

Tüpraş

Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 352 TL'den 481 TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. İkinci çeyrek sonuçlarının ardından ürün marjlarındaki seyrin devamlılığını görmek amacıyla tahminlerimizde değişikliğe gitmemiştik. Aradan geçen yaklaşık bir aylık dönemde özellikle motorin ve jet yakıtı marjlarının güçlü kalması ve şirketin net rafineri marjı beklentisini yukarı yönlü güncellemesiyle 2026 FAVÖK tahminimizi 2,4 milyar dolardan 3,1 milyar dolara, net kar tahminimizi ise 1,4 milyar dolardan 2,1 milyar dolara yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız dünkü kapanışa göre yaklaşık %22 yükseliş potansiyeli sunuyor. Tüpraş Model Portföyümüzde yer almaya devam ediyor.

2026, rafineri karlılığı açısından güçlü bir yıl oluyor. Tüpraş'ın satışlarında önemli yer tutan motorin ve jet yakıtı, aynı zamanda marj artışının en belirgin olduğu ürünler oldu. İkinci çeyrekte bu ürünlerin marjları yıllık bazda yaklaşık üç katına çıkarken, net rafineri marjı ilk çeyrekteki 9,4 dolar/varilden 21,4 dolar/varile yükseldi. Şirket de ikinci çeyrek finansallarının ardından 2026 net rafineri marjı beklentisini 13 – 15 dolar/varile çıkardı. %95 – 100 kapasite kullanımı, yaklaşık 29 milyon ton üretim ve 30 milyon ton satış hedeflerini ise korudu.

2027'de normalleşme bekliyoruz ancak bunun hızlı gerçekleşeceğini düşünmüyoruz. Jeopolitik gelişmeleri yakından takip etmeye devam ediyoruz. Bu anlamda savaş sona erse dahi rafine ürün arzının toparlanması, devre dışı kalan kapasitelerin yeniden çalışmaya başlaması ve stokların yenilenmesi zaman alabilir. Bu nedenle 2026'daki yüksek marjları kalıcı kabul etmiyor, 2027'den itibaren kademeli bir normalleşme varsayıyoruz. Marjların tahminimizden daha hızlı gerilemesi başlıca risk unsuru.

Tüpraş'ın yatırım hikayesini yalnızca mevcut yüksek marjlara bağlamıyoruz. Şirket açısından Brent'in seviyesinden çok ham petrol maliyeti ile ürün fiyatları arasındaki fark belirleyici. Bu nedenle Brent'teki olası bir gerileme tek başına karlılık açısından olumsuz değil. Oturmuş rafineri yapısı, farklı ham petrol türleri ve kaynakları arasında seçim yapabilmesi, yüksek kapasiteyle çalışması ve üretimini daha karlı ürünlere yönlendirebilmesi Tüpraş'ın önemli avantajları. Bu anlamda Tüpraş'ı orta – uzun vadede de beğenmeye devam ediyoruz.

Güçlü bilanço da yatırım hikayesini destekliyor. İkinci çeyrek sonunda net nakit yaklaşık 131 milyar TL'ye ulaştı. Artışın bir kısmı dönemsel işletme sermayesi hareketlerinden kaynaklandığı için bu katkının aynı ölçüde devam etmesini beklemiyoruz. Buna rağmen mevcut nakit pozisyonunun temettü ve yatırımlar açısından önemli hareket alanı sağladığını düşünüyoruz.

TUPRS

AL

Hedef fiyat TL 481
Getiri Potansiyeli %22

Pay bilgileri

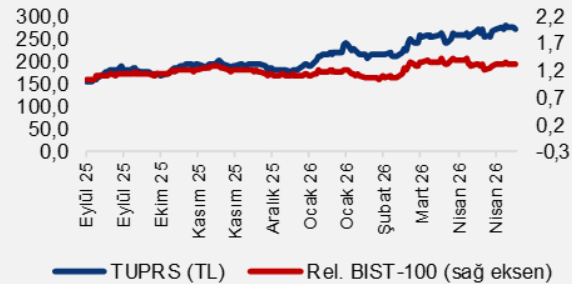
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (07.09.2026)	394,25
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	153,2 / 406,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	759.639 - 15.712
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	37%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	247,4	178,6	179,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	22%	64%	123%
USD	20%	55%	97%
performans	19%	58%	77%

Finansallar (mn TL)	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.249.099	977.815	1.489.684
FAVÖK	78.153	73.096	150.689
Net kâr	29.338	35.178	101.015

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	26,9x	21,9x	7,6x
F/DD	1,7x	1,8x	1,5x
FD/FAVOK	8,1x	8,7x	4,2x



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

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

Finansal Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	113.343	126.280	229.364
Ticari alacaklar	57.141	62.120	86.765
Stoklar	92.910	73.181	115.852
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	357.978	360.782	377.132
Diğer duran varlıklar	78.604	74.732	74.732
Toplam varlıklar	699.976	697.097	883.846
Kısa vadeli borçlanmalar	13.955	25.696	26.980
Ticari borçlar	160.118	124.250	207.032
Uzun vadeli borçlanmalar	15.313	33.477	35.151
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	75.593	84.917	119.093
Uzun vadeli yükümlülükler	264.979	268.341	388.256
Özkaynaklar	434.997	428.756	495.589
Ödenmiş sermaye	2.269	1.927	1.927
Diğer özkaynaklar	432.728	426.829	493.662
Toplam kaynaklar	699.976	697.097	883.846
Net borç	-84.075	-67.108	-167.232
Net işletme sermayesi	-10.067	11.051	-4.415
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%6,7	%8,1	%21,9
Net kâr	%2,3	%3,6	%6,8
Aktif devri	1,6x	1,4x	1,9x
Kaldıraç	1,7x	1,6x	1,7x
Aktif karlılığı	%3,9	%5,0	%12,8
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%4	%8	%7
Net borç/özsermaye	-0,19	-0,16	-0,34
Net borç/FAVÖK	-1,08	-0,92	-1,11
Hisse başına (TL)			
Net kâr	15,23	18,26	52,43
Özkaynak	225,76	222,52	257,21
Temettü	-39,01	-21,30	-17,13

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.249.099	977.815	1.489.684
Brüt kâr	104.859	95.658	182.975
Faaliyet giderleri	-41.528	-39.785	-51.674
Esas faaliyet kârı	63.331	55.873	131.301
FAVÖK	78.153	73.096	150.689
Net diğer gelir	-8.289	-6.830	-10.405
Net finansman geliri	-8.309	981	1.269
Vergi öncesi kâr	48.931	51.541	123.934
Vergi gideri	-19.594	-16.364	-22.919
Net kâr	29.338	35.178	101.015
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	78.153	73.096	150.689
Vergi gideri	-15.833	-13.968	-32.825
Yatırımlar	-21.256	-22.465	-33.573
İşletme sermayesi değişimi	18.981	21.118	-15.466
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%18	-%22	%52
FAVÖK	-%64	-%6	%106
Net kâr	-%76	%20	%187
Brüt marj	%8,4	%9,8	%12,3
Esas faaliyet kâr marjı	%5,1	%5,7	%8,8
FAVÖK marjı	%6,3	%7,5	%10,1
Net marj	%2,3	%3,6	%6,8
Değerleme			
F/K	26,9x	21,9x	7,6x
F/DD	1,7x	1,8x	1,5x
FD/FAVOK	8,1x	8,7x	4,2x

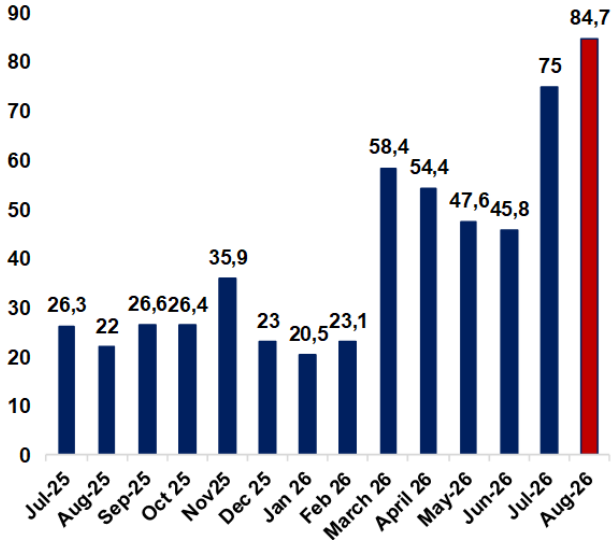
Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

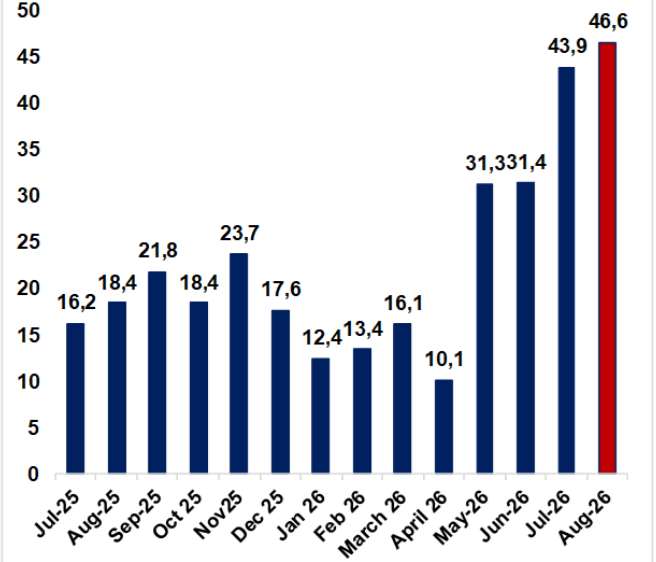
**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Tüpraş Ürün Marjları (Ağustos 2026)

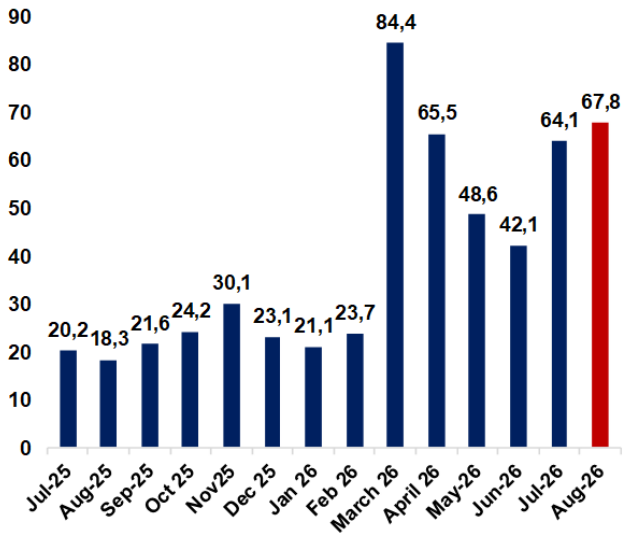
Motorin (\$/v)



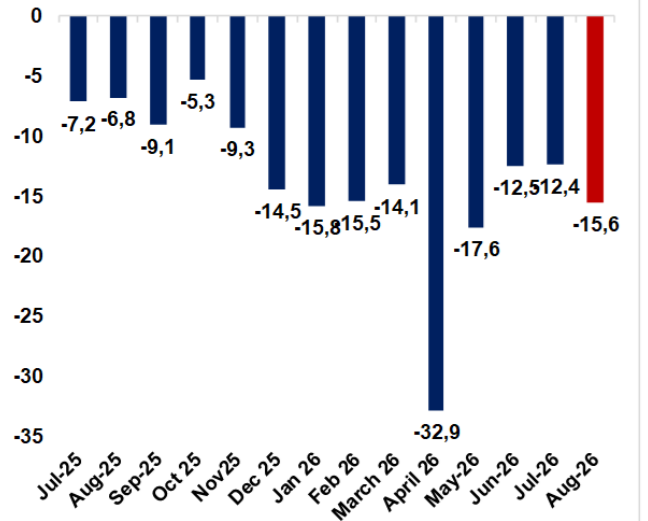
Benzin (\$/v)



Jet Yakıtı (\$/v)



Fuel Oil (\$/v)



Source: Company Data, Tacirler Investment Research

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

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

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altıay@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 Rızkı 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 ziyayı talep etme hakkını saklı tutar.