

Tüpraş

Beklentilerin üzerinde sonuçlar...

Osman Furkan Özdemir

Analist

oozdemir@sekeryatirim.com

Tüpraş enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 2Ç26'da 45.878 mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Açıklanan net kâr, Şeker Yatırım beklentimiz olan 29.853 mn TL'nin %53,7, piyasa medyanı olan 30.674 mn TL'nin ise %49,6 üzerinde gerçekleşti. Ana ortaklık net kârı yıllık bazda %290,9 artarken, 1Ç26'daki 3.970 mn TL seviyesine göre 41.908 mn TL yükseldi. Net kârdaki güçlü artışın ana belirleyicisi ürün marjlarındaki yükselişin operasyonel kârlılığa yansması olurken, efektif vergi oranının 1Ç26'daki %63,3 seviyesinden %7,5'e gerilemesi ve parasal kaybın 2.634 mn TL'den 812 mn TL'ye azalması net kârı ayrıca destekledi. Şirket, 7582 sayılı Kanun kapsamında üretim faaliyetlerine 2027'den itibaren uygulanacak kurumlar vergisi oranının %25'ten %12,5'e indirilmesinin ertelenmiş vergi hesaplarına yansıtıldığını finansal tablo dipnotlarında açıkladı.

Şirket'in 2Ç26 dönemine ilişkin FAVÖK rakamı 54.343 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Açıklanan rakam, Şeker Yatırım beklentimiz olan 30.408 mn TL'nin %78,7, piyasa medyanı olan 39.210 mn TL'nin %38,6 üzerinde oluştu. FAVÖK yıllık bazda %196,2, çeyreklik bazda %221,5 artarken, FAVÖK marjı %14,1 seviyesine yükseldi. Güçlü FAVÖK performansında, Orta Doğu ve Rusya'daki rafineri duruşları ile Hürmüz Boğazı'ndaki ticaret akışı aksaklıklarının desteklediği motorin ve jet yakıtı marjları başta olmak üzere ürün crack marjlarındaki yükseliş ve net rafineri marjının 21,4 ABD\$/varile ulaşması belirleyici oldu. %96 kapasite kullanım oranı ve 7,9 mn tonluk satış hacmi, güçlü marj ortamının finansallara yansıtılmasını sağlarken, primli seyreden ağır ham petrol fiyat farkları kârlılığı sınırladı; tedarik optimizasyonu ise bu olumsuz etkiyi büyük ölçüde dengeledi. 546 mn TL'lik pozitif stok etkisinin sınırlı kalması, FAVÖK artışının esas olarak operasyonel performans ve ürün marjlarından kaynaklandığına işaret etti.

Tüpraş'ın 2Ç26 net satış gelirleri 386.420mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu tutar, Şeker Yatırım beklentimiz olan 321.095mn TL'nin %20 üzerinde, piyasa medyan beklentisi olan 374.549mn TL'nin ise %3,2 üzerinde gerçekleşti. Satış gelirleri yıllık bazda %59,7, çeyreklik bazda %39,8 arttı. Cirodaki yükselişte rafineri ürün fiyatlarındaki güçlü seyir ile satış hacminin yıllık %3,9 artarak 7,9 mn tona ulaşması etkili oldu. Yurt içi satışlar motorin ve benzin satışlarındaki artışın desteğiyle %5 yükselirken, uluslararası satış hacmi yatay kaldı. Satış gelirlerinin piyasa medyanına yakın gerçekleşmesine karşın FAVÖK'teki yüksek pozitif sapma, piyasanın hacim ve ciro seviyesinden ziyade ürün marjlarındaki artışın kârlılığa etkisini eksik öngördüğüne işaret etti.

AL

Hedef Fiyat: 395,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 355,76 TL
Kazandırma Potansiyeli: %36

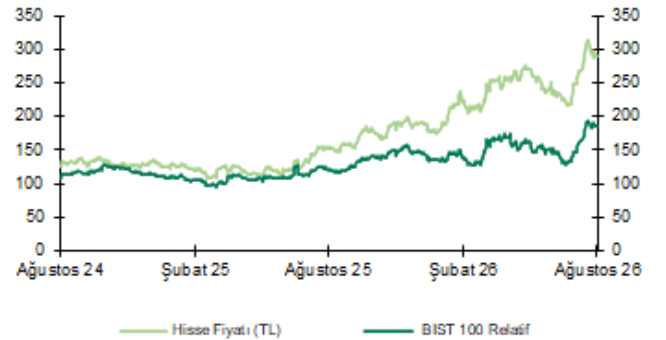
	TL	US\$
Fiyat	290,25	6,11
BİST 100	13.688	288
US\$ (MB Alış):	47,56	
52 Hafta Yüksek:	314,50	6,67
52 Hafta Düşük:	147,80	3,63
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.926,8	(TL Mn) (US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	559.252	11.781
Halka Açık PD (TL Mn):	274.034	5.773

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	16,9	91,7	63,9
US\$ Getiri (%):	14,9	63,7	48,0
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	23,2	52,0	34,8
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	5.679,03		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	129,22		

Beta	0,59
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,35
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46,40
Koç Holding A.Ş.	6,35
Koç Ailesi Tarafından Sahip Olunan Şirketler	0,47
Halka Açık Kısım	46,78
Toplam	100,00



Operasyonel görünüm... Tüpraş'ın net rafineri marjı 2Ç26'da 21,4 ABD\$/varil ile 2Ç25'teki 5,3 ABD\$/varil ve 1Ç26'daki 9,4 ABD\$/varil seviyelerinin belirgin üzerinde gerçekleşti. Motorin ürün marjı 49,3 ABD\$/varil, jet yakıtı marjı 52,0 ABD\$/varil ve benzin marjı 24,3 ABD\$/varil seviyesine yükselirken, YKFO marjı -21,0 ABD\$/varil ile zayıf kaldı. Orta distilat marjları arz kesintileri, geçici rafineri duruşları ve lojistik kısıtların desteğiyle operasyonel kârlılığın ana sürükleyicisi oldu. Ağır ham petrol diferansiyellerinin daha az destekleyici seyri marj katkısını sınırlasa da tedarik optimizasyonu bu etkiyi kısmen dengeledi.

Şirket 2Ç26'da %96 kapasite kullanım oranıyla 6,9 mn ton üretim ve 7,9 mn ton satış gerçekleştirdi. Üretim yıllık bazda %1,4 gerilerken satış hacmi %3,9 arttı; yurt içi satışlar 6,1 mn ton ile yıllık %5 yükseldi ve beyaz ürün verimi %83'e ulaştı. Çeyrek içinde planlı bakım duruşunun bulunmaması güçlü marj ortamının üretim ve satışlara yansıtılmasını sağladı.

Nakit akışı ve bilanço... Tüpraş 1Y26'da işletme faaliyetlerinden 132.366 mn TL nakit akışı yarattı. Şirketin tanımına göre serbest nakit akışı 2.280 mn ABD\$ olurken, yatırım harcamaları 245,9 mn ABD\$ seviyesinde gerçekleşti. 30 Haziran 2026 itibarıyla net nakit pozisyonu 130.718 mn TL'ye yükselirken, işletme sermayesi ihtiyacı -33,6 mlr TL oldu. Güçlü nakit yaratımı ve net nakit pozisyonundaki artış bilanço görünümünü destekledi.

Temettü dağıtım planı... Tüpraş'ın daha önce açıklamış olduğu toplam 33 milyar TL temettü dağıtım planı kapsamında, 20 milyar TL tutarındaki ilk taksit 16 Mart 2026 tarihinde ödenmiştir. Kalan 13 milyar TL tutarındaki ikinci taksitin ise 30 Eylül 2026 tarihinde ödenmesi planlanmaktadır. Şirket'in net nakit pozisyonu ve nakit yaratma kapasitesi, kalan temettü ödemesi ve yatırım harcamalarının finansmanı açısından destekleyici bir görünüm sunmaktadır.

Şirket 2026 Beklentileri... Şirket, güçlü 2Ç26 gerçekleştirmelerinin ardından 2026 net rafineri marjı beklentisini 6-7 ABD\$/varilden 13-15 ABD\$/varile yükseltti. Yaklaşık 29 mn ton üretim, 30 mn ton satış, %95-%100 kapasite kullanım oranı ve yaklaşık 700 mn ABD\$ konsolide yatırım harcaması hedefleri ise korundu. 2Ç26'daki 21,4 ABD\$/varil net rafineri marjı yeni beklenti aralığının da üzerinde olsa da ürün crack marjlarında normalleşme, ağır ham petrol diferansiyelleri ve 4Ç26 bakım takvimi yılın ikinci yarısında marj ve hacim görünümünü etkileyebilecek başlıca unsurlar olacaktır.

Genel olarak 2Ç26 sonuçlarını operasyonel ve finansal açıdan belirgin olumlu değerlendiriyoruz. FAVÖK ve ana ortaklık net kârındaki beklenti üstü gerçekleşmede güçlü rafineri ürün marjları, yüksek net rafineri marjı, artan satış hacmi ve kesintisiz üretim performansı belirleyici oldu. Güçlü nakit yaratımı ve net nakit pozisyonundaki artış bilanço görünümünü desteklerken, ürün marjlarının yılın ikinci yarısındaki seyri sonuçların sürdürülebilirliği açısından temel izleme konusu olacaktır.

2Ç26 finansalları sonrası, Tüpraş için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 355,76 TL'den 395,00 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %36 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	1Y25	1Y26	Yıllık	2Ç25	2Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	464.119	662.788	42,8%	241.976	386.420	59,7%
Brüt Kar	41.988	84.126	100,4%	23.551	61.037	159,2%
Brüt Kar Marjı	9,0%	12,7%		9,7%	15,8%	
Operasyonel Kar	23.451	62.374	166,0%	14.000	49.900	256,4%
Operasyonel Kar Marjı	5,1%	9,4%		5,8%	12,9%	
FAVÖK	32.005	71.246	122,6%	18.349	54.343	196,2%
FAVÖK Marjı	6,9%	10,7%		7,6%	14,1%	
Net Kar	11.872	49.848	319,9%	11.736	45.878	290,9%
Net Kar Marjı	2,6%	7,5%		4,9%	11,9%	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/06K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	348.858	350.570	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.929	11.232	(6)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	57.304	58.705	2
Ticari Alacaklar	62.120	78.748	27
Hazır Değerler	126.280	195.841	55
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	90.604	164.892	82
Toplam Aktifler	697.097	859.988	23
Uzun Vadeli Borçlar	33.477	36.443	9
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	28.225	34.868	24
Kısa Vadeli Borçlar	25.696	31.758	24
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	124.250	209.432	69
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.946	84.179	69
Toplam Yükümlülükler	261.595	396.681	52
Toplam Özsermaye	435.502	463.307	6
Toplam Pasifler	697.097	859.988	23

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/06K	2026/06K	%Değ
Net Satışlar	464.119	662.788	43
SMM	422.131	578.662	37
Brüt Kâr	41.988	84.126	100
Faaliyet Giderleri	18.537	21.752	17
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	18.161	59.025	225
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	(5.290)	(3.349)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	45	(11)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	1.723	4.790	178
Parasal Kazanç/Kayıp	(2.571)	(3.447)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Payları	747	673	(10)
Vergi Öncesi Kâr	18.105	61.030	237
Vergi	6.123	10.757	76
Net Kâr/(Zarar)	11.982	50.272	320
Azınlık Payları	109	425	289
Ana Ortaklık Payları	11.872	49.848	319,9

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

TUPRS

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com