

TÜPRAŞ

Güçlü sonuçların 3Ç26'da da devam etmesi beklenir...

Tüpraş'ın 2Ç26'da net karı 45,9 milyar TL (+%291 y/y) olurken piyasa beklentisi ve bizim beklentimiz olan 31 milyar TL'nin %50 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK ise 2Ç26'da 54,3 milyar TL (+%196 y/y) ile piyasa beklentisinin (39,2 milyar TL) ve bizim tahminimizin (40,5 milyar TL) üzerinde geldi. Beklentilerimizden sapma, daha iyi rafineri marjlarından kaynaklandı. Net nakit pozisyonu, 1Ç26 sonundaki 75 milyar TL'den (1,7 milyar dolar) 2Ç26 sonunda 131 milyar TL'ye (2,8 milyar dolar) yükseldi; bu, güçlü operasyonel performans ve artan spot ham petrol alımlarına bağlı olarak daha yüksek ödeme vadeleri ve daha düşük alacak vadeleriyle birlikte daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle gerçekleşti. Bununla birlikte, yönetim mevcut net işletme sermayesi seviyesinin sürdürülebilir olmadığına inanıyor ve net işletme sermayesinin sıfıra doğru kademeli olarak normalleşmesini bekliyor. Yönetim, 2026 yılı için net rafineri marjı beklentisini 6-7 USD/v aralığından 13-15 USD/v aralığına revize etti (2025: 7 USD/v, 1Y26: 15,6 USD/v). Beklenti revizyonu, ilk yarıdaki güçlü marj ortamının yanı sıra, mevcut zirvelerden bir normalleşmeyle de olsa, 2Y26'da da cazip marjların devam edeceği beklentisinden kaynaklanmaktadır.

2Ç26'da, Akdeniz piyasasında ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 49,3 USD/v, 52,1 USD/v ve 24,3 USD/v seviyesindeydi. Orta Doğu'daki çatışmalardan dolayı ortaya çıkan arz problemleri nedeniyle ürün marjları geçen senenin aynı dönemine göre sırasıyla %189, %227 ve %86 arttı. Ağır-hafif ham petrol makası geçen çeyreğe ve geçen seneye göre ciddi seviyede daralarak pozitifte geçmişti. Jeopolitik gelişmeler sebebiyle cazip ürün marjı ortamı nedeniyle 2Ç26'da Tüpraş'ın FAVÖK'ü %234 oranında artarak 1.167 milyon dolara ulaştı. Net rafineri marjı, 2Ç25'te 5,3 USD/v ve 1Ç26'da 9,4 USD/v iken, 2Ç26'da 21,4 USD/v olarak gerçekleşti. Net kar, faaliyet karındaki büyümeyle yıllık bazda önemli ölçüde arttı.

Hedef fiyatımızı %26 artırarak 460TL'ye yükseltiyoruz... Güçlü 2Ç26 sonuçları ve şirket yönetiminin 2026 öngörülerini yükseltmesi hisse senedi performansını olumlu etkileyebilir. Son gelişmeler doğrultusunda, 2026 yılı FAVÖK ve net kar tahminlerimizi önemli ölçüde yukarı yönlü revize ettik. İleriye dönük olarak, yönetim cazip marjlar sayesinde 3Ç26'da da güçlü bir performans bekliyor, ancak Ortadoğu'daki artan gerilime paralel olarak eylül ayından itibaren ağır-hafif ham petrol fiyat makasında potansiyel bir bozulma olabileceğine dikkat çekiyor. Sonuç olarak, güçlü temelleri nedeniyle Tüpraş'ı en çok tercih ettiğimiz hisseler listemizde tutuyoruz.

TUPRS: Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma				
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	386,420	241,976	60%	276,368	40%	374,549	363,460	3%
FAVÖK	54,343	18,349	196%	16,903	221%	39,210	40,497	39%
FAVÖK Marjı	14.1%	7.6%	648 bps	6.1%	795 bps	10.5%	11.1%	359 bps
Net Kar	45,878	11,736	291%	3,970	1056%	30,674	30,756	50%

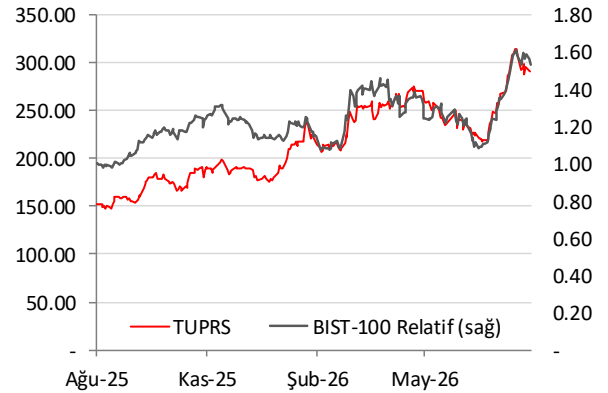
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TUPRS T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	460.00 (önceki 366.00)			
Güncel Fiyat, TL	290.25			
Getiri Potansiyeli	58%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	559,252			
Firma Değeri, mn TL	414,730			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	830,356	1,431,872	1,428,856	1,687,082
FAVÖK, mn TL	62,073	152,624	115,136	134,478
Net Kâr, mn TL	29,523	118,411	67,428	109,892
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-56,988	-161,535	-151,355	-206,566
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-1.1	-1.3	-1.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.5%	10.7%	8.1%	8.0%
Net Marj	3.6%	8.3%	4.7%	6.5%
Temettü Verimi	9.6%	5.9%	18.9%	15.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	2.5%	72.4%	-0.2%	18.1%
FAVÖK, y/y	20.7%	145.9%	-24.6%	16.8%
Net Kâr, y/y	61.2%	301.1%	-43.1%	63.0%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.3	4.7	8.3	5.1
FD/FAVÖK	3.8	2.5	3.3	2.3
FD/Ciro	0.3	0.3	0.3	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	16.9%	7.1%	91.7%	63.9%
BİST-100 Relatif	23.2%	12.4%	52.0%	34.8%
AOİH, mn TL	7,401	6,127	5,708	7,301



2026 yılı için FAVÖK ve net kar tahminlerimizi TL cinsinden sırasıyla %32 ve %63 oranında yukarı yönlü revize ettik. 2026 yılı tam yıl FAVÖK'ünün 2025'teki 1.448 milyon dolardan 2.949 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Şirket yönetiminin son öngörülerine paralel olarak 2026 için rafineri marjı beklentilerimizi yukarı yönlü revize ettik. Buna göre, 2026 yılı için net rafineri marjı beklentimiz artık 13,5 USD/v (önceki 10 USD/v'e kıyasla) olurken, şirket yönetiminin 13-15 USD/v beklentisinin alt sınırına yakın seviyede bulunuyor.

Tüpraş için 2027 yılında FAVÖK'ün 1.840 milyon dolar seviyelerine düşmesini bekliyoruz, ancak jeopolitik gelişmeler beklentilerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturuyor.

Tüpraş için karma bir değerlendirme kullanıyorduk; %50'sini İNA'ya, %25'ini ise FD/FAVÖK ve F/K çarpanı karşılaştırmalarına ayırıyorduk. Revize edilmiş modelimizde, %60'ını İNA'ya, %30'unu 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanına ve %10'unu (düşük etkin vergi oranı nedeniyle FD/FAVÖK'ten daha düşük ağırlık tercih ettik) hedef F/K çarpanına ayırıyoruz. Hedef fiyatımızdaki revizyon, modelimizi ve döviz kuru varsayımlarımızı bir çeyrek ileriye kaydırmamızı da yansıtıyor.

Tüpraş dolar bazlı 2026T FD/FAVÖK çarpanı olan 2,8x ve F/K çarpanı olan 5,1x ile uluslararası emsallerine göre yaklaşık %40 iskonto ile işlem görüyor.

Tahminlerde Revizyonlar

milyon USD	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1,431,872	1,428,856	1,687,082	1,338,432	1,394,028	1,670,912
% büyüme	7%	0%	18%	61%	4%	20%
FAVÖK	152,624	115,136	134,478	115,656	109,362	134,137
FAVÖK Marjı	10.7%	8.1%	8.0%	8.6%	7.8%	8.0%
Net Kar	118,411	67,428	109,892	72,430	63,655	102,996
% büyüme	63.5%	-43.1%	63.0%	145.3%	-12.1%	61.8%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	7%	2%	1%			
FAVÖK	32%	5%	0%			
Net Kar	63%	6%	7%			
Hedef Fiyat, TL		460			366	
Hedef Fiyat Değişimi		26%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Satış Gelirleri	222,144	241,976	271,170	242,527	276,368	386,420	464,119	662,788	1,249,099	977,815
Satışların Maliyeti	203,707	218,425	242,095	217,932	253,279	325,383	422,131	578,662	1,144,240	882,157
Brüt Kar	18,437	23,551	29,075	24,595	23,089	61,037	41,988	84,126	104,859	95,658
Operasyonel Giderler	8,986	9,551	9,045	12,204	10,615	11,137	18,537	21,752	41,528	39,785
Faaliyet Karı	9,451	14,000	20,030	12,391	12,474	49,900	23,451	62,374	63,331	55,873
Amortisman ve İtfa Payları	4,206	4,349	4,285	4,383	4,430	4,443	8,554	8,872	14,822	17,223
FAVÖK	13,656	18,349	24,316	16,775	16,903	54,343	32,005	71,246	78,153	73,096
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-5,903	557	218	752	-1,363	19	-5,346	-1,344	-14,400	-4,331
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-4,002	-1,288	-1,443	-97	-282	-3,066	-5,290	-3,349	-8,289	-6,830
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zarar)	-79	826	617	134	-89	762	747	673	2,223	1,498
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	10	36	-93	22	0	-11	45	-11	-24	19
Finansal Gelir / (Gider)	1,031	691	1,701	1,652	1,643	3,147	1,723	4,790	14,168	5,075
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-2,864	292	-563	-959	-2,634	-812	-2,571	-3,447	-22,477	-4,093
Vergi Öncesi Kar	3,548	14,557	20,248	13,143	11,111	49,919	18,105	61,030	48,931	51,541
Vergi Geliri / (Gideri)	-3,380	-2,744	-5,232	-5,009	-7,028	-3,729	-6,123	-10,757	-19,594	-16,364
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-189	-466	-978	-1,788	-4,717	-3,151	-655	-7,868	-4,630	-3,420
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-3,191	-2,278	-4,254	-3,221	-2,312	-578	-5,469	-2,890	-14,964	-12,943
Vergi Sonrası Net Kar	168	11,813	15,017	8,134	4,083	46,190	11,982	50,272	29,338	35,178
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	32	77	117	186	113	312	109	425	1,107	412
Net Kar	136	11,736	14,900	7,949	3,970	45,878	11,872	49,848	28,230	34,766
Büyüme (Yıllık)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Satış Gelirleri	-30.6%	-28.9%	-15.6%	-9.3%	24.4%	59.7%	-29.7%	42.8%	-18.2%	-21.7%
Operasyonel Giderler	-20.6%	-22.0%	-8.1%	50.1%	18.1%	16.6%	-21.3%	17.3%	-4.6%	-4.2%
Faaliyet Karı	-33.3%	-25.8%	-4.3%	32.1%	32.0%	256.4%	-29.0%	166.0%	-68.4%	-11.8%
FAVÖK	-25.4%	-19.8%	-1.1%	35.2%	23.8%	196.2%	-23.4%	122.6%	-63.5%	-6.5%
Net Kar	-78.1%	31.5%	17.5%	32.5%	2820.1%	290.9%	24.3%	319.9%	-76.3%	23.2%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Brüt Kar Marjı	8.3%	9.7%	10.7%	10.1%	8.4%	15.8%	9.0%	12.7%	8.4%	9.8%
Operasyonel Gider Marjı	4.0%	3.9%	3.3%	5.0%	3.8%	2.9%	4.0%	3.3%	3.3%	4.1%
Faaliyet Kar Marjı	4.3%	5.8%	7.4%	5.1%	4.5%	12.9%	5.1%	9.4%	5.1%	5.7%
FAVÖK Marjı	6.1%	7.6%	9.0%	6.9%	6.1%	14.1%	6.90%	10.75%	6.26%	7.48%
Efektif Vergi Oranı	95.3%	18.8%	25.8%	38.1%	63.3%	7.5%	33.8%	17.6%	40.0%	31.7%
Net Kar Marjı	0.1%	4.9%	5.5%	3.3%	1.4%	11.9%	2.6%	7.5%	2.3%	3.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1.3%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-1.0%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-1.8%	-0.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-12.7%	17.9%	16.7%	-0.9%	2.4%	32.5%	3.2%	20.0%	4.4%	6.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-14.7%	15.0%	15.2%	-3.9%	1.3%	29.8%	0.8%	17.9%	2.9%	3.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-207%	236%	187%	-13%	40%	231%	47%	186%	70%	80%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.8%	2.8%	1.5%	3.0%	1.6%	1.9%	2.3%	1.8%	1.7%	2.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirli	-18.9%	13.2%	5.8%	-11.2%	2.1%	5.8%	-2.1%	4.3%	-0.9%	-2.2%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-28,318	43,331	45,392	-2,156	6,729	125,637	15,013	132,366	54,366	58,249
Düzeltilme Öncesi Kar	168	11,813	15,062	8,134	4,083	46,190	11,982	50,272	29,338	35,178
Amortisman ve İtfa Payları	4,206	4,349	4,285	4,383	4,430	4,443	8,554	8,872	14,822	17,223
İşletme Sermayesindeki Değişim	-41,899	32,035	15,783	-27,043	5,927	22,570	-9,864	28,497	-11,454	-21,123
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	9,206	-4,866	10,263	12,369	-7,710	52,434	4,340	44,724	21,659	26,972
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,319	-7,052	-4,261	-7,232	-3,114	-10,451	-11,372	-13,565	-18,328	-22,864
Sabit Sermaye Yatırımları	-4,108	-6,781	-4,180	-7,396	-4,441	-7,416	-10,889	-11,857	-21,256	-22,465
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-211	-271	-81	164	1,327	-3,034	-482	-1,708	2,928	-399
Serbest Nakit Akımı	-32,638	36,279	41,132	-9,388	3,616	115,186	3,641	118,802	36,038	35,384
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-6,923	18,668	-8,880	-2,695	-19,439	-25,722	11,745	-45,160	-88,992	170
Finansal Borçlardaki Değişim	2,145	27,076	-772	8,492	3,764	12,613	29,220	16,377	-37,881	36,940
Temettü	-11,162	-9,558	-9,343	-10,969	-21,403	0	-20,720	-21,403	-75,162	-41,033
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	2,095	1,150	1,235	-218	-1,800	-38,335	3,245	-40,134	24,051	4,262
Çevrim Farkları	1,085	1,344	2,092	1,437	1,928	2,356	2,429	4,285	3,407	5,958
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-38,475	56,290	34,344	-10,646	-13,894	91,821	17,815	77,926	-49,546	41,512

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	250,888	302,785	331,786	279,005	337,284	439,481
Nakit ve Nakit Benzerleri	65,360	119,363	143,890	126,280	139,012	195,841
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	3,078
Ticari Alacaklar	62,230	70,505	68,292	62,120	82,198	78,748
Stoklar	92,493	76,369	76,882	73,181	66,517	97,045
Diğer Dönen Varlıklar	30,805	36,549	42,723	17,423	49,558	67,848
Duran Varlıklar	415,584	418,041	417,998	418,091	416,893	420,507
Finansal Yatırımlar	985	1,022	1,017	1,171	1,145	1,172
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	19,172	19,572	20,306	20,573	19,263	19,801
Maddi Duran Varlıklar	348,538	350,587	350,898	348,858	348,515	350,570
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10,831	11,674	11,519	11,929	11,551	11,232
Diğer Duran Varlıklar	36,058	35,186	34,259	35,560	36,419	37,732
Toplam Varlıklar	666,472	720,827	749,784	697,097	754,177	859,988
Kısa Vadeli Yükümlülükler	231,825	247,656	263,111	199,892	306,599	325,369
Finansal Borçlar	13,789	12,411	17,893	25,696	20,736	31,758
Ticari Borçlar	127,187	145,433	154,848	124,250	156,329	209,432
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	90,850	89,812	90,370	49,946	129,535	84,179
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33,406	61,666	58,466	61,702	62,243	71,311
Finansal Borçlar	15,725	42,243	34,531	33,477	38,330	36,443
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	17,681	19,423	23,935	28,225	23,913	34,868
Özkaynaklar	401,240	411,505	428,207	435,502	385,335	463,307
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	394,947	405,096	421,652	428,756	378,477	456,139
Ödenmiş Sermaye	2,698	2,545	2,368	1,927	2,062	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	115,011	113,577	115,365	114,964	95,660	127,580
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	277,102	277,101	277,102	277,100	276,786	276,785
Dönem Net Karı / (Zararı)	136	11,872	26,817	34,766	3,970	49,848
Azınlık Payları	6,293	6,409	6,554	6,746	6,857	7,168
Toplam Kaynaklar	666,472	720,827	749,784	697,097	754,177	859,988
Yatırım Sermayesi (IC)	383,075	366,219	360,676	396,620	329,301	370,535
İşletme Sermayesi	27,536	1,441	-9,675	11,051	-7,614	-33,640
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	0%	-1%	1%	-1%	-3%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve	-32,509	-51,823	-57,322	-21,471	-87,592	-49,972
Toplam Borç	29,514	54,654	52,424	59,173	59,066	68,201
Net Borç / (Nakit)	-36,831	-65,731	-92,482	-68,279	-81,091	-131,890
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-1.0	-1.3	-0.9	-1.1	-1.2
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-85,507	-76,409	-73,172	-68,428	-63,156	-95,406

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.