

TUPRS

Güçlü ürün marjları

TUPRS'ın, 2025 4.çeyrekte 205,95 mlr TL hasılat, 14,2 mlr TL FAVÖK, 6,75 mlr TL net kâr ile **satış ve FAVÖK için beklentilerin altında, net kar için ise beklentilerin üzerinde sonuçlar açıkladığını görmekteyiz.**

Satışlara baktığımız zaman 4Q25'te satışların %9,3 daralma gösterdiğini görmekteyiz. 4Q25'te kapasite kullanım oranı %93, olurken toplam üretimin 6,7 m ton, toplam satışların ise 7,5 m ton olarak gerçekleştiğini izlerken, geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla hem çeyreklik hem de yıllık bazda yatay seyrettiğini görmekteyiz. Çeyreklik olarak satışlarda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yatay seyir görürken, iç pazarda satışlarda %3,2 daralma, yurt dışı operasyonlarında ise %15,4 büyüme görmekteyiz. Son olarak elektrik satışlarına baktığımızda 2025 yılında %14,4 daralma ile 1086 GWh satış gerçekleştirdiğini görmekteyiz.

Rafinaj tarafında yıla 76,54 \$/V seviyesinde başlayan petrol fiyatlarının düşüş eğiliminin 3Q25 sonuna kadar sürdüğünü izlerken, düşüş eğiliminin sebeplerine baktığımızda OPEC+ arz artışı, zayıf talep ve küresel ticaret savaşlarının etkilerini ön plana çıkartırken 4Q25 itibarıyla artan jeopolitik riskler ve özellikle ABD-İran etkisiyle beraber Brent nezdinde de yeniden yukarı yönlü hareketleri görmekteyiz. Son dönemde artış eğilimi hakim olsa da özellikle jeopolitik etkilerin görece sınırlı etki yarattığını ve Brent tarafında görece düşük seviyelerde dengelenmenin hakim olduğunu görmekteyiz. Türkiye'de akaryakıt talebine baktığımızda 2025 yılının ilk 11 ayına baktığımızda benzin talebinin %158, jet yakıt talebinin ise %14,7 artış gösterdiğini görmekteyiz. Küresel tarafta 2026 yılında ise talebin artmasının beklendiğini görmekteyiz.

Net Rafineri marjları baktığımızda ise 4Q25'te net rafineri marjının 8,6 \$/V seviyesinde ve geçtiğimiz yılın çok üzerinde gerçekleştiğini (4,8 \$/V) izlerken, yıllık kümüle baktığımızda 7 \$/V seviyesinde ve şirketin yıllık hedefinin üst bandında gerçekleştiğini görmekteyiz. Ürün verimliliğinde ise 4Q25'te beyaz ürün veriminin sınırlı daralma ile %79,8 olarak gerçekleştiğini görsek de (%82) API değerinin 31,2'den 31,9'a yükselmesini pozitif değerlendirmekteyiz. Üretim kompozisyonunda ise sırasıyla Orta Distilat %54, Hafif Distilat %25 ve Siyah Ürünlerin %19 seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz.

Ürün marjlarına baktığımız zaman orta distilat ürün marjlarının jeopolitik etkiler ve küresel kapasite kullanım oranlarının düşük olmasının da etkisiyle yükseldiğini görmekteyiz. Sırasıyla ürün marjlarına baktığımızda;

- Motorin 4Q25 28,4 \$/V / 4Q24 16,1 \$/V (+%76,4)
- Jet Yakıt 4Q25 25,8 \$/V / 4Q24 13,3 \$/V (+%94)
- Benzin 4Q25 19,9 \$/V / 4Q24 11,9 \$/V (+%67,2)
- YKFO 4Q25 -9,8 \$/V / 4Q24 -7,4 \$/V (-%32,4)

Motorin'de jeopolitik sebeplerden kaynaklanan arz kısıtlamalarının etkisini izlerken, Jet Yakıt marjlarında kısıtlı arz ve artan havacılık talebi etkisini, Benzin'de yüksek talep ve düşük kapasite kullanım etkisiyle pozitif etki izlerken YKFO'da ise arz artışı sebebiyle daralma gösterdiğini görmekteyiz.

Karlılığa baktığımızda çeyrekssel anlamda hafif daralma görsek de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yükseliş eğiliminin sürdüğünü görmekteyiz. Etkin üretim, artan marjlar ve API etkisiyle karlılıkta güçlü seyrin sürmesini pozitif değerlendirmekteyiz. Çeyrekssel anlamda karlılıktaki pozitif etkinin sebeplerini ise artan ürün marjları, stok etkisi, yüksek kapasite kullanım oranı, artan verimlilik ve iç pazardaki artan akaryakıt talebinin etkili olduğunu görmekteyiz.

Genel olarak baktığımızda beklentinin altında satış ve FAVÖK, beklentinin üzerindeki net kar rakamını **NÖTR** değerlendirmekteyiz. Yılın ikinci yarısı itibarıyla süren marj artışının pozitif etkilerini 4Q25'te de izlerken, jeopolitik haber akışlarının marjlar üzerindeki etkilerini 2026'da da takip edeceğiz. TUPRS 2026 için 29 m ton üretim, 30 m ton satış, %95-100 KKO, 700 m dolar CAPEX beklerken, net rafineri marjının ise 6-7 \$/V bandında oluşmasını beklendiğini izlerken, 2025 yılına paralel bir seyir beklentisinin oluştuğunu söyleyebiliriz. TUPRS 4Q25 bilançosu itibarıyla 6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

9 Şubat 2026

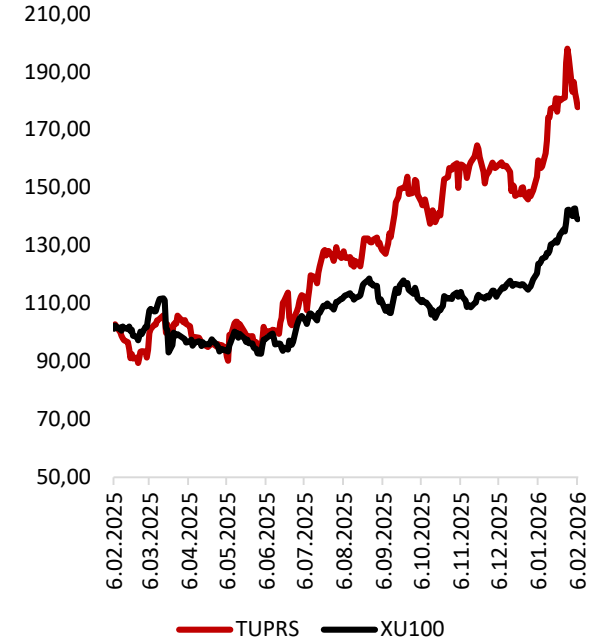
Son Fiyat	223
Piyasa Değeri (milyon TL)	429,6
Piyasa Değeri (milyon \$)	9,853
F/K	14,55
FD/FAVÖK	6.00
PD/DD	1,18
Hisse Sayısı (milyon lot)	644,4
FDPO (%)	26,35
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	4,689

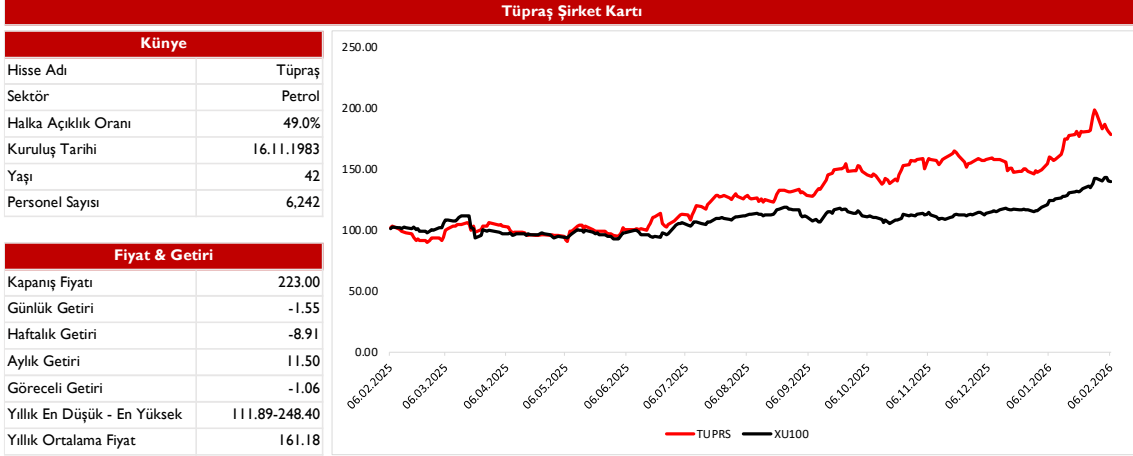
FİYAT

PERFORMANSI (%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-1.52	-10.21	37.17
Nominal (TL)	11.50	12.51	75.24
Nominal (USD)	10.33	9.21	54.01

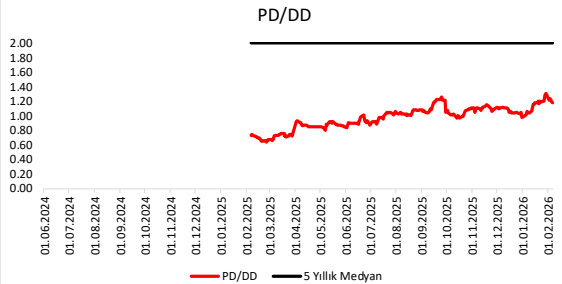
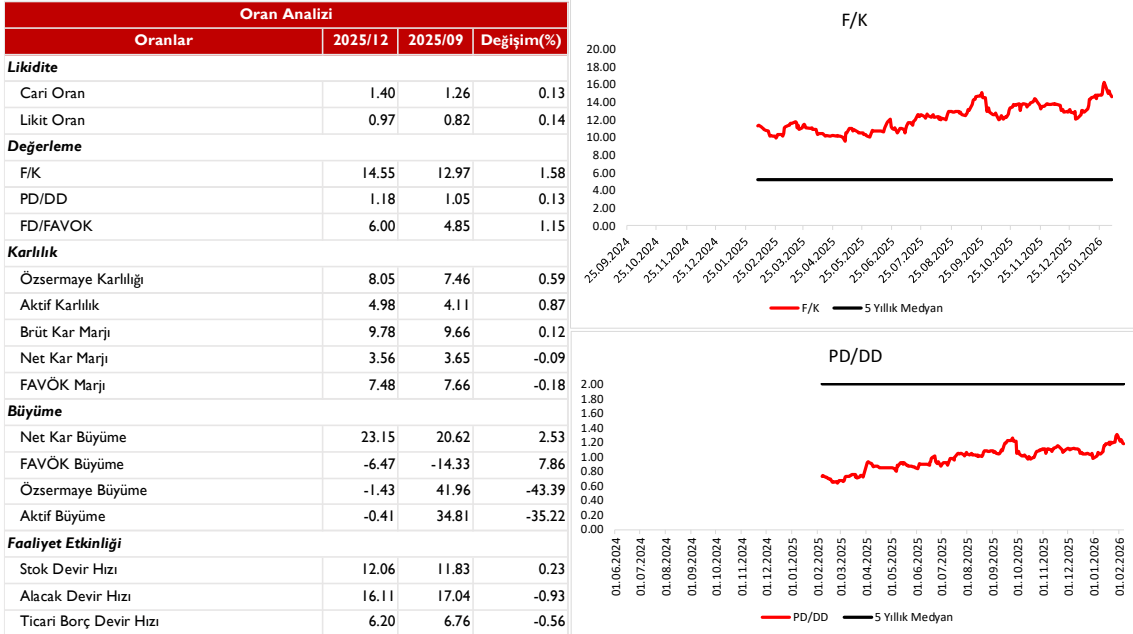
ORTAKLIK YAPISI

	%
Enerji Yatırımları A.Ş	46,40
Koç Holding A.Ş	6,35
Diğer	47,25





Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2025/12	2025/09	Değişim(%)	Items	2025/12	2025/09	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	236,931	269,993	-12.25	Net Satışlar	830,356	598,344	1,060,730	38.78
Nakit ve Benzerleri	107,237	117,091	-8.42	Yurt İçi Satışlar	695,503	498,960	880,708	39.39
Stoklar	62,145	62,563	-0.67	Yurt Dışı Satışlar	145,678	107,010	192,073	36.13
Ticari Alacaklar	52,753	55,573	-5.07	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	355,043	340,148	4.38	Satışların Maliyeti	749,124	540,516	971,684	38.59
Maddi Duran Varlıklar	296,250	285,545	3.75	İskontolar	10,666.70	7,488.19	11,658.46	42.45
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10,130	9,373	8.07	İndirimler	157.93	137.62	392.34	14.76
Aktifler	591,974	610,140	-2.98	Brüt Kar	81,232	57,828	89,046	40.47
Kısa Vadeli Yükümlülükler	169,748	214,108	-20.72	Faaliyet Giderleri	33,785	22,445	35,265	50.53
Uzun Vadeli Yükümlülükler	52,398	47,577	10.13	Esas Faaliyet Karı	47,447	35,383	53,781	34.09
Toplam Borç	222,146	261,685	-15.11	Amortisman	14,626	10,448	12,587	39.98
Net Borç	-56,988	-74,431	23.44	FAVÖK	62,073	45,832	0	35.44
Sermaye	1,927	1,927	0.00	Vergi Öncesi Kar	43,769	31,247	41,552	40.07
Özkaynaklar	364,099	343,121	6.11	Ana Ortaklık Net Ka	29,523	21,823	23,973	35.29



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul