

TÜPRAŞ

Cazip marj ortamı 2026 boyunca devam edebilir...

Tüpraş için 12A yeni hedef hisse fiyatımız olan 366 TL ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruduk... Orta Doğu'daki gerilimlerin başlamasının ardından yönetimin 2026 beklentilerini yükseltmek için beklemeyi tercih etmesi nedeniyle modelimizi güncellemekte tereddüt ettiğimiz için, 1Ç26 sonuçlarından sonra hedef fiyatımızı ve tahminlerimizi "Gözden Geçiriliyor" olarak değiştirmiştik. Şimdi ise en son makro ve jeopolitik ortamı dikkate alarak değerlememizi güncelledik. Tüpraş'ın, i) %42'lik bir yükseliş potansiyeline işaret eden cazip değerlemesi, ii) 2. ve 3. çeyrekte güçlü karlılık görünümü ve iii) jeopolitik sorunlar ve sektördeki yapısal sıkılık nedeniyle rafineri marjlarındaki güçlü seyrin (2Ç26'daki zirvelerden olası bir normalleşme olsa bile) bir süre devam edeceği yönündeki görüşümüz nedeniyle BIST100 endeksinden daha iyi bir performans göstermesini bekliyoruz.

2026'da karlı marj ortamı sürebilir... Ham petrol fiyatlarındaki son düşüşe rağmen, ürün fiyatlarındaki geri çekilmenin i) Orta Doğu'da gerilim sırasında rafineri altyapısına verilen hasarlar göz önüne alındığında, buradaki rafinerilerde üretim artışının zaman alması, ii) Ukrayna'nın Rus rafineri varlıklarına yönelik devam eden İHA saldırıları ve bunun sonucunda üretimde büyük aksamalar, iii) yüksek sezon ve Avrupa'da sıcak hava dalgaları, iv) 4Ç26'da yoğunlaşabilecek gecikmiş bakım faaliyetleri ve v) Orta Doğu'daki gerilimlerin yeniden artması korkusuyla stokları doldurma motivasyonu gibi nedenlerle daha yavaş olmasını bekliyoruz.

Güçlü marj ortamının etkisini 2Ç26 sonuçlarında görme zamanı... Ürün marjlarındaki keskin artış, 2Ç26'da Tüpraş için güçlü bir karlılığı ima ediyor. İlk tahminlerimiz, bu dönemde 650-700 milyon dolar FAVÖK'e işaret ederken FAVÖK 1Ç26'da 356 milyon doları ve 2Ç25'te 349 milyon dolar seviyesindeydi. Beklenenden daha yüksek stok kaybı ve daha olumsuz ham petrol fiyatı makası, tahminlerimiz için aşağı yönlü bir risk oluşturabilir. 2Ç26'daki güçlü performans sonrası, yönetimin 2026 için net rafineri marjı beklentisini (6-7 USD/v) yukarı yönlü revize etmesinin olası olduğunu düşünüyoruz. Ürün marjlarındaki kuvvetli seyrin bir süre daha devam etmesi ve ağır-hafif ham petrol makasında Tüpraş lehine gelişmeler sayesinde 2026'da net rafineri marjının 10.5 USD/v olmasını bekliyoruz.

Riskler... Ürün marjlarında keskin düşüş, ağır-hafif ham petrol makasında daralma, Tüpraş için ham petrol arzında yaşanabilecek herhangi bir sorun ve beklenenden daha yüksek doğal gaz fiyat artışları, tahminlerimiz için aşağı yönlü risk faktörleridir.

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

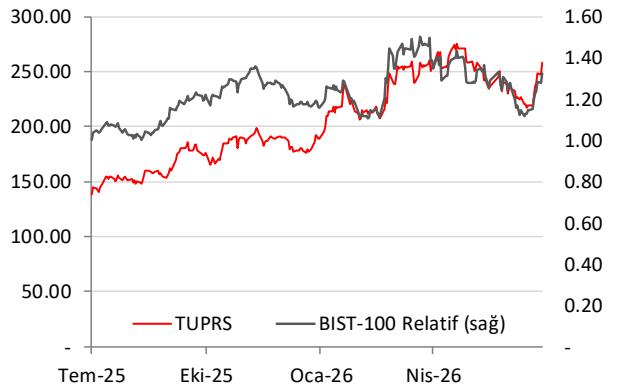
Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	366.00
Güncel Fiyat, TL	258.00
Getiri Potansiyeli	42%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	497,113
Firma Değeri, mn TL	409,745

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	830,356	1,338,432	1,394,028	1,670,912
FAVÖK, mn TL	62,073	115,656	109,362	134,137
Net Kâr, mn TL	29,523	72,430	63,655	102,996
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-56,988	-102,982	-128,228	-203,323
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-0.9	-1.2	-1.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.5%	8.6%	7.8%	8.0%
Net Marj	3.6%	5.4%	4.6%	6.2%
Temettü Verimi	9.6%	6.6%	13.7%	14.9%

Büyüme	2025	2026T	2027T	2028T
Ciro, y/y	2.5%	61.2%	4.2%	19.9%
FAVÖK, y/y	20.7%	86.3%	-5.4%	22.7%
Net Kâr, y/y	61.2%	145.3%	-12.1%	61.8%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.3	6.9	7.8	4.8
FD/FAVÖK	3.8	3.3	3.1	1.9
FD/Ciro	0.3	0.3	0.2	0.2

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.1%	-0.8%	91.0%	45.7%
BİST-100 Relatif	1.2%	-11.6%	33.2%	13.1%
AOİH, mn TL	5,040	6,655	5,377	7,257



Gelir Tablosu (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	830,356	1,338,432	1,394,028	1,670,912
Brüt Kar	81,232	142,405	136,635	164,752
Operasyonel Giderler	-33,785	-42,496	-46,809	-55,051
Faaliyet Karı	47,447	99,909	89,827	109,701
FAVÖK	62,073	115,656	109,362	134,137
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-5,800	247	557	-3,947
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	1,272	2,563	3,743	5,473
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	16	21	29	38
Finansal Gelir / (Gider)	4,309	-5,315	8,365	26,330
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-3,476	-5,779	-14,183	-9,244
Vergi Öncesi Kar	43,769	91,646	88,337	128,352
Vergi Geliri / (Gideri)	-13,896	-18,358	-23,929	-24,137
Azınlık Payları	349	857	754	1,219
Net Kar	29,524	72,430	63,655	102,996
Hisse Başı Net Kar	15.3	37.6	33.0	53.5
Hisse Başı Temettü	18.1	17.1	35.3	38.4

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Karı	47,447	99,909	89,827	109,701
Amortisman ve İfa Payları	14,626	15,748	19,536	24,436
İşletme Sermayesindeki Değişim	-17,938	-7,018	17,587	28,119
Ödenen Vergi	-3,430	-16,465	-2,376	-15,589
Sabit Sermaye Yatırımları	-19,077	-36,227	-31,291	-38,163
Serbest Nakit Akışı	21,627	55,946	93,283	108,504
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	3%	4%	7%	6%
Ödenen Temettü	-34,845	-33,000	-68,039	-73,957
Net Nakitteki Artış (Azalış)	2,442	45,995	25,245	75,095

Büyüme, Reel	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	-21.7%	24.0%	-18.0%	-4.1%
Brüt Kar	-11.8%	62.0%	-29.2%	-2.3%
FAVÖK	-6.5%	43.3%	-25.5%	-1.8%
Net Kar	23.2%	88.7%	-30.8%	29.5%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	9.8%	10.6%	9.8%	9.9%
Operasyonel Gider Marjı	-4.1%	-3.2%	-3.4%	-3.3%
Faaliyet Kar Marjı	5.7%	7.5%	6.4%	6.6%
FAVÖK Marjı	7.5%	8.6%	7.8%	8.0%
Net Kar Marjı	3.6%	5.4%	4.6%	6.2%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	8.1%	14.1%	9.9%	12.4%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	5.3%	9.6%	8.0%	8.6%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	236,931	337,841	379,184	501,732
Nakit ve Nakit Benzerleri	107,237	155,969	185,714	267,756
Ticari Alacaklar	52,753	75,069	77,685	93,205
Stoklar	62,145	88,045	91,968	110,270
Diğer Dönen Varlıklar	14,796	18,758	23,817	30,500
Duran Varlıklar	355,043	477,718	616,007	783,419
Maddi Duran Varlıklar	296,250	405,551	526,795	672,027
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10,130	13,166	16,719	20,892
Kullanım Hakkı Varlıkları	1,022	1,328	1,686	2,107
Diğer Duran Varlıklar	47,641	57,673	70,807	88,392
Toplam Varlıklar	591,974	815,558	995,191	1,285,150
Kısa Vadeli Yükümlülükler	169,748	236,401	275,187	360,772
Finansal Borçlar	21,821	27,401	34,459	43,709
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0
Ticari Borçlar	105,513	140,871	157,659	210,038
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	42,414	68,129	83,069	107,025
Uzun Vadeli Yükümlülükler	52,398	58,984	67,158	79,554
Finansal Borçlar	28,429	25,586	23,027	20,725
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,969	33,398	44,131	58,830
Özkaynaklar	369,828	520,173	652,845	844,824
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	364,099	512,115	642,732	831,738
Ödenmiş Sermaye	1,927	1,927	1,927	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	97,337	126,520	157,940	197,367
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	235,313	311,238	419,211	529,448
Dönem Net Karı / (Zararı)	29,523	72,430	63,655	102,996
Azınlık payları	5,729	8,058	10,113	13,087
Toplam Kaynaklar	591,974	815,558	995,191	1,285,150

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	-56,988	-102,982	-128,228	-203,323
Net Borç / FAVÖK	-0.9	-0.9	-1.2	-1.5

Rasyo Analizi	2025	2026T	2027T	2028T
F / K	16.8	6.9	7.8	4.8
FD / FAVÖK	3.8	3.3	3.1	1.9
FD / Net Satışlar	0.5	0.3	0.2	0.2
Temettü Verimi	7.0%	6.6%	13.7%	14.9%

Makro Tahminler	2025	2026T	2027T	2028T
US\$/TL Ortalama	39.51	46.80	57.01	69.94
US\$/TL Yıl sonu	42.86	51.75	62.58	76.33
EUR/TL Ortalama	44.77	54.46	67.86	83.93
EUR/TL Yıl sonu	50.45	61.07	75.10	91.59
TÜFE Yıl Sonu Endeks	110.39	143.48	182.22	227.71

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Tüpraş için 12 aylık yeni hedef hisse fiyatımız olan 366 TL ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruduk... Orta Doğu'daki gerilimlerin başlamasının ardından yönetimin 2026 beklentilerini yükseltmek için beklemeyi tercih etmesi nedeniyle modelimizi güncellemekte tereddüt ettiğimiz için, 1Ç26 sonuçlarından sonra hedef fiyatımızı ve tahminlerimizi "Gözden Geçiriliyor" olarak değiştirmiştik. Şimdi ise en son makro ve jeopolitik ortamı dikkate alarak değerlememizi güncelledik. Tüpraş'ın, i) %42'lik bir yükseliş potansiyeline işaret eden cazip değerlendirilmesi, ii) 2. ve 3. çeyrekte güçlü karlılık görünümü ve iii) jeopolitik sorunlar ve sektördeki yapısal sıkılık nedeniyle rafineri marjlarındaki güçlü seyrin (2Ç26'daki zirvelerden olası bir normalleşme olsa bile) bir süre devam edeceği yönündeki görüşümüz nedeniyle BIST100 endeksinden daha iyi bir performans göstermesini bekliyoruz.

Cazip değerlendirme... 2026 tahmini USD bazlı F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 7,3x ve 3,7x olan Tüpraş, uluslararası emsallerine göre yaklaşık %20 iskonto ile işlem görüyor. Ürün marjları açısından en iyi dönemin geride kalmış olabileceği görüşlerine paralel olarak, Tüpraş hisseleri, 7 Nisan'da ABD, İran ve İsrail arasında varılan ilk ateşkesin ardından bir süre düşük performans göstermişti. Tüpraş'ın Mayıs ayındaki sunumunda gösterilen ağır-hafif ham petrol makasındaki yüksek prim de ham petrol maliyetleri konusunda endişelere yol açmıştı. Ancak, ağır-hafif ham petrol makasındaki prim, Mayıs ayındaki yaklaşık 15 USD/varil seviyesinden Haziran ayında yaklaşık 5 USD/varil seviyesine geriledi. Ayrıca, ürün marjları son zamanlarda yeniden bir yükseliş trendine girerek benzinde 40 USD/varil seviyesinin üzerine çıkarken, dizelde ise 60 USD/varil seviyelerine yaklaşıyor. Güçlü 2Ç26 beklentileriyle birlikte, Tüpraş hisseleri son bir haftada BIST100 endeksini yaklaşık %11 oranında geride bıraktı.

Tüpraş hisseleri için, %50 İNA, %25 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanına ve %25'ini 2026 tahmini F/K çarpanına ağırlık vererek karma bir değerlendirme kullandık. Değerlememizde, risksiz USD getiri oranını %8,5 olarak varsaydık, ancak terminal dönem için risksiz getiri oranı varsayımımızı %6,5'e düşürdük. 1Ç27 sonunda USD/TRY kurunun 54,28 olacağını tahmin ettik. Tüpraş, RUP yatırımlarıyla ilgili vergi muafiyetlerinden yararlanmaktadır. Hükümet, ihracatçı imalat şirketleri için kurumlar vergisi oranını 2027'den itibaren %12,5'e düşürdü. Revize edilen vergi seviyesinin 2027'den sonra da korunması, değerlememizde yukarı yönlü bir risk oluşturabilir.

Tüpraş Değerleme Özeti		
Özkaynak Değeri	Milyon USD	Ağırlık
İNA	13,247	50%
2026T FD/FAVÖK çarpanı @4.6x	12,350	25%
2026T F/K çarpanı @9.0x	13,124	25%
Makul Değer	12,992	
1Ç27 sonu USD/TL tahmini	54.28	
Hedef Piyasa Değeri, milyon TL	705,162	
12-Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	366.0	
Güncel Fiyat, TL	258.0	
12-Aylık Toplam Beklenen Getiri	42%	

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Tüpraş İNA Analizi

miilyon USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Brent Petrol Tahmini (USD/v)	84.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Net Satışlar	26,109	22,344	21,980	21,008	22,126	22,221	22,221	22,172	22,172	22,173
% büyüme	35%	-14%	-2%	-4%	5%	0%	0%	0%	0%	0%
FAVÖK- Rafinaj	2,202	1,697	1,706	1,299	1,643	1,646	1,747	1,697	1,691	1,684
FAVÖK - Elektrik Üretimi	40	40	41	41	61	61	61	62	62	62
FAVÖK	2,240	1,736	1,745	1,338	1,702	1,706	1,809	1,761	1,757	1,754
FAVÖK Marjı	8.6%	7.8%	7.9%	6.4%	7.7%	7.7%	8.1%	7.9%	7.9%	7.9%
Tüpraş Net Rafineri Marjı (USD/v)	10.5	8.3	8.4	6.9	8.4	8.5	9.1	9.0	9.1	9.3
Ödenen Vergiler	-354	-66	-236	-169	-223	-218	-229	-215	-209	-202
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-111	246	296	37	11	23	15	26	24	25
Yatırım Harcamaları	-700	-500	-500	-650	-500	-500	-500	-500	-500	-500
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	1,074	1,416	1,305	556	991	1,011	1,095	1,071	1,072	1,077
İndirgeme Oranı	0.92	0.81	0.72	0.64	0.57	0.51	0.45	0.40	0.36	0.32
SNA Bugünkü Değer	836	1,151	943	358	566	514	495	431	383	348
Net Bugünkü Değer (2026-2035)	6,025									
Sonsuz Büyüme Oranı	1.0%									
Sonsuz Bugünkü Değer	3,688									
Makul Değer	9,713									
Net Nakit (1Ç26)	1,683									
İştirak ve Azınlık Düzeltmeleri	285									
12A Hedef Piyasa Değeri @ (1+özsermaye maliyeti)	13,247									
Beta	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98
Risksiz Getiri Oranı	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	6.5%
Hisse Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Kurumlar Vergisi	25.0%	12.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
% Borç	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
% Özkaynak	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
Borçlanma Maliyeti	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	7.5%
Özsermaye Maliyeti	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	11.4%
AOSM	12.5%	12.6%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	10.5%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Rafineri Sektörü için Uluslararası Benzer Şirketler (USD bazlı çarpanlar)

Şirket	Bölge	Piyasa Değ. USDmn	FD/FAVÖK				F/K			
			2025	2026T	2027T	2028T	2025	2026T	2027T	2028T
MOL Hungarian Oil	Doğu Avrupa	11,132	3.85	3.50	3.33	3.25	12.16	8.64	7.52	7.91
PKN Orlen	Batı Avrupa	45,335	7.24	3.65	3.89	3.87	61.61	7.47	8.27	9.05
OMV AG	Batı Avrupa	23,199	4.11	2.94	3.23	3.20	18.74	6.86	7.94	8.37
Neste Oil	Batı Avrupa	24,863	17.72	6.51	7.78	8.22	148.69	10.23	13.04	12.66
Hellenic Petroleum	Batı Avrupa	3,568	7.97	4.64	4.99	5.22	19.57	6.19	7.44	7.62
Eni Spa	Batı Avrupa	80,454	6.42	3.65	3.94	4.09	24.08	8.26	9.41	9.43
Repsol	Batı Avrupa	28,088	5.81	3.01	3.48	3.91	12.80	5.53	6.92	7.15
Exxon Mobil	Kuzey Amerika	616,312	9.76	5.97	6.38	6.62	19.60	11.71	12.85	12.75
Chevron Corp	Kuzey Amerika	368,820	9.26	5.36	5.93	6.45	27.22	12.24	13.96	14.41
Phillips 66	Kuzey Amerika	68,849	9.62	6.75	7.09	7.96	16.15	9.76	10.49	11.32
Marathon Petroleum	Kuzey Amerika	71,752	9.04	5.72	6.78	7.72	19.40	8.98	12.05	14.46
Imperial Oil	Kuzey Amerika	61,845	11.69	7.31	8.51	9.32	23.36	11.48	14.56	15.30
Petrochina	Asya Pasifik	297,079	3.95	3.63	3.73	3.52	11.04	8.74	9.17	8.85
Sinopec	Asya Pasifik	89,383	5.50	3.97	3.74	4.28	17.92	12.08	10.72	10.09
Bharat Petrol	Asya Pasifik	14,204	3.85	12.07	6.30	-8.09	4.90	25.27	9.07	8.81
JX Holdings	Asya Pasifik	22,695	6.85	4.20	4.61	5.66	12.14	8.73	11.74	10.28
Reliance Industries	Asya Pasifik	206,510	9.85	9.82	8.91	7.98	20.39	20.12	17.70	15.62
Medyan Çarpanlar			7.2	4.6	5.0	5.2	19.4	9.0	10.5	10.1
Tüpraş - AK Yatırım Tahmini			4.2	3.7	4.7	4.3	11.1	7.3	8.6	7.2
Prim/İskonto			-42%	-20%	-6%	-18%	-43%	-19%	-18%	-28%

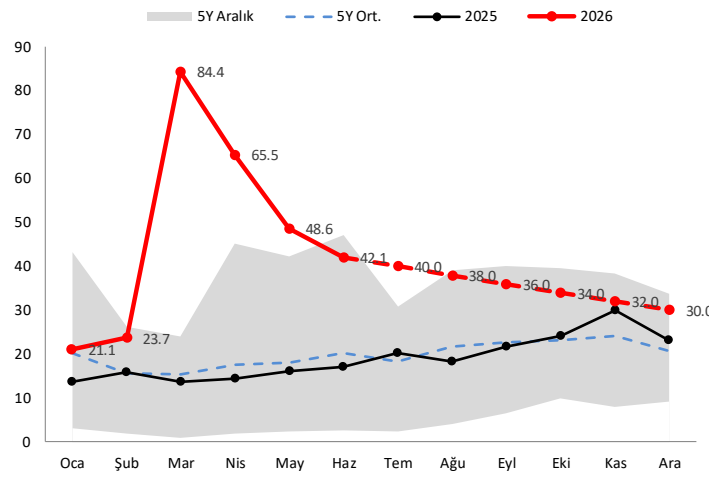
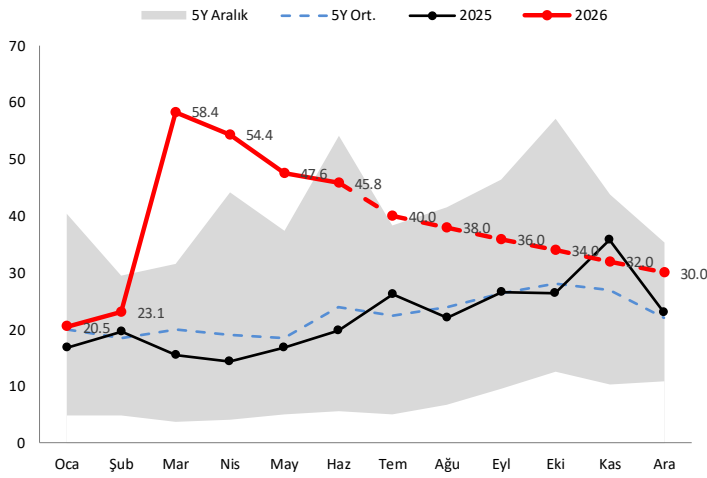
Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ VE BEKLENTİLER

Brent petrol fiyatı savaş öncesi seviyelerde... ABD ve İran arasında 17 Haziran'dan itibaren 60 gün sürecek barış görüşmelerini başlatan mutabakat zaptının imzalanmasının ardından Brent petrol fiyatı 75 USD/v seviyelerinde seyrediyor. Brent petrol fiyatı şubat ayında ortalama 71,2 USD/v seviyesindeyken, nisan ayında 120 USD/v seviyelerine yükselmiş ve son zamanlarda kademeli olarak 73 USD/v seviyelerine gerilemişti. Buna göre, ortalama Brent fiyatı 1Ç26'da 80,6 USD/v ve 2Ç26'da 104,5 USD/v seviyesindeydi. Değerlendirmemizde, Brent fiyatının 2026'nın ikinci yarısında ve sonrasında 75 USD/v seviyelerinde kalacağını varsaydık.

Motorin Ürün Marjları (USD/v)

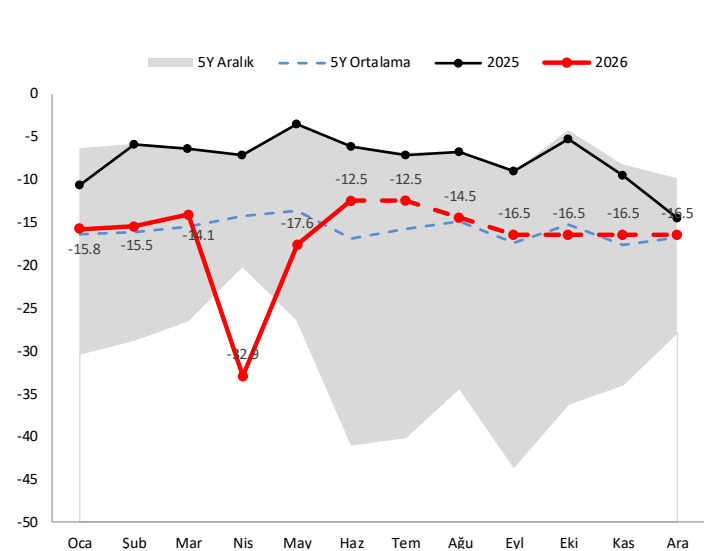
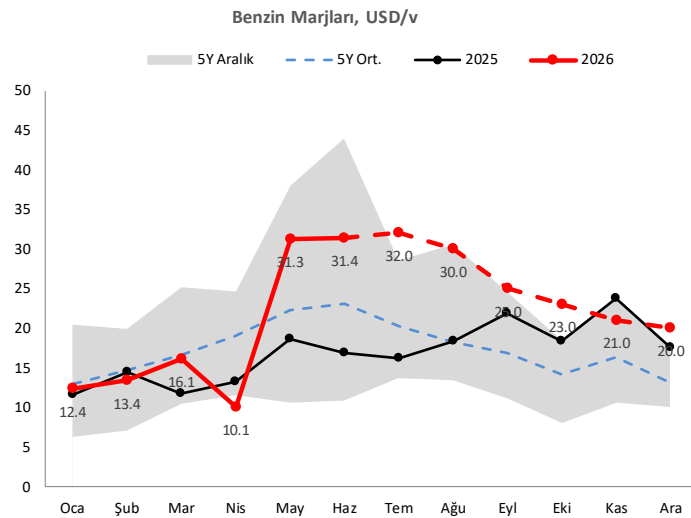
Jet Yakıtı Marjları (USD/v)



Kaynak: Tüpraş

Benzin Marjları (USD/v)

Yüksek Kükürlü Fuel Oil Marjları (USD/v)



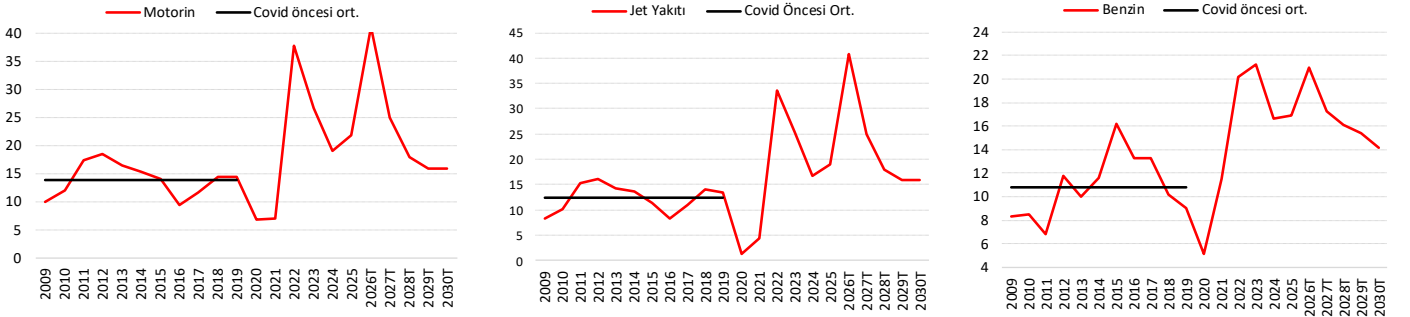
Kaynak: Tüpraş

Nisan 2026'da zirveye ulaştıktan sonra, gerilimin azalması ve Hürmüz Boğazı'nın barış görüşmeleriyle trafiğe açılmasıyla beraber ürün marjları geriledi... Jeopolitik gelişmeler, üretim ve lojistik sorunları, yükselen doğal gaz fiyatları, ağır ham petroldeki prim ve rafineri sektöründe önemli bir kapasite genişlemesinin olmaması, mart-haziran döneminde orta distilat marjlarındaki artışın ana etkenleriydi. Benzinde ise farklı bir hikaye

vardı; ilk başta Nijerya'dan gelen arzla marjlar zayıflarken, ardından Avrupa rafinerilerinin jet yakıtı üretimini en üst düzeye çıkararak benzin üretimini azaltması ve Ukrayna'nın Rus rafineri varlıklarına yönelik devam eden saldırılarıyla beraber mayıs-haziran döneminde benzin marjları 30 USD/v seviyelerinin üzerine çıktı. Rusya'daki üretim sorunlarıyla birlikte orta distilat marjları son zamanlarda 55 USD/v seviyelerinde seyredirken, benzin marjları 40 USD/v seviyelerinin üzerinde seyrediyor. Ukrayna'nın devam eden İHA saldırıları, Rusya'yı Hindistan ve bazı AB ülkelerinden benzin ve dizel ithal etmeye zorluyor.

Kârlı marjı ortamı, hafif bir normalleşmeyle de olsa 2026'da devam edebilir... Ham petrol fiyatlarındaki son düşüşe rağmen, ürün fiyatlarındaki geri çekilmenin şu nedenlere daha yavaş olmasını bekliyoruz: i) Orta Doğu'daki gerilimler sırasında rafineri altyapısına verilen hasarlar göz önüne alındığında, buradaki rafinerilerde üretim artışının zaman alması, ii) Ukrayna'nın Rus rafineri varlıklarına yönelik devam eden İHA saldırıları ve bunun sonucunda üretimde meydana gelen büyük aksamalar, iii) yüksek sezon ve Avrupa'da sıcak hava dalgaları, iv) 4Ç26'da yoğunlaşabilecek gecikmiş bakım faaliyetleri ve v) Orta Doğu'daki gerilimlerin yeniden artması korkusuyla stokları doldurma motivasyonu. Öte yandan, Çin rafinerilerinde potansiyel hızlanma, yukarıda belirtilen faktörleri kısmen hafifletebilir. Ürün marjlarında 2026 sonuna doğru kademeli bir düşüş öngörüyoruz. Uzun vadeli bir perspektifte, orta distilat ürün marjlarının 2029-2030 dönemlerinde kademeli olarak tarihsel ortalamalara normalleşmesini bekliyoruz. Binek otomobillerde dizel yerine benzine olan tercihin artması nedeniyle benzin marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını öngörüyoruz.

Ürün Marj Tahminleri (USD/bl)

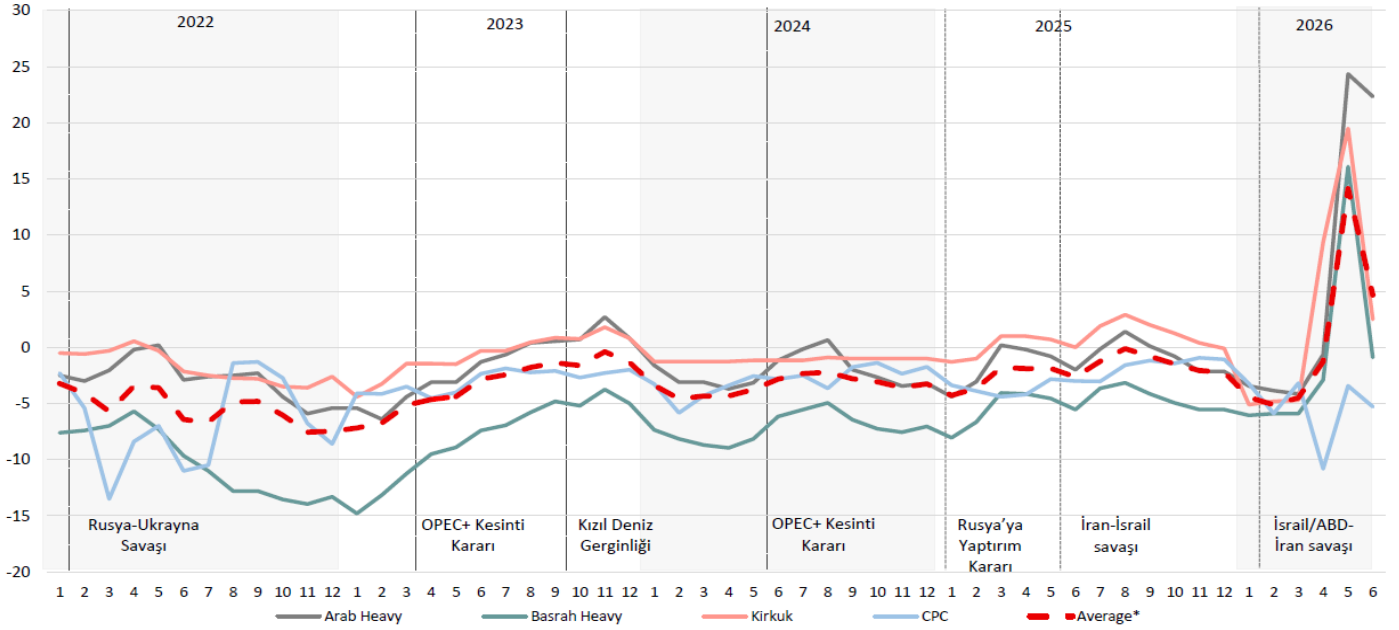


Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Uzun vadeli temel göstergelerde iyileşme... Küresel net rafineri kapasitesi artışlarının, 2024'te +0,7mbd ve 2025'te +0,3mbd'nin ardından 2026'da +0,2mbd'ye yavaşlaması bekleniyor. Küresel karbonsuzlaştırma yatırımlarındaki yavaş ilerlemeye, zayıf altyapıya ve finansman sorunlarına paralel olarak, IEA küresel petrol talebinin 2030-2035 yılları yerine 2040'ta zirve yapmasını bekliyor. Bu, uzun vadeli ham petrol marjı tahminleri için yukarı yönlü bir risk oluşturuyor.

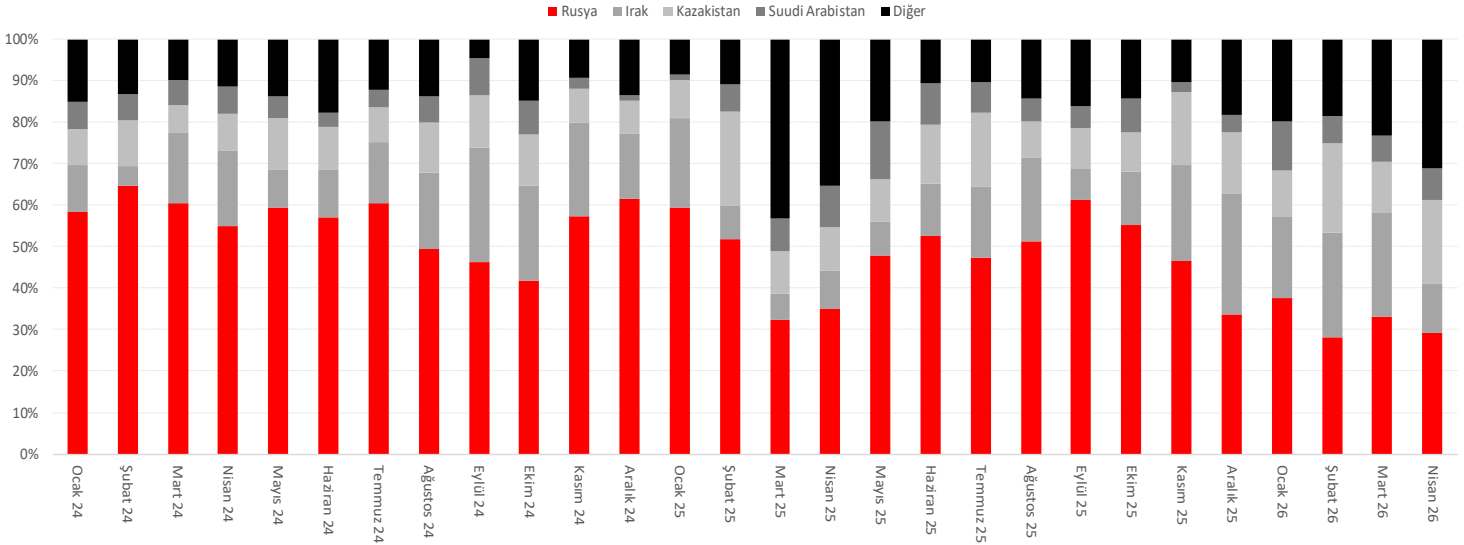
Ağır-hafif ham petrol makasındaki primin azalması... Ağır-hafif ham petrol farkları, Orta Doğu gerilimleriyle ilgili arz kesintileri nedeniyle varil başına 4-5 USD iskonto ile işlem görürken primli hale geldi. Ağır-hafif ham petrol makasındaki prim mayıs ayında 15 USD/v seviyelerine kadar yükselmışken barış görüşmeleri ve Hürmüz'ün trafiğe açılması nedeniyle haziran ayında 5 USD/v seviyesine kadar geriledi. Her ne kadar Tüpraş'ın dünyanın birçok bölgesindeki ham petrolerde tedarik imkanı bulursa da Orta Doğu petrolerinin Brent'e göre priminin azalması bu ay Tüpraş'a olumlu yansımış olabilir.

Ağır- Hafif Ham Petrol Fiyat Makasları (USD/v)



Kaynak: Tüpraş

Türkiye'nin Ham Petrol İthalat Dağılımı



Kaynak: EPDK

Türkiye'nin ham petrol ithalatı giderek çeşitleniyor... Rusya, yaklaşık %30'luk payıyla ham petrol ithalatının en büyük bölümünü oluştururken, Kolombiya, Libya, Norveç ve Guyana da son zamanlarda önemli ham petrol tedarikçileri olarak ortaya çıkıyor ve Nisan 2026 itibarıyla Türkiye'nin ithalatında toplam %21'lik bir paya sahipler. Türkiye, ABD ve AB yaptırımlarına uyarak Rus ham petrolü tedarik ediyor. ABD'nin, Orta Doğu'daki gerilimlerle birlikte yükselen ham petrol fiyatlarına paralel olarak 12 Mart'ta Rus petrolüne yönelik yaptırımlara ilk kez muafiyet getirdiğini belirtmek gerekir. SPGlobal verilerine göre, ilk lisans 12 Mart'ta verilmiş ve 11 Nisan'da sona ermiş, ikincisi 17 Nisan'da verilmiş ve 16 Mayıs'ta sona ermiş, son muafiyet ise 18 Mayıs'ta verilmiş ve 17 Haziran'da sona ermiştir. Bu arada, ABD, 60 günlük barış görüşmelerinin başlamasıyla İran'a yönelik yaptırımlardan

muafiyet sağlamıştı, ancak son dönemde bölgedeki çatışmaların artmasıyla dün ABD bu muafiyeti kaldırdığını açıkladı.

Ağır-hafif ham petrol makasıyla ilgili projeksiyonumuz... Değerlendirmemizde, Tüpraş'ın 2026 yılındaki ham petrol maliyetinde Brent'e göre 4 USD/v prim varsaydık. Ağır-hafif ham petrol makasının normalleşerek 2027'de -2,0 USD/v'e dönüşeceğini ve 2028'de -5 USD/v'e ulaşarak daha da genişleyeceğini öngörüyoruz.

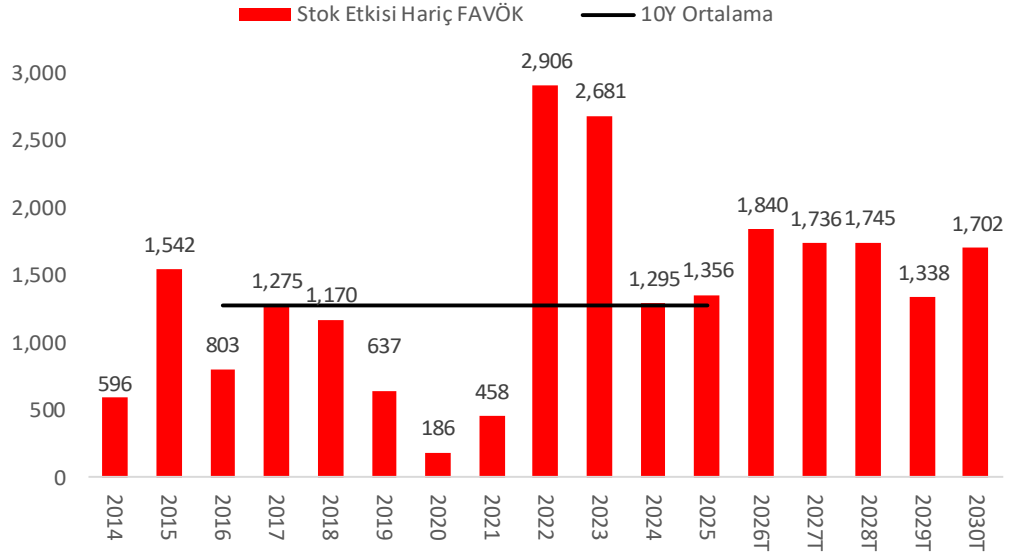
Güçlü marj ortamının etkisini 2Ç26 sonuçlarında görme zamanı... Ürün marjlarındaki keskin artış, 2Ç26'da Tüpraş için güçlü bir karlılığı ima ediyor. İlk tahminlerimiz, bu dönemde 650-700 milyon dolar FAVÖK'e işaret ederken FAVÖK 1Ç26'da 356 milyon doları ve 2Ç25'te 349 milyon dolar seviyesindeydi. Beklenenden daha yüksek stok kaybı ve daha olumsuz ham petrol fiyat makası, tahminlerimiz için aşağı yönlü bir risk oluşturabilir.

Yönetimin öngörülerine yönelik yukarı yönlü riskler... Yönetim, 2026'da üretim ve satış hacminin sırasıyla 29 milyon (2025: 26,9 milyon) ve 30 milyon (2025: 29,4 milyon) ton olmasını bekliyor. Kapasite kullanım oranının 2025'teki %93,5'e kıyasla %95-100 aralığında olması bekleniyor. Net rafineri marjının 2025'teki 7 USD/bl'ye kıyasla 2026'da 6-7 USD/bl aralığında olması öngörülüyor. Tanker alımlarının gecikmesi nedeniyle konsolide yatırım harcamalarının 2025'teki 476 milyon dolardan 2026'da 700 milyon dolara yükselmesi bekleniyor. Ürün marjlarındaki kuvvetli seyrin bir süre daha devam etmesi ve ağır-hafif ham petrol makasında Tüpraş lehine gelişmeler sayesinde 2026'da net rafineri marjının 10,5 USD/v olmasını bekliyoruz.

Tüpraş, güçlü net nakit pozisyonuyla yüksek faiz ortamında avantajlı konumda bulunuyor... Tüpraş, 1Ç26 sonunda 75 milyar TL (1,7 milyar dolar) net nakit pozisyonuna sahiptir. Bu arada, şirket 30 Eylül 2026'da 13 milyar TL nakit temettü dağıtacak. 2026'da jeopolitik ortama bağlı olarak değişen ham petrol tedariki nedeniyle net işletme sermayesi çıkışının olabileceğini varsayarak nakit akışında nispeten muhafazakar bir yaklaşım benimsiyoruz. Buna göre, 2026 yıl sonu itibarıyla net nakit pozisyonunda sınırlı bir iyileşme bekliyor ve 2,0 milyar dolar net nakit pozisyonu öngörüyoruz (2025 sonu: 1,3 milyar dolar). Tüpraş, değişen finansman koşullarından faydalanmak için nakit bakiyelerini etkin bir şekilde yönetiyor. İşletme faaliyetlerinden güçlü nakit akışı ve nispeten düşük sermaye harcamalarıyla birlikte, tahmin ufkumuzda serbest nakit akışının yıllık ortalama 1 milyar dolar civarında olacağını öngörüyoruz.

Kısa/orta vadede stok etkisi hariç FAVÖK'ün tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyoruz... Tüpraş'ın stok etkisi hariç FAVÖK'ü, Rusya-Ukrayna savaşının başlamasıyla ürün marjlarının yükseldiği ve ham petrol fiyat makasının aynı zamanda elverişli olduğu 2022-2023 döneminde 2,7-2,9 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştı. Bu kez, yüksek sezonda ürün marjlarının 2022-2023 dönemine kıyasla daha düşük olacağını, ayrıca, ağır-hafif ham petrol makasının da primli olacağını varsayıyoruz. Buna göre, 2026 yılında stok etkisi hariç FAVÖK'ün yaklaşık 1,8 milyar dolar olmasını bekliyoruz. Ürün marjlarının normalleşmesinin ham petrol fiyat makasındaki olumlu gelişmelerle kısmen dengeleneceği bir ortamda, 2027'de stok etkisi hariç FAVÖK'ün 1,7 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz. Ürün marjlarında devam eden normalleşmenin ham petrol makasında daha fazla toparlanma ve SAF satışlarından gelen katkı ile dengelenerek FAVÖK'ün 2028'de yatay kalacağını tahmin ediyoruz. 2029'da RUP ünitesinde büyük bir bakım duruşu varsaydığımızdan, bu dönemde FAVÖK'te 1,3 milyar dolar seviyesine doğru keskin bir düşüş öngörüyoruz. Uzun vadede, SAF satışlarından gelen olumlu katkıyla FAVÖK'ün 1,6-1,7 milyar dolar aralığında olmasını öngörüyoruz.

Tüpraş Stok Etkisi Hariç FAVÖK (milyon USD)



Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Enflasyona göre düzeltilmiş bazda, 2026 yılında FAVÖK'te %43 ve net kârda yaklaşık %90 reel büyüme bekliyoruz... Rafineri sektöründeki destekleyici temeller sayesinde güçlü yıllık büyüme gösteren Tüpraş'ın 2026 yılında 116 milyar TL FAVÖK ve 72 milyar TL net kâr bildirmesini bekliyoruz. Ayrıca, net kâr, imalat şirketleri için kurumlar vergisi oranının 2027'den itibaren %25'ten %12,5'e revize edilmesi nedeniyle daha düşük efektif vergi oranıyla desteklenebilir. Değerlememizde, 2027 yılında faaliyet karı üzerindeki verginin %12,5 olduğunu varsaydık, ancak daha muhafazakar olmak adına 2028'den itibaren önceki seviye olan %25'e yükselttik. Bu arada, Tüpraş'ın RUP ile ilgili faydalandığı yatırım teşviklerini de net vergi ödemesi hesabımıza dahil ediyoruz.

Varsayımlarımıza yönelik riskler... Ürün marjlarındaki keskin düşüş ve ağır-hafif ham petrol makasında sürekli daralma, aşağı yönlü bir risk faktörü olabilir. Tüpraş için ham petrol tedarikinde yaşanabilecek herhangi bir sorun ve beklenenden daha sert doğalgaz fiyat artışları, tahminlerimiz için diğer olumsuz risk faktörleridir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 İnternet 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.