

## TUPRS İÇ26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Beklentilerimizin hafif üzerinde net kar:** Tüpraş 1Ç26'da 3,472 milyon TL olan beklentimizin üzerinde ve ortalama piyasa tahmini olan 3,808 milyon TL'nin altında 3,709 milyon TL net kar açıkladı. Net kar bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %2327 yükseldi. Mevsimsel olarak ilk çeyrek şirket için genel olarak zayıf geçmektedir. Ancak, bu çeyrekte marjlarda ve karlılıkta hızlı yükseliş sonrası şirket 2017 yılından beri en yüksek ilk çeyrek kapasite kullanım oranı seviyesine ulaştı. Ayrıca bu çeyrek iyi performans sergilemesinde : i-) İran – ABD savaşı kaynaklı ürün marjlarında hızlı artış Ertelenmiş vergi gelilerinin beklentimizden daha iyi gerçekleşmesi ii- marjlarda iyileşme nedeniyle operasyonel karlılığın beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi iii-) parasal kazanç/kayıp kaleminin beklentimizden daha az kayıp oluşturması etkili oldu.
- Net satışlar beklentilerimizin %4 üzerinde kaldı.** Tüpraş yılın ilk çeyreğinde 258,253 milyon TL satış geliri elde ederken, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak beklentimiz 248,024 seviyesinde yer aldı. Ortalama piyasa beklentisi ise 237,820 milyon TL seviyesinde yer alıyordu. Böylelikle şirket hem bizim hem de piyasanın beklentisi üzerinde satış geliri elde etti. Satış geliri bir önceki çeyreğe göre yaklaşık %14 artış gösterdi. 1Ç26'da güçlü talebin etkisiyle yurt içi benzin satışları zirve seviyelerde kalmaya devam etti. Türkiye talebi, benzin ve jet yakıtı talebindeki artışın etkisiyle 2026'nın ilk iki ayında yıllık bazda %2,4 büyüdü. Türkiye'nin yakıt talebi yıllık bazda %2 artış gösterdi. Talepteki artışın %13,2'si benzinden ve %5,5'i jet yakıtından kaynaklanırken motorin talebi sabit seyretti. Yurt içi satışlar yıllık bazda %20 artış gösterdi. Artışa en büyük katkı motorin satışlarından geldi. Kapasite Kullanım Oranı (KKO) %95 olurken, 1Ç26'da toplam 6,8 milyon Ton üretim gerçekleştirildi.
- Ağırlıklı ortalama ürün marjları yükseldi:** Tüpraş, 1Ç 2026'da 7.4 milyon ton satış gerçekleştirdi. Orta distilat ürün marjları, Orta Doğu'da meydana gelen kesintiler, geçici rafineri duruşları ve ürün ile ham petrol akışındaki kısıtlar nedeniyle rekor seviyelere ulaştı. Motorin ürün marjları, Orta Doğu'daki rafineri duruşlarının yol açtığı ciddi arz kısıtlamaları ve Hürmüz Boğazı'ndaki akışın kesintiye uğraması nedeniyle tarihsel seviyelerin üzerine çıktı. Bir önceki yılın ilk çeyreğinde 12,5(\$/v) olan benzin marjı bu çeyrek itibarıyla 14,0(\$/v) seviyesine yükseldi. Motorin marjı 34,0(\$/v) ile önemli yükseliş gerçekleştirdi. Jet yakıtı marjları, Körfez Bölgesindeki ticaret akışının kısıtlanması ve rafineri kesintileri nedeniyle 43,1 (\$/v) ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştı. Şirket, 2026 yılı tahminlerinde revizyona gitmedi. Net rafineri marj beklentisi 6-7\$ yaklaşık yıllık 29 milyon ton üretim, yaklaşık 30 milyon ton yıllık satış, ortalama %95-100 kapasite kullanım oranı beklentisi korundu.

**"AL"**  
**Hedef Fiyat: 376.90 TL**  
**Önceki Hedef Fiyat: 289.90 TL**  
**12 Aylık Getiri Potansiyeli : 39%**

### Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat ( TL/hisse)	376.90
Önceki Hedef Fiyat ( TL/hisse)	289.90
Kapanış (TL/hisse)	271.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	39%
Piyasa Değeri (milyon TL)	522,162
Piyasa Değeri (milyon USD)	11,567
Firma Değeri (milyon TL)	447,455
Sermaye (milyon TL)	1,927
Halka Açıklık Oranı (%)	49.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	830,356	1,251,052	1,098,255
Büyüme (%)	-22%	50.7%	-12.2%
FAVÖK	62,073	119,985	101,588
Büyüme (%)	-6%	93%	-15%
Net Kar	29,523	61,883	58,720
Büyüme (%)	23%	110%	-5%

### Karlılık (%)

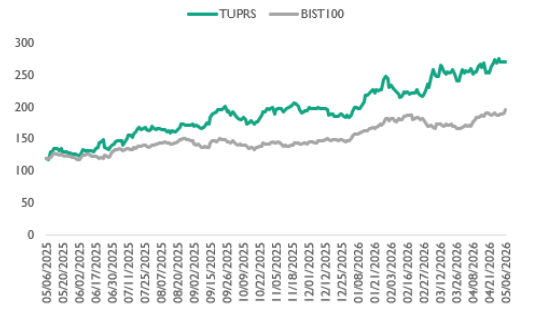
FAVÖK Marjı	7.5%	9.6%	9.2%
Net Kar Marjı	3.6%	4.9%	5.3%

### Borçluluk

Net Borç	-62,709	-96,040	-91,077
Net Borç /FAVÖK	-1.01	-0.80	-0.90

### Değerleme Çarpanları

F/K	17.7	8.4	8.9
FD/FAVÖK	7.2	3.7	4.4



### Analist

**Dr. Kutay Gözgör**

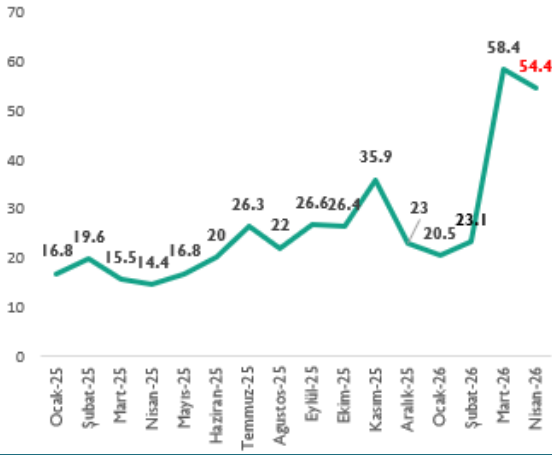
[kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr](mailto:kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr)



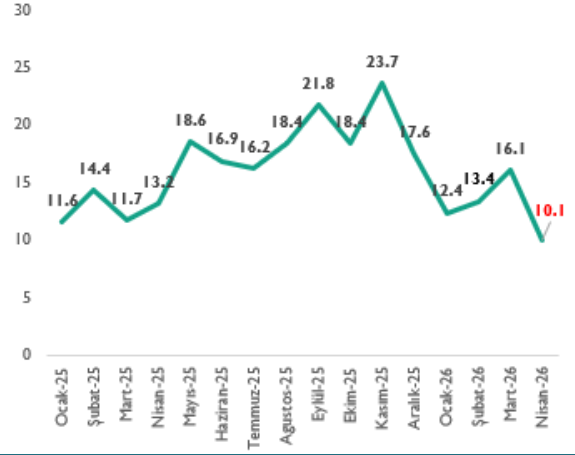
## TUPRS 1Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Beklentilerimizin Altında FAVÖK:** Tüpraş'ın 1Ç26 FAVÖK geliri 15,795 milyon TL olarak gerçekleşti. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak FAVÖK beklentimiz 17,610 milyon TL seviyesinde yer alırken beklentimizin yaklaşık %11 altında FAVÖK açıkladı. Ortalama beklenti ise 16.392 milyon TL seviyesinde yer alıyordu. Şirketin FAVÖK marjı ise 1Ç26'da %6.12 oldu. (1Ç25: %6.15). Net kar marjı ise yılın ikinci çeyreğinde %1.44 oldu.(1Ç25:%0.06)
- İran – ABD arasında yaşanan gelişmeler kaynaklı ürün marjlarında hızlı yükseliş yaşansa da, marjların daha çok Mart ayında yükselmesinden dolayı ortalama olarak marjların daha ılımlı yükselmesi bilançoyu etkiledi. Özellikle jet yakarında hızlı yükselişin bilançoya yansımada önemli bir gecikme etkisi olduğunu değerlendiriyoruz. Yılın ikinci çeyreğinde marjların ortalama olarak daha yüksek seviyelerde olmasını ve başta jet yakıtı olmak üzere bilançoya gecikmeli yansıyan kalemlerin de etkisiyle bilanço görünümü olarak zirve noktaların ikinci çeyrekte görüleceğini düşünüyoruz. Ayrıca, jeopolitik gerginlikler azalsa bile petrol fiyatlarında bozulan arz ve talep dengesi nedeniyle Brent petrol ve marjlarda çok hızlı bir düşüş ön görmüyoruz. Bu bağlamda TUPRS için hedef fiyatımızda değişikliğe gidiyoruz.
- **Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 289,90 TL'den 376,90 TL'ye revize ediyor, model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**

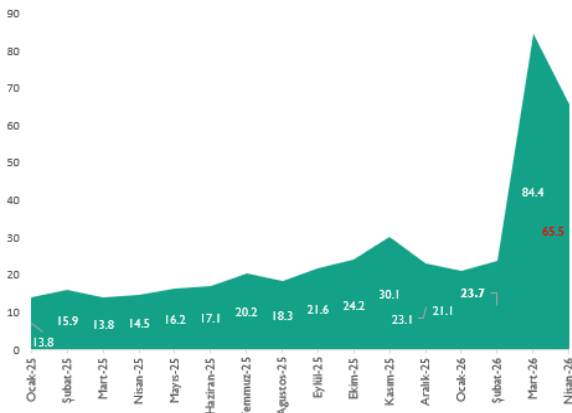
### Grafik 1: Motorin (dolar/varil)



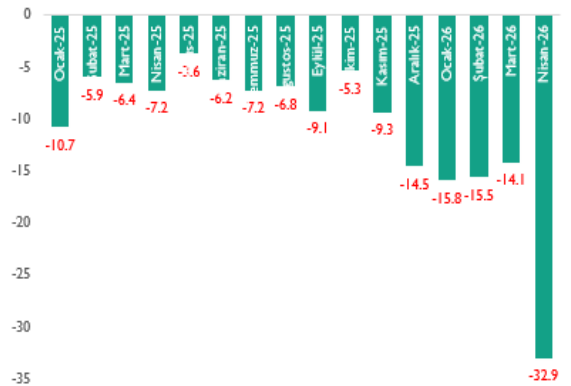
### Grafik 2: Benzin (dolar/varil)



### Grafik 3: Jet Yakıtı (dolar/varil)



### Grafik 4: Fuel Oil (dolar/varil)



## Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
<b>Net Satışlar</b>	<b>258,254</b>	<b>207,582</b>	<b>24</b>	<b>205,953</b>	<b>25</b>	<b>830,356</b>	<b>1,060,730</b>	<b>-22</b>
Satışların Maliyeti (-)	236,678	190,354	24	185,067	28	749,124	971,684	-23
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>21,575</b>	<b>17,228</b>	<b>25</b>	<b>20,886</b>	<b>3</b>	<b>81,232</b>	<b>89,046</b>	<b>-9</b>
Faaliyet Giderleri (-)	9,919	8,397	18	10,363	-4	33,785	35,265	-4
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>11,656</b>	<b>8,831</b>	<b>32</b>	<b>10,523</b>	<b>11</b>	<b>47,447</b>	<b>53,781</b>	<b>-12</b>
Amortisman	4,139	3,930	5	3,722	11	14,626	12,587	16
<b>FAVÖK</b>	<b>15,796</b>	<b>12,761</b>	<b>24</b>	<b>14,245</b>	<b>11</b>	<b>62,073</b>	<b>66,368</b>	<b>-6</b>
Diğ. Gelir/Gider (net)	-264	-3,739	a.d.	-82	a.d.	-5,800	-7,039	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	-0	9	a.d.	19	a.d.	16	-20	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-926	-1,712	a.d.	588	a.d.	833	-7,056	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-2,462	-2,676	a.d.	-814	a.d.	-3,476	-19,088	a.d.
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>10,383</b>	<b>3,315</b>	<b>213</b>	<b>11,161</b>	<b>-7</b>	<b>43,769</b>	<b>41,552</b>	<b>5</b>
Vergi	-6,568	-3,158	a.d.	-4,253	a.d.	-13,896	-16,639	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	105	30	249	158	-33	349	940	-63
<b>Ana Ortaklık Net Kar</b>	<b>3,710</b>	<b>127</b>	<b>2,820</b>	<b>6,750</b>	<b>-45</b>	<b>29,523</b>	<b>23,973</b>	<b>23</b>

Karlılık	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	8.4%	8.3%	0.1bps	10.1%	-1.8bps	9.8%	8.4%	1.4bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	4.5%	4.3%	0.3bps	5.1%	-0.6bps	6%	5%	0.6bps
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>6.12%</b>	<b>6.15%</b>	<b>0.0bps</b>	<b>6.9%</b>	<b>-0.8bps</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>1.2bps</b>
Vergi Oranı	-63.3%	-95.3%	a.d.	-38.1%	a.d.	-32%	-40%	a.d.
Net Kar Marjı	1.4%	0.06%	1.4bps	3.3%	-1.8bps	3.6%	2%	1.3bps
<b>*Net Borç</b>	<b>-74,706</b>	<b>-25,596</b>	<b>a.d.</b>	<b>-62,709</b>	<b>a.d.</b>	<b>-62,709</b>	<b>-71,396</b>	<b>a.d.</b>
Net Borç (USD)	-1,683	-678	a.d.	-1,412	a.d.	-1,412	-1,666	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-1.01	-1.08	a.d.	-1.28	a.d.	-1.28	-0.62	a.d.

Nakit Akım Tablosu	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	6,288	-26,462	a.d.	-1,831	a.d.	49,465	46,167	7
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,910	-4,036	a.d.	-6,142	a.d.	-19,416	-15,564	a.d.
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>3,379</b>	<b>-30,499</b>	<b>a.d.</b>	<b>-7,973</b>	<b>a.d.</b>	<b>30,048</b>	<b>30,603</b>	<b>-2</b>
<i>Gelirlere Oranı (%)</i>	1.3%	-14.7%	a.d.	-4%	a.d.	3.6%	2.9%	0.7bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-18,165	-6,469	a.d.	-2,288	a.d.	144	-75,571	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	1,802	1,014	78	1,220	48	5,060	2,893	75
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>-12,984</b>	<b>-35,954</b>	<b>a.d.</b>	<b>-9,041</b>	<b>a.d.</b>	<b>35,252</b>	<b>-42,075</b>	<b>a.d.</b>

\* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

\*\* a.d. = Anlamalı Değil



**Dr. Kutay Gözgör**

Araştırma Direktörü

**Muhammet Çakmak**

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

**Ubeyde Safvan Erbaş**

Yönetmen

Teknik Analist

**Eren Bozdoğan**

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

**Ali Osman Okut**

Uzman Yardımcısı

Çimento

**İletişim ve Haberleşme için:**

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

## Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

