

Tüpraş

Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 271,00 TL'den 352,00 TL'ye yükseltiyor, AL önerimizi koruyoruz. Revizyonun ana nedeni Brent'ten ziyade orta distilat marjlarındaki (dizel, jet yakıtı) güçlenmenin net rafineri marjı görünümünü iyileştirmesidir. Bu doğrultuda 2026 FAVÖK tahminimizi %61 yukarı revize ettik. Güncellenen tahminlerimizle hisse 2026T'de 7,1x F/K ve 3,8x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. Mevcut fiyattan %38 getiri potansiyeli sunan hisseyi, net nakit bilançosu ve iç pazardaki hakim konumuyla birlikte değerlendirerek Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Jeopolitik gelişmeler ürün marjlarını yapısal olarak destekliyor. 28 Şubat'ta başlayan ABD-İsrail-İran çatışması ve Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapanması, Körfez'den Avrupa'ya yönelik dizel ve jet yakıtı akışını ciddi biçimde sekteye uğrattı. Mart sonunda Rusya kuzeybatı rafineri ve liman kesintileri sıklığı derinleştirdi. Dizel marjları Şubat'taki ~20'den Mart ortalamasında ~58 USD/varil'e, jet marjları ~24'ten 84 USD/varil'e yükseldi. Jeopolitik sürecin ne zaman sonuçlanacağına dair bir öngörümüz bulunmamakla birlikte, olası bir normalleşmede dahi sürecin piyasanın fiyatladığından yavaş işleyebileceğini düşünüyoruz. Fiziksel ürün akışlarının yeniden kurulması, rafineri operasyonlarının normalleşmesi ve Avrupa'nın stok seviyelerini yeniden inşa etmesi zaman gerektiren süreçlerdir; ayrıca normalleşmenin yüksek sezona denk gelmesi süreci uzatabilir. Bu çerçevede 2026'nın büyük bölümünde marjların çatışma öncesi seviyelerin üzerinde seyredebileceğini öngörüyoruz.

Tüpraş bölgesel rafineri yapısı içinde avantajlı konumda. 4Ç25 ürün dağılımında orta distilatların payı %54'tür (dizel %37, jet %17) — marjların en çok güçlendiği ürünler, Tüpraş'ın en çok sattığı ürünlerdir. Şirket %93,6 KKO ile yüksek kapasitede çalışmakta ve 2026'da %95 - 100 hedeflemektedir. Mart'taki marj sıçramasının 1Ç26'ya kısmen yansımaları beklerken, asıl etki yüksek sezonla birlikte 2Ç26'dan itibaren belirginleşebilir.

Tedarik riski ve maliyet yapısı yönetilebilir düzeyde. EPDK verilerine göre Türkiye'nin 2025 ham petrol ithalatında Rusya/Kazakistan ~%49, Irak %16, S. Arabistan %7 pay almakta; Nijerya, Libya, Guyana ve Norveç gibi kaynaklardan da tedarik yapılmaktadır. Kerkük - Ceyhan hattının 4Ç25'te devreye girmesi ve BTC hattı üzerinden Azerbaycan erişimi Hürmüz dışı alternatifleri güçlendirmektedir. Bu yapıda asıl risk tedarik kesintisinden çok alternatif kaynaklara yönelmenin yarattığı maliyet artışıdır; ancak ürün tarafındaki fiyat artışının bu ek maliyeti karşılayabilecek düzeyde olduğunu değerlendiriyoruz. Doğalgaz girdi fiyatlarının BOTAŞ regüle tarifesine bağlı olması da spot enerji fiyatlarına maruz kalan Avrupa rafinerilerine kıyasla daha öngörülebilir bir maliyet yapısı sunmaktadır.

TUPRS

AL

Hedef fiyat TL 352
Getiri potansiyeli %38

Pay bilgileri

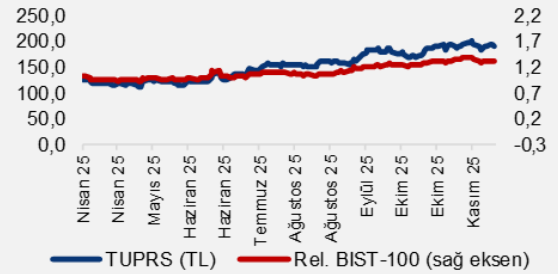
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (02.04.2026)	256,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	108,6 / 259,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	493.260 - 11.106
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	33%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	266,8	181,3	120,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	19%	43%	45%
USD	17%	38%	39%
BIST-100'e göre performans	21%	26%	25%

Finansallar (mn TL)	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.060.730	830.356	1.240.618
FAVÖK	66.368	62.073	115.174
Net kâr	24.914	29.873	70.175

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	20,6x	16,7x	7,1x
F/DD	1,3x	1,4x	1,2x
FD/FAVOK	6,7x	7,1x	3,8x



Serhan Yenigün
+90 212 355 2604
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
+90 212 355 2637
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Yukarıda özetlenen gelişmeler doğrultusunda 2026 tahminlerimizde yukarı yönlü revizyona gittik. Hedef fiyatımıza İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemiyle ulaştık. Revize modelimizde 2026 yılı ortalama Brent varsayımımızı 87,5 USD/varil, net rafineri marjı varsayımımızı 11,10 USD/varil olarak belirledik. Crack varsayımlarımızda efektif dizel marjını 34, jet yakıtını 43, benzini 17 USD/varil olarak aldık. Tüpraş'ın 2026 rehberi 6-7 USD/varil net rafineri marjı öngörmektedir; mevcut crack ortamının sürmesi halinde bu rehberin yukarı revize edilme olasılığını not ediyoruz. USDTRY tarafında 48,50 ortalama kur varsayımını, operasyonel tarafta şirket rehberini temel alarak ~29 milyon ton üretim, ~30 milyon ton satış ve %95-100 KKO varsayımını kullanıyoruz. Bu varsayımlar altında 12 aylık hedef fiyatımız 352,00 TL olup mevcut fiyattan %38 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Değerlememiz açısından başlıca aşağı yönlü riskler: jeopolitik sürecin beklenenden hızlı çözülmesi ve marjların hızla normalleşmesi, USDTRY'nin tahminimizin altında kalması ve beklentimizin altında operasyonel performans (satış hacmi, KKO) olarak sıralanabilir.

Tablo: Çatışma Öncesi ve Sonrası Tahmin Karşılaştırması

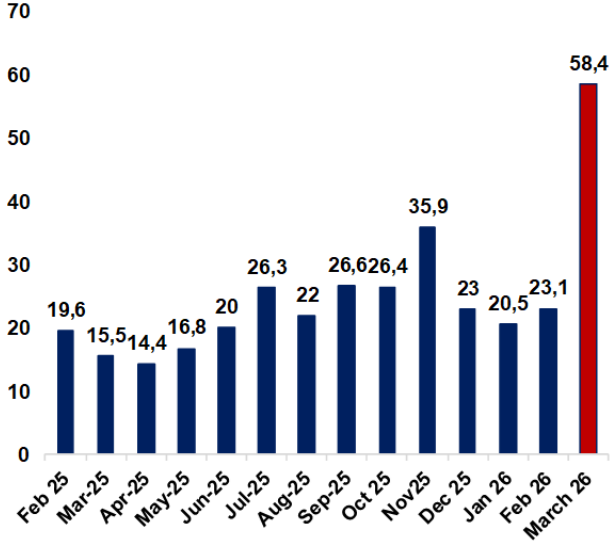
		Eski	Yeni	Δ
mn USD	2025G	2026T	2026T	2026T
Satış Gelirleri	19.380	20.690	25.580	24%
FAVÖK	1.449	1.472	2.375	61%
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,5%	7,1%	9,3%	2,1 puan
Net Kar	689	1.164	1.447	24%
<i>Net Kar Marjı</i>	3,6%	5,6%	5,7%	0,1 puan

*48,50 USDTRY ortalama kur varsayımıyla.

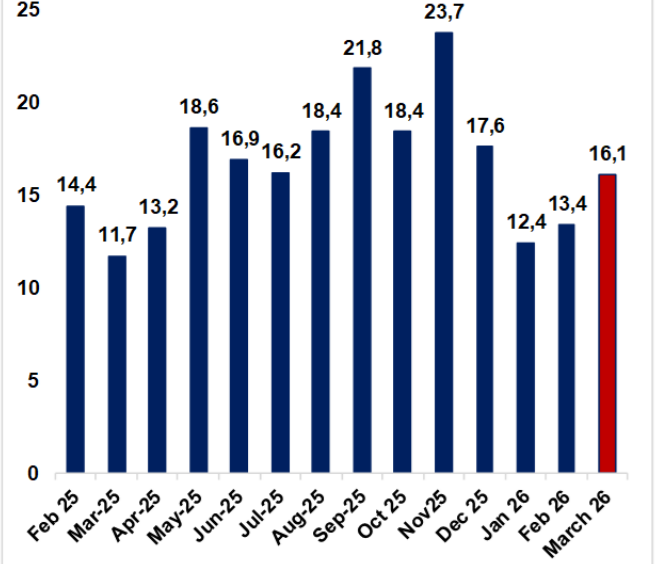
Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Rasyonet, Matriks

Tüpraş Ürün Marjları (Mart 2026)

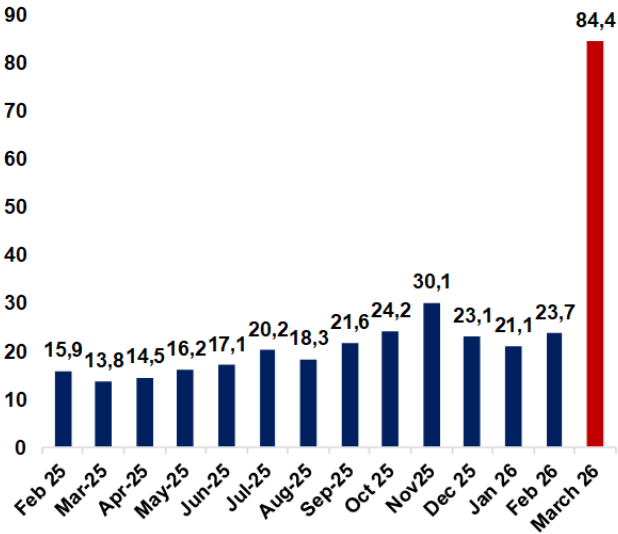
Motorin (\$/v)



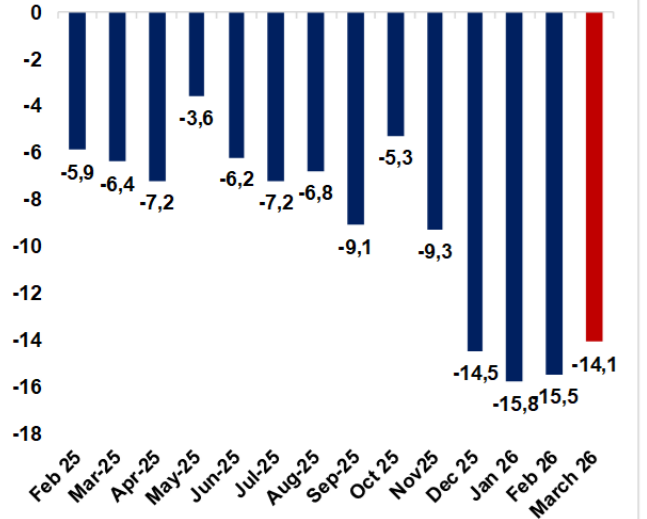
Benzin (\$/v)



Jet Yakıtı (\$/v)



Fuel Oil (\$/v)



Kaynak: Şirket Verisi, Tacirler Yatırım Araştırma

Finansal Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	96.251	107.237	169.491
Ticari alacaklar	48.524	52.753	68.860
Stoklar	78.899	62.145	95.534
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	303.993	306.376	331.450
Diğer duran varlıklar	66.750	63.463	63.463
Toplam varlıklar	594.417	591.974	728.796
Kısa vadeli borçlanmalar	11.851	21.821	22.912
Ticari borçlar	135.971	105.513	176.399
Uzun vadeli borçlanmalar	13.004	28.429	29.850
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	64.194	72.112	99.182
Uzun vadeli yükümlülükler	225.019	227.875	328.343
Özkaynaklar	369.397	364.099	400.454
Ödenmiş sermaye	1.927	1.927	1.927
Diğer özkaynaklar	367.470	362.172	398.527
Toplam kaynaklar	594.417	591.974	728.796
Net borç	-71.396	-56.988	-116.729
Net işletme sermayesi	-8.549	9.385	-12.006
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%13,2	%8,1	%18,4
Net kâr	%2,3	%3,6	%5,7
Aktif devri	3,5x	1,4x	1,9x
Kaldıraç	1,6x	1,6x	1,7x
Aktif kârlılığı	%8,2	%5,0	%10,6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%4	%8	%7
Net borç/özsermaye	-0,19	-0,16	-0,29
Net borç/FAVÖK	-1,08	-0,92	-1,01
Hisse başına (TL)			
Net kâr	12,93	15,50	36,42
Özkaynak	191,72	188,97	207,83
Temettü	-33,13	-18,08	-17,13

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.060.730	830.356	1.240.618
Brüt kâr	89.046	81.232	146.180
Faaliyet giderleri	-35.265	-33.785	-47.997
Esas faaliyet kârı	53.781	47.447	98.183
FAVÖK	66.368	62.073	115.174
Net diğer gelir	-7.039	-5.800	-8.666
Net finansman geliri	-7.056	833	1.245
Vergi öncesi kâr	41.552	43.769	92.235
Vergi gideri	-16.639	-13.896	-22.060
Net kâr	24.914	29.873	70.175

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	66.368	62.073	115.174
Vergi gideri	-12.907	-11.387	-23.564
Yatırımlar	-18.050	-19.077	-42.565
İşletme sermayesi değişimi	16.119	17.934	-22.257

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	-%18	-%22	%49
FAVÖK	-%64	-%6	%86
Net kâr	-%76	%20	%135
Brüt marj	%8,4	%9,8	%11,8
Esas faaliyet kâr marjı	%5,1	%5,7	%7,9
FAVÖK marjı	%6,3	%7,5	%9,3
Net marj	%2,3	%3,6	%5,7
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%0,0	%0,0

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	20,6x	16,7x	7,1x
F/DD	1,3x	1,4x	1,2x
FD/FAVOK	6,7x	7,1x	3,8x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Ek – Tüpraş Beklentileri

Tablo: Tüpraş 2025 gerçekleştirmeler ve 2026 beklentileri

Beklentiler	2025G	2026T
Tüpraş net rafineri marjı (USD/varil)	7	6,0 - 7,0
Kapasite kullanım oranı	94%	%95 - %100
Üretim (milyon ton)	26,80	~29
Satış (milyon ton)	29,4	~30
Yatırım harcamaları	USD476mn	~USD700mn

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Tüpraş

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingleler, enerji (rafineri ve petrokimya),
perakende (gıda, giyim, elektronik)

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altiay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altiay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.