maliyetlerindeki düşüş NRM'i yukarı taşıdı. 3Ç'de motorin/jet/benzin marjları güçlü seyrini sürdürürken fuel-oil zayıf kaldı. Baz senaryomuzda Brent için 60-65 \$/varil bandını esas alıyoruz; OPEC+ arz adımları ve stok dinamikleri 4Ç'de mevsimsellik kaynaklı sınırlı normalleşmeye işaret ediyor.

Lojistik ve iş modeli avantajı. Deniz taşımadaki Ditaş ve demiryolunda Körfez Ulaştırma ile entegre tedarik-dağıtım ağı, operasyonel esnekliği ve birim maliyetleri yapısal olarak iyileştiriyor. NRM denklemi içinde özellikle enerji kalemlerindeki verimlilik kazanımları çeyreksele oynaklığı sınırlamaya devam ediyor. Güçlü operasyonel nakit yaratımı, görünür temettü kapasitesini destekliyor.

Stratejik Dönüşüm & yatırımlar. İzmir'de SAF/yenilenebilir dizel yatırımı ve Entek ile sıfır karbon elektrik hedefleri (2030: 1 GW; 2035: 2,5 GW) orta-uzun vadede nakit akışını çeşitlendirip döngüsellliği yumuşatacak. 2025'te majör bakım penceresinin sınırlı kalması, yüksek KKO ile birlikte operasyonel görünümü destekliyor.

Değerleme & Tez. İNA metodolojimiz, güncellenen NRM/opex varsayımları ve daha düşük yatırım harcamaları rehberliği ile hedef fiyatı 271 TL'ye taşıyor. Temel tezimizi; (i) sağlam bilanço ve güçlü nakit yaratımı, (ii) disiplinli temettü politikası, (iii) kompleksite/lojistik üstünlüğü ve (iv) dönüşüm yatırımlarının yarattığı orta-uzun vadeli değer kaldırıcıları üzerine kuruyoruz.

Katalizörler: yüksek sezonun 4Ç'ye yayılması; Kerkük hattında kapasite artışı; SAF/Ryd ve Entek tarafında görünür ilerleme; 2025'te sınırlı majör bakım. **Başlıca riskler:** distilat/jet marjlarında hızlı normalleşme; plansız duruşlar; enerji maliyetlerinde tersine dönüş; düzenleyici baskılar; jeopolitik ve kur oynaklığı.

TUPRS

AL

12 Aylık Hedef Fiyat
Getiri Potansiyeli

271,00
%36

Pay bilgileri

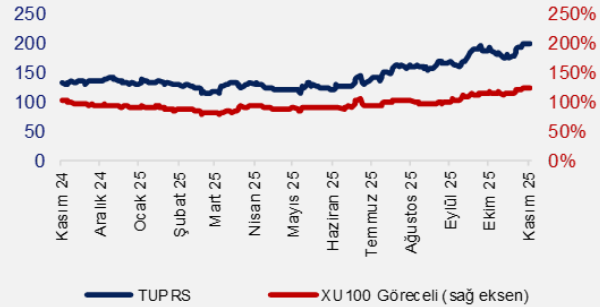
Pay Kodu	TUPRS Tİ
Pay fiyatı (3 Kasım 2025)	198,70
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	112 / 199
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	382.854 - 9.121
Pay adedi (mn)	1.927
Halka Açıklık Oranı	47%
Yabancı Takas Oranı	29%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Rafineriler

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	81,2	83,3	76,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	7%	25%	54%
USD	6%	20%	29%
BIST-100'e göre performans	5%	21%	37%

TL mn	2024	2025T	2026T
Net satışlar	1.016.463	948.284	1.089.412
FAVÖK	63.598	65.366	76.241
Net kâr	22.973	38.945	58.360

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	11,9x	9,8x	6,6x
F/DD	0,8x	1,0x	0,9x
FD/FAVOK	3,3x	4,8x	4,1x



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

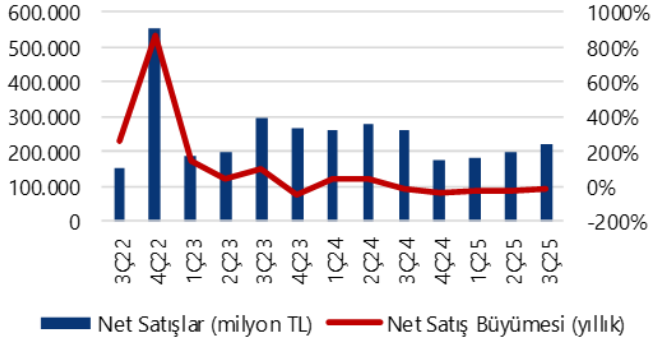
Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

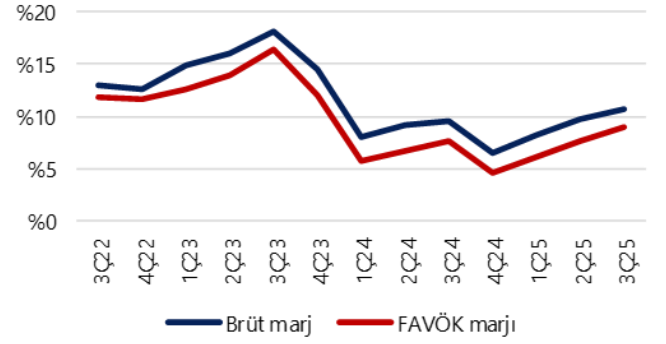
Ana Finansal Göstergeler (Çeyrekssel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



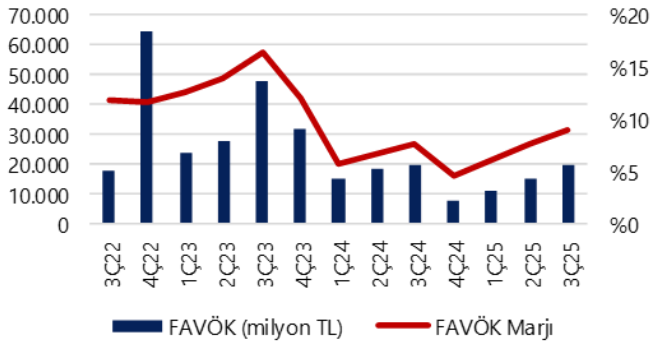
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



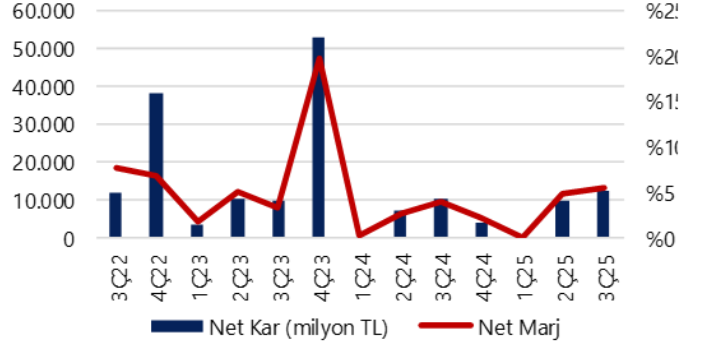
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



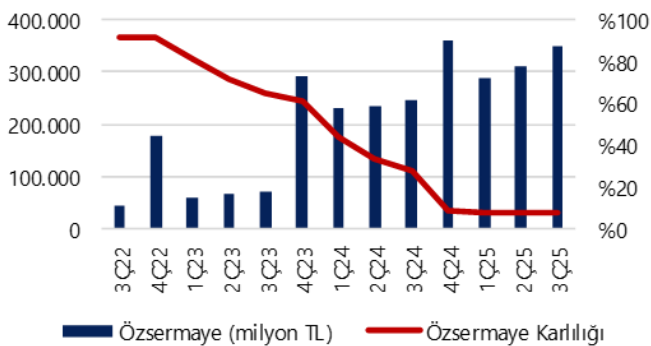
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



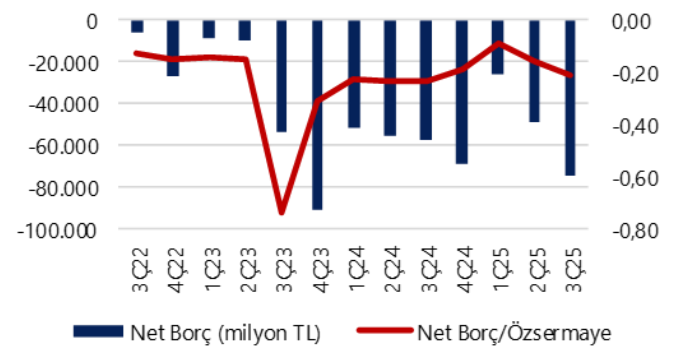
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Ekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, enerji (rafineri & petrokimya),
perakende

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altıay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızık Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Gime - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.