

Bilanço Analizi – 4Ç25

9 Şubat 2026

TACİRLER
YATIRIM

Tüpraş

Tüpraş, 4Ç25'te 206,0 milyar TL net satış (y/y -%9; ç/ç -%11), 14,3 milyar TL FAVÖK (y/y +%35; ç/ç -%31) ve 6,8 milyar TL net kar (y/y +%33; ç/ç -%47) açıkladı (Tacirler: 205,4 milyar TL / 14,6 milyar TL / 6,2 milyar TL; Piyasa: 209,6 milyar TL / 15,5 milyar TL / 5,0 milyar TL). Net satış ve FAVÖK tarafı beklentimize paralel seyrederken, net kar beklentimizin üzerinde gerçekleşti. Bu pozitif sapmada güçlü ürün marjları, parasal kaybın geçen yıla göre daha sınırlı kalması, stok zararındaki iyileşme öne çıktı.

Operasyonel görünüm güçlü kaldı: 4Ç25'te kapasite kullanım oranı %93, üretim 6,7 milyon ton ve toplam satış 7,5 milyon ton olarak gerçekleşti. Net rafineri marjı (NRM) 8,6 \$/v seviyesinde gerçekleşirken (3Ç25: 9,7 \$/v; 4Ç24: 4,8 \$/v), şirket 2025'i 7,0 \$/v NRM ile kapattı. Ürün marjlarında dizel / benzin / jet crack'lerinin yüksek seyri karlılığı desteklerken, fuel oil crack'i negatif bölgede kaldı (4Ç25: dizel 28,4 \$/v; benzin 19,9 \$/v; jet 25,8 \$/v; fuel oil -9,8 \$/v).

Bilanço tarafında güçlü duruş korunuyor: yıl sonu nakit ve benzerleri 107,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken; net nakit pozisyonu 57,0 milyar TL oldu. (2024: 71,4 milyar TL)

2025 gerçekleştirmeler: Şirket 2025'te ~30 milyon ton satış hedefiyle uyumlu bir kapanış yaparken, üretim 26,9 milyon ton ile paylaşılan ~26 milyon ton hedefinin üzerinde gerçekleşti; kapasite kullanımı %93,6 ile %90 – 95 bandında kaldı. Yatırım harcaması 476 milyon ABD doları ile 480 milyon ABD doları hedefe yakın tamamlanırken, NRM 7,0 \$/v ile ilk paylaşılan 5 – 6 \$/v bandının belirgin üzerinde gerçekleşti. 3Ç25 finansalları sonrasında bu beklenti 6,0–6,5 \$/v aralığına revize edilmişti.

2026 beklentileri: Yönetim 2026 için NRM 6 – 7 \$/v, ortalama %95–100 kapasite kullanımı, ~29 milyon ton üretim, ~30 milyon ton satış ve 700 milyon ABD doları yatırım harcaması paylaştı. Talep tarafında Türkiye'de 11A25'te benzin tüketiminde +%15,8 ve jet yakıtında +%14,7 artış vurgulanırken; 2026'da küresel petrol talebinde artış ve net rafinaj kapasite artışlarının sınırlı kalacağı not ediliyor.

Değerlendirme: Net kar güçlü ürün marjları, parasal kaybın geçen yıla göre daha sınırlı kalması ve stok zararındaki iyileşme ile beklentinin üzerinde gerçekleşse de, operasyonel tarafın beklentilerle uyumlu gerçekleşmesi nedeniyle bilanço performansını nötr olarak değerlendiriyoruz. Bu çerçevede hedef fiyatımızı 271,00 TL seviyesinde koruyor; AL önerimizi sürdürüyoruz ve şirketi model portföyümüzde tutuyoruz.

TUPRS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 271
%22

Pay bilgileri

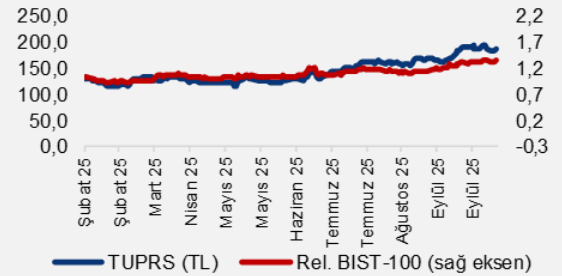
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (06.02.2026)	223,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	112,3 / 248,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	429.675 - 9.888
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	34%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	127,6	99,2	91,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	12%	13%	21%
USD	10%	9%	19%
BIST -100'e göre performans	-1%	-8%	1%

Finansallar (mn TL)	2023	2024	2025
Net satışlar	1.297.409	1.060.730	830.356
FAVÖK	181.875	66.368	62.073
Net kâr	101.808	24.914	29.873

Değerleme	2023	2024	2025
F/K	5,6x	17,9x	14,6x
F/DD	1,5x	1,2x	1,2x
FD/FAVOK	2,7x	5,7x	6,1x



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2622
oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
+90 212 355 2637
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Finansal Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025
Nakit ve benzerleri	183.920	96.251	107.237
Ticari alacaklar	76.423	48.524	52.753
Stoklar	84.029	78.899	62.145
Finansal yatırımlar	1.326	0	0
Maddi duran varlıklar	252.931	296.026	296.250
Diğer duran varlıklar	94.542	74.717	73.588
Toplam varlıklar	693.170	594.417	591.974
Kısa vadeli borçlanmalar	56.634	11.851	21.821
Ticari borçlar	185.119	135.971	105.513
Uzun vadeli borçlanmalar	10.126	13.004	28.429
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	57.773	58.916	66.383
Uzun vadeli yükümlülükler	309.651	219.741	222.146
Özkaynaklar	383.520	374.675	369.828
Ödenmiş sermaye	2.522	1.927	1.927
Diğer özkaynaklar	380.998	372.749	367.901
Toplam kaynaklar	693.170	594.417	591.974
Net borç	-117.160	-71.396	-56.988
Net işletme sermayesi	-24.667	-8.549	9.385
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%36,3	%6,6	%8,0
Net kâr	%7,8	%2,3	%3,6
Aktif devri	2,5x	1,6x	1,4x
Kaldıraç	1,9x	1,7x	1,6x
Aktif karlılığı	%19,6	%3,9	%5,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%10	%4	%8
Net borç/özsermaye	-0,31	-0,19	-0,15
Net borç/FAVÖK	-0,64	-1,08	-0,92
Hisse başına (TL)			
Net kâr	52,84	12,93	15,50
Özkaynak	199,05	194,46	191,94
Temettü	-33,59	-33,13	-18,08

Gelir tablosu	2023	2024	2025
Net satışlar	1.297.409	1.060.730	830.356
Brüt kâr	207.373	89.046	81.232
Faaliyet giderleri	-36.957	-35.265	-33.785
Esas faaliyet kârı	170.417	53.781	47.447
FAVÖK	181.875	66.368	62.073
Net diğer gelir	-31.274	-7.039	-5.800
Net finansman geliri	-32.016	-7.056	833
Vergi öncesi kâr	109.270	41.552	43.769
Vergi gideri	-7.461	-16.639	-13.896
Net kâr	101.808	24.914	29.873

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025
FAVÖK	181.875	66.368	62.073
Vergi gideri	-42.604	-13.445	-11.862
Yatırımlar	-23.404	-18.050	-19.077
İşletme sermayesi değişimi	-39.605	16.119	17.934

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025
Net satışlar	%42	-%18	-%22
FAVÖK	%76	-%64	-%6
Net kâr	%65	-%76	%20
Brüt marj	%16,0	%8,4	%9,8
Esas faaliyet kâr marjı	%13,1	%5,1	%5,7
FAVÖK marjı	%14,0	%6,3	%7,5
Net marj	%7,8	%2,3	%3,6
Serbest nakit akışı marjı	%11,0	%2,9	%3,6

Değerleme	2023	2024	2025
F/K	5,6x	17,9x	14,6x
F/DD	1,5x	1,2x	1,2x
FD/FAVOK	2,7x	5,7x	6,1x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, enerji (rafineri ve petrokimya),
perakende (gıda, giyim, elektronik)

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 Rızkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - 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
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 ziyayı talep etme hakkını saklı tutar.