

Tüpraş

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 367,3TL

30 Mart 2026

(08:30)

Rekor Marjlar, Temkinli Fiyatlama

- TUPRS için Endeks Üzeri Getiri (EÜ) tavsiyemizi koruyor, 12-aylık hedef fiyatımızı 367,3TL'ye (Önceki: 264,8TL) yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız %53 artış potansiyeline işaret etmektedir.
- Model portföyümüzde yer alan TUPRS hisseleri yılbaşından bu yana %35,8 nominal getiri sağlarken, BITS-100'ün %23 üzerinde bir performans göstermiştir. TUPRS'in 4,1x tahmin ettiğimiz 2026 FD/FAVÖK çarpanı 7,5x olan benzer şirket çarpanlarına kıyasla %45,3 iskontoya işaret etmektedir.

Marjlar rekor seviyelerde seyrediyor. Orta Doğu'da yaşanan gerginliğin etkisiyle jet ve dizel crack marjları 2022'de görülen seviyelerin de üzerine yerleşti. Avrupa jet yakıtı crack marjları Mart ayında ortalamada 93\$/v'ya (Şubat: 25\$/v), dizel marjları 55,6\$/v'ye (Şubat: 24,4\$/v), benzin marjları ise 21,8\$/v'ye (Şubat: 14,6\$/v) yükseldi. Tüpraş için hesapladığımız ağırlıklandırılmış ortalama ürün marjı (WACM) ise 38,3\$/v'ye (Şubat: 13,5\$/v) ulaştı. Tüpraş 2022 yılında çeyreklik bazda jet yakıtı crack marjında 44,9\$/v (2Ç22), dizelde 45,4\$/v (4Ç22), benzinde ise 35,5\$/v (2Ç22) seviyelerini raporlamıştı. Şirket aynı zamanda bu dönemde diferansiyellerden de 4-6\$/v fayda sağlamıştı. Bu yılın ilk çeyreğinde diferansiyel etkisinin sınırlı olduğunu varsayıyoruz.

Finansallar ilk çeyrekte Mart marjlarının etkisini yansıtacak. Ayın son günlerinde marjların mevcut seviyelerde yatay seyrettiği senaryoda; 1Ç26 ortalamasında jet yakıtında 43\$/v, dizelde 33\$/v, benzinde 16\$/v seviyeleri görülebilir. Bu varsayımlarla birlikte şirketin 1Ç26 satışlarının 6mlr USD, brüt kârının 850mn USD, faaliyet kârının 630mn USD, FAVÖK'ünün ise 700mn USD bölgesinde gerçekleşmesini bekleriz.

Mayıs ayından itibaren crack marjlarında kademeli normalleşme, 2026 için baz senaryomuzu oluşturuyor. 2026 tahminlerimizde dizel için 27\$/v, jet yakıtı için 32\$/v, benzin için ise 21\$/v tahminiyle ilerliyoruz. Bu operasyonel verilerle 2026'da satış gelirlerinin 23,3mlr USD, faaliyet kârının 1,878mn USD, FAVÖK'ün ise 2,173mn USD seviyesinde oluşacağını modelliyoruz. Stok etkisi nedeniyle 2026'da işletme sermayesinin 368.6mn USD artacağını ve bunun 2026 serbest nakit akımı üzerinde bir miktar baskı yaratabileceğini tahmin ediyoruz.

Jeopolitik gelişmeler marjlar üzerinde aşağı/yukarı yönlü risk unsuru olarak kalmaya edecek. Barış sürecine ilişkin zamanlamaya ilişkin bir tahmin yapamamak da olası bir barış senaryosunda Hürmüz'ün devreye girmesiyle marjlarda ortalama düzeyine, kademeli bir geri çekilme bekleriz. Marjlarda kademeli normalleşme beklentimizi 4 faktöre dayandırıyoruz:

- Hürmüz'den Akdeniz teslimlerinin 20-30 gün, Kuzey Avrupa teslimlerinin ise 30-45 gün olması
- Orta Doğu'da üretim dışı kalan rafinerilerin yeniden faaliyete geçmesinin zaman alacak olması
- Normalleşme döneminin yüksek sezona denk gelmesi ve Avrupa'nın stok artışı için uygun ortama sahip olmaması
- Her jeopolitik kriz sonrası marjların uzun dönem ortalama düzeyine daha üzerine yerleşme trendi

Normalleşme sürecinin uzaması halinde şirketin bu durumdan fayda sağlamaya devam etmesini bekleriz. 2. çeyreğin mevcut marjlarla geçildiği senaryoda; çeyreklik bazda brüt kârda %100, FAVÖK'te ise %75'lik bir artış yaşanabilir. Bu senaryonun değerlememize etkisi +%5'tir.

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL240.50	TL367.3	53%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL463,394mn	USD10,463mn	TL406,407mn

Hisse Senedi Bilgileri (27.03.2026)			
Bloomberg/Reuters:		TUPRS.TI / TUPRS.IS	
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	24%	20%	47%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		108.63 / 259	
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:		7,383.0	
YBB Getiri:		36%	
Beta (2yıl, haftalık)		0.90	
BIST-100 ağırlığı		3.7%	
Hisse Adedi (mn):		1,926.8	
Yabancı Payı :		Mevcut	12A Önce
		32.7%	21.2%

Kısaca Şirket

TÜPRAŞ, Türkiye'nin en büyük rafineri şirketi olup yaklaşık 30 milyon ton/yıl ham petrol işleme kapasitesiyle ülkenin rafinaj ihtiyacının tamamını karşılamaktadır. İzmit, İzmir, Kırıkkale ve Batman'daki dört rafinerisiyle faaliyet gösteren şirket; motorin, benzin, jet yakıtı ve LPG gibi geniş bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Üretimine büyük kısmını iç pazara yönlendirirken, ihracat faaliyetleriyle uluslararası pazarlarda da yer almaktadır. Şirketin iş modeli, ham petrolün tedarik edilerek rafinaj sürecinden geçirilmesi ve katma değerli ürünlere dönüştürülmesine dayanmaktadır. Yüksek kompleksiteye sahip rafineri yapısı sayesinde farklı ham petrol türlerini işleyebilmekte ve marjlarını optimize edebilmektedir. Ayrıca TÜPRAŞ, enerji dönüşümü kapsamında biyoyakıt ve düşük karbonlu üretim yatırımlarına odaklanarak sürdürülebilir büyümeyi desteklemektedir.

Ortaklık Yapısı

Enerji Yatırımları A.Ş.	46.4%
Koç Holding	4.3%
Halka Açık	49.4%

Özet Finansallar*	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	1,060,730	830,356	1,115,797	963,283
Yıllık Değişim	7%	-22%	34%	-14%
FAVÖK (TLmn)	66,368	62,073	99,476	68,846
Yıllık Değişim	-52%	-6%	60%	-31%
Net Kar (TLmn)	23,973	29,523	63,851	42,135
Yıllık Değişim	-69%	23%	116%	-34%
FAVÖK marjı	6.3%	7.5%	8.9%	7.1%
Net Kar marjı	2.3%	3.6%	5.7%	4.4%
F/K (x)	19.3	15.7	7.3	11.0
FD/FAVÖK (x)	6.1	6.5	4.1	5.9
FD/Net Satışlar (x)	0.4	0.5	0.4	0.4
Hisse Başına Kar(TL)	12.4	15.3	33.1	21.9
Hisse Başına Temettü	33.13	18.08	17.13	35.38
Temettü Verimi	13.8%	7.5%	7.1%	14.7%
Özkaynak karlılığı	12%	8%	16%	9%

*Veriler, 2025 yılına ilişkin satın alma gücü paritesi tahminlerimiz baz alınarak hesaplanmış olup, takip eden yıllar için reel değişim oranları kullanılmıştır.

Analist: Cenk Özdemir

+90 (212) 384 1119

cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	1,060,730	830,356	1,115,797	963,283
Satışların Maliyeti	-971,684	-749,124	-989,253	-865,176
Brüt Kar	89,046	81,232	126,544	98,107
Diğer Gelir/Gider	-7,039	-5,800	-7,181	-7,086
Faaliyet Kârı	46,741	41,647	89,920	61,482
Amortisman Giderleri	12,587	14,626	16,737	14,449
FAVÖK	66,368	62,073	99,476	68,846
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	-20	16	20	21
İştiraklerden Gelir Gider	1,888	1,272	1,782	1,521
Net Finansal Gelir/Gider	-7,056	833	1,197	989
Vergi Öncesi Kar	41,552	43,769	85,738	56,928
Vergi	-16,639	-13,896	-21,434	-14,232
Azınlık Payları	940	349	452	561
Net Kar	23,973	29,523	63,851	42,135
Brüt Kar Marjı	8.4%	9.8%	11.3%	10.2%
FAVÖK Marjı	6.3%	7.5%	8.9%	7.1%
PBT Margin	3.9%	5.3%	7.7%	5.9%
Net Kar marjı	2.3%	3.6%	5.7%	4.4%
Satış Büyümesi	7.0%	-21.7%	34.4%	-13.7%
FAVÖK büyümesi	-52.2%	-6.5%	60.3%	-30.8%
Net Kar büyümesi	-69.0%	23.2%	116.3%	-34.0%
Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	242,924	236,931	313,200	309,866
Nakit ve Nakit Benzerleri	96,251	107,237	135,255	157,298
Ticari Alacaklar	48,524	52,753	61,140	52,783
Stoklar	78,899	62,145	97,570	82,962
Diğer Dönen Varlıklar	19,251	14,796	19,235	16,823
Duran Varlıklar	351,493	355,043	378,919	410,601
Toplam Varlıklar	594,417	591,974	692,119	720,467
Kısa Vadeli Yükümlülükler	194,726	169,748	199,462	183,322
Kısa Vadeli Borçlanmalar	11,851	21,821	21,537	21,752
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	135,971	105,513	135,514	118,517
Diğer Borçlar	45,345	41,809	42,411	43,052
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,015	52,398	49,930	50,573
Uzun Vadeli Borçlanmalar	13,004	28,429	25,842	26,359
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,012	23,969	24,089	24,214
Özkaynaklar	374,675	369,828	442,727	486,573
Toplam Kaynaklar	594,417	591,974	692,119	720,467
Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FAVÖK	66,368	62,073	99,476	68,846
İşletme Sermayesindeki değişim	-17,648	9,022	13,806	1,315
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	85,224	88,182	86,171	75,754
Yatırımlar	-33,513	-38,553	-44,175	-53,500
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan	-32,439	-38,186	-43,455	-52,956
Temettü	-63,828	-34,845	-33,000	-68,179
Net borçtaki değişim	22,451	30,023	31,750	32,000
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan	-6,206	-32,944	-32,541	-29,432
Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FAVÖK	-1.1	-0.9	-0.9	-1.6
Net Borç/Sermaye	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Yatırımlar/Satış gelirleri	3.2%	4.6%	4.0%	5.6%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirler	-1.7%	1.1%	1.2%	0.1%
Özkaynak Karlılığı	12.5%	7.9%	15.7%	9.1%
Yatırımlar Sermaye Getirisi	17.0%	7.6%	14.8%	9.0%

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Tüpraş Operasyonel ve Finansal Varsayımlar

Crack Marj ve Brent Varsayımları

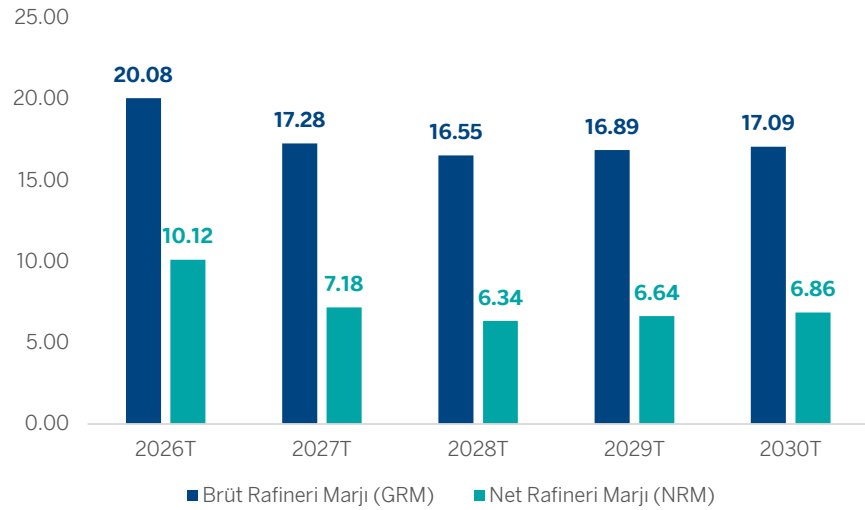
Ürün Crack Marjları (\$/v)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dizel	27	23	22	21	20
Jet Yakıtı*	32	20	20	25	28
Benzin	21	17.5	16	15	15
Fuel Oil	-10	-6	-6	-6	-6

*Sürdürülebilir havacılık yakıtı projeksiyonlarımız, jet yakıtı cracklerine dahildir.

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Brent (\$/v)	80	70	65	60	60
Petrol Diferansiyelleri (\$/v)	-1	-2	-2	-2	-2

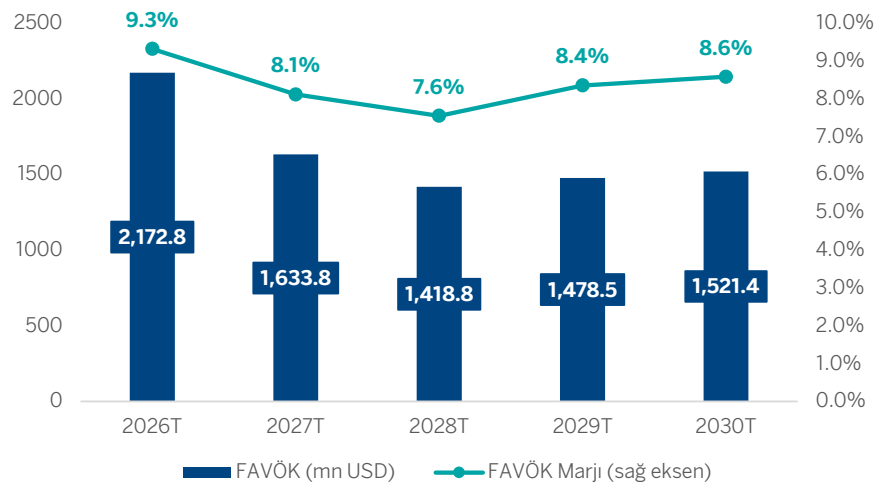
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Brüt ve Net Rafineri Marjı Varsayımları



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

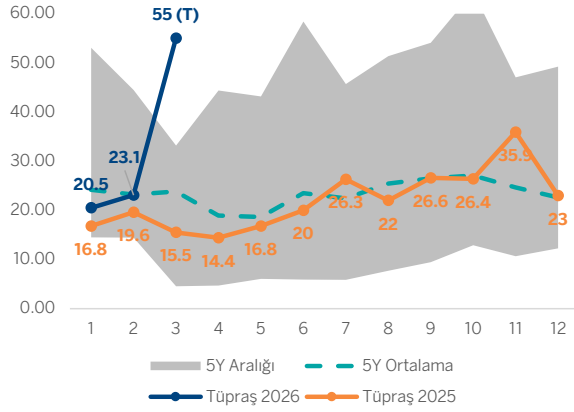
FAVÖK ve FAVÖK Marjı Tahminleri



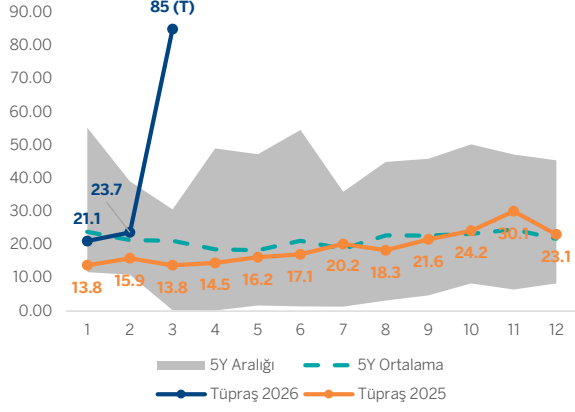
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Tüpraş Ürün Marjları

Dizel (\$/v)

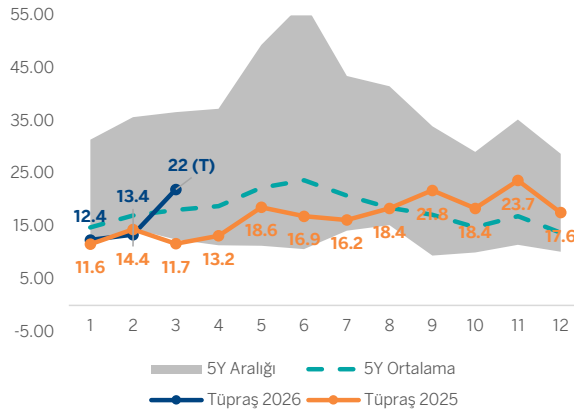


Jet Yakıtı (\$/v)

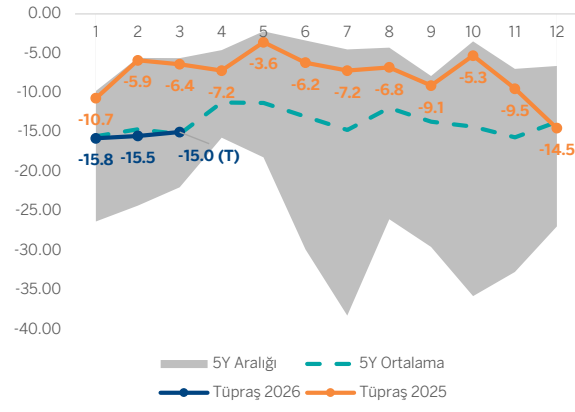


Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Benzin (\$/v)

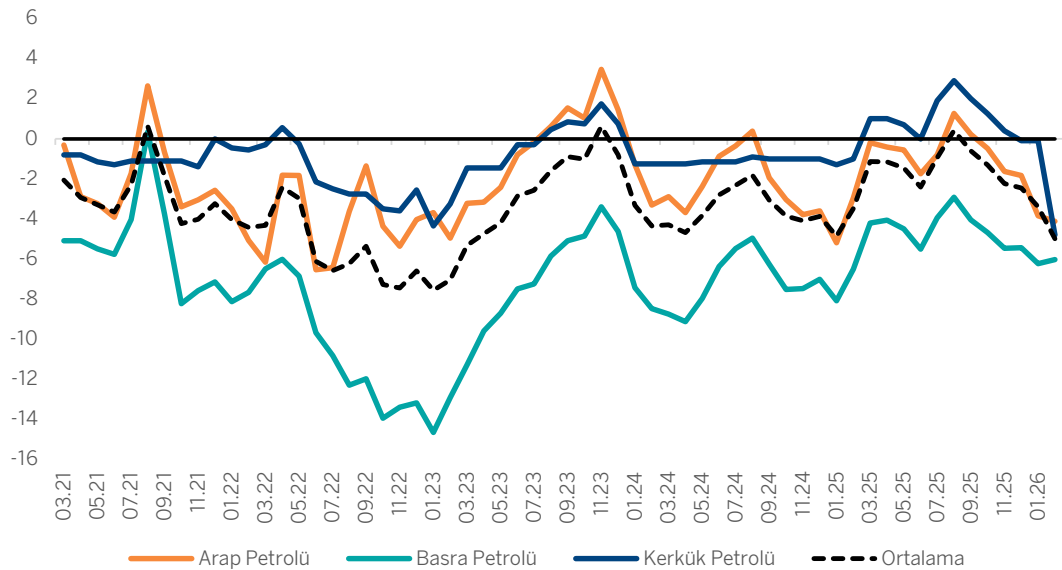


Yüksek Kükürtlü Fuel Oil (\$/v)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

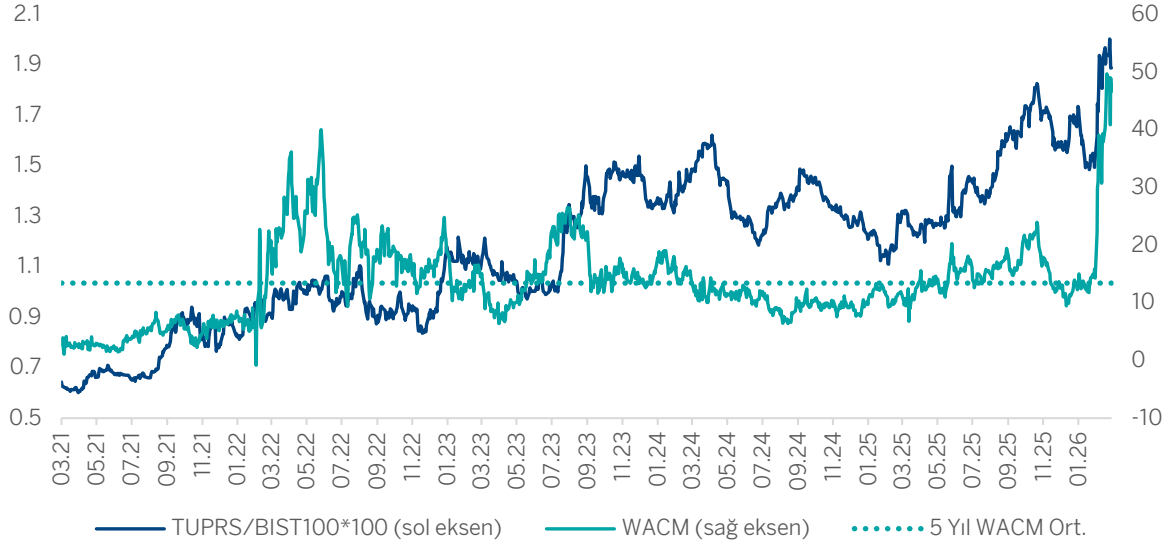
Petrol Diferansiyelleri* (\$/v)



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, *Gecikmeli

Tüpraş Ağırlıklandırılmış Ortalama Ürün Marjı

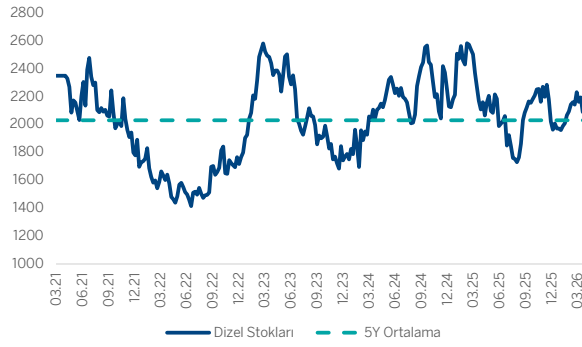
Ağırlıklandırılmış Ortalama Ürün Marjı (WACM) (\$/v) ve BIST100 Rölatif Performans



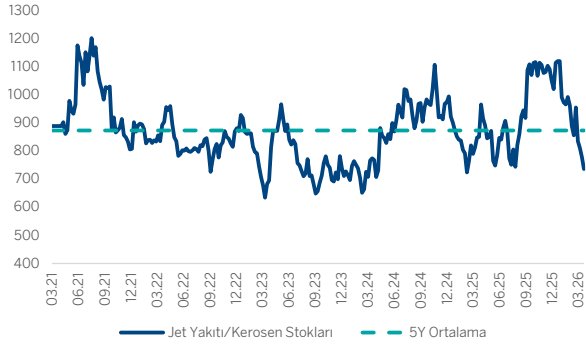
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Avrupa Ürün Stokları

Dizel (000 metrik ton)

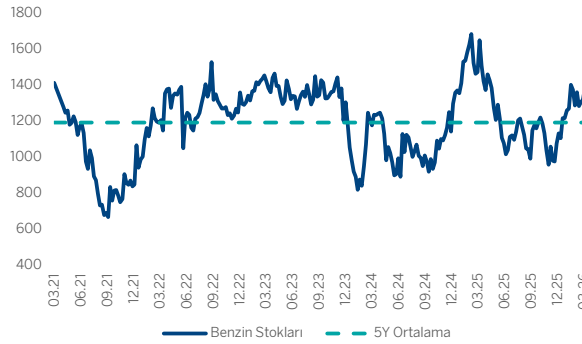


Jet Yakıtı (000 metrik ton)

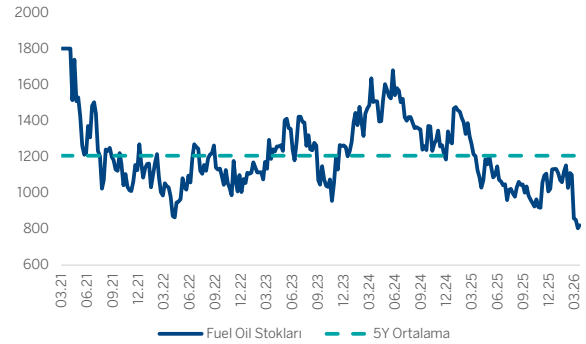


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Benzin (000 metrik ton)



Yüksek Kükürtlü Fuel Oil (000 metrik ton)



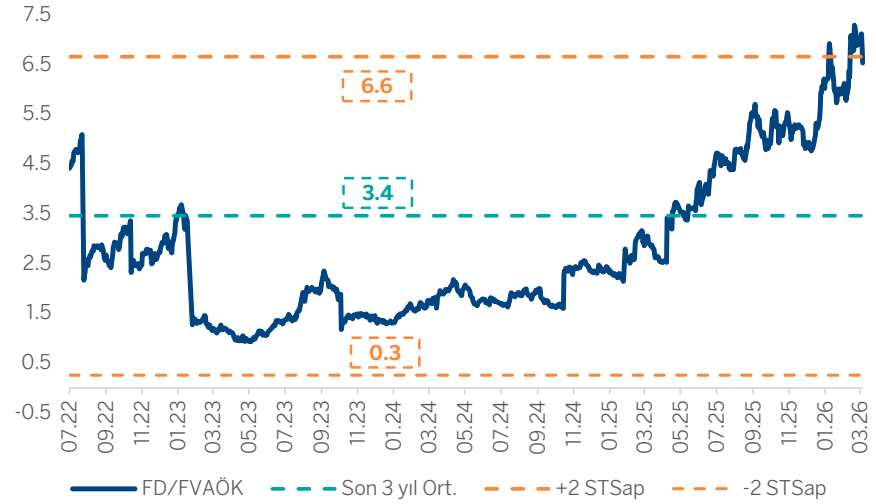
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Ek-1 Tüpraş 4Ç25 Finansal Sonuçları

Tüpraş Özet Finansal Sonuçlar (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	12A24	12A25	4Ç25/4Ç24	Değişim 4Ç25/3Ç25	12A25/12A24
Satış Gelirleri	227,064	188,642	205,485	230,276	205,953	1,060,730	830,356	-9%	-11%	-22%
Brüt Kar (Zarar)	14,868	15,656	19,999	24,691	20,886	89,046	81,232	40%	-15%	-9%
Faaliyet Karı	7,965	8,025	11,889	17,010	10,523	53,781	47,447	32%	-38%	-12%
FVAÖK	10,539	12,095	15,582	20,649	14,245	66,368	62,073	35%	-31%	-6%
Net Diğer Gelir/Gider	100	-3,398	-1,094	-1,226	-82	-7,039	-5,800	a.d.	a.d.	a.d.
Yatırım Faal. Gelir/Gider	-2	8	30	-41	19	-20	16	a.d.	a.d.	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	68	-1,556	835	966	588	-7,056	833	767%	-39%	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-1,563	-2,432	248	-478	-814	-19,088	-3,476	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	8,877	3,013	12,362	17,233	11,161	41,552	43,769	26%	-35%	5%
Vergi Geliri (Gideri)	-3,254	-2,870	-2,330	-4,443	-4,253	-16,639	-13,896	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	5,094	115	9,966	12,691	6,750	23,973	29,523	33%	-47%	23%
Net Nakit	71,396	25,596	48,981	74,431	56,988	71,396	56,988	-20%	-23%	-20%
Çalışma Sermayesi	8,549	-19,662	-1,091	7,873	-9,385	8,549	-9,385	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	18,323	-22,986	38,328	38,919	-1,366	52,645	52,895	a.d.	a.d.	0%
Özsermaye	374,675	340,731	349,448	363,631	369,828	374,675	369,828	-1%	2%	-1%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	6.5%	8.3%	9.7%	10.7%	10.1%	8.4%	9.8%	3.6 puan	-0.6 puan	1.4 puan
Faaliyet Kar Marjı	3.5%	4.3%	5.8%	7.4%	5.1%	5.1%	5.7%	1.6 puan	-2.3 puan	0.6 puan
FVAÖK Marjı	4.6%	6.4%	7.6%	9.0%	6.9%	6.3%	7.5%	2.3 puan	-2.1 puan	1.2 puan
Net Kar Marjı	2.5%	0.1%	4.9%	5.6%	3.4%	2.3%	3.6%	0.9 pp	-2.2 pp	1.2 pp

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Ek-2 Tüpraş Tarihsel FD/FVAÖK



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,

34340 Beşiktaş / İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.