

Tüpraş

Tüpraş, 2Ç26'da 386,4 milyar TL net satış, 54,3 milyar TL FAVÖK ve 45,9 milyar TL net kar açıkladı. Piyasa sırasıyla 374,5, 39,2 ve 30,7 milyar TL, biz ise 400,1, 37,4 ve 26,0 milyar TL bekliyorduk. Buna göre net satışlar beklentilere yakın gelirken, FAVÖK piyasa beklentisinin %39, net kar ise %49 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK'teki sapmada ürün marjlarının varsayımımızdan güçlü gerçekleşmesi, net karda ise güçlü operasyonel performansa ek olarak kurumlar vergisi indiriminin ertelenmiş vergi hesaplarına olumlu etkisi belirleyici oldu. Önceki raporlarımızda, Ortadoğu'daki çatışmalar sonrasında yükselen ürün marjlarının ilk çeyreğe sınırlı yansıdığını, esas katkının ikinci çeyrekte görüleceğini belirtmiştik. Beklediğimiz etki ikinci çeyrekte belirginleşirken şirket de yıl sonu net rafineri marjı beklentisini 6 - 7 dolardan 13 - 15 dolar/varile yükseltti. 352 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Sonuçlar güçlü olsa da hissedeki son yükseliş bu performansı büyük ölçüde fiyatladı, marj görünümü ise jeopolitik seyre bağlı kalmaya devam ediyor. Hedef fiyatımız %21 getiri potansiyeline işaret ederken Tüpraş model portföyümüzde yer alıyor.

Ürün marjlarındaki güçlenme FAVÖK'e yansıdı... Tüpraş çeyrekte 6,9 milyon ton üretim ve 7,9 milyon ton satış gerçekleştirirken kapasite kullanım oranı %96 oldu. Net rafineri marjı ilk çeyrekteki 9,4 dolardan 21,4 dolar/varile yükseldi. Motorin, jet yakıtı ve benzin marjları sırasıyla 49,3, 52,0 ve 24,3 dolar/varil seviyesinde gerçekleşerek varsayımlarımızı aştı. FAVÖK marjı da %14,1 ile geçen yılın aynı dönemindeki %7,6'ın neredeyse iki katına çıktı.

Operasyonel performansa vergi desteği... Üretim faaliyetlerine uygulanacak kurumlar vergisi oranının 2027'den itibaren %25'ten %12,5'e indirilmesi ertelenmiş vergi hesaplarını olumlu etkiledi ve efektif vergi oranı %7,5 seviyesinde gerçekleşti. Parasal kayıp 0,8 milyar TL ile sınırlı kalırken, net finansman geliri 3,1 milyar TL oldu. Konsolide net nakit 130,7 milyar TL'ye ulaştı.

Marjlar üçüncü çeyreğe yüksek seviyelerden girdi... Motorin, jet yakıtı ve benzin marjları temmuz ayında yeniden belirgin şekilde yükseldi. Ağustosun ilk günlerinde sınırlı bir gerileme görülsede seviyeler güçlü kalmaya devam ediyor. Küresel rafineri kapasite kullanımının %74,4 ile geçen yılki %81,4'ün altında kalması marjları destekleyen ana unsurlardan biri. Çatışmaların sona ermesi marjlarda bir miktar normalleşmeye yol açabilir, ancak sınırlı yeni rafineri kapasitesi ve orta distilat piyasasındaki yapısal arz sıkıntıları nedeniyle marjların tarihsel ortalamaların üzerinde kalabileceğini düşünüyoruz.

Beklentiler... Şirket üretim, satış, kapasite kullanımı ve yatırım harcaması hedeflerinde değişiklik yapmadı. İlk yarı net rafineri marjı 15,6 dolar/varil ile yeni rehberin üst bandının da üzerinde gerçekleşti. Dördüncü çeyrekte İzmit'te FCC ve LPG üniteleri 12 hafta, platformer ve unifiner 6 hafta, Batman'da ham petrol ve vakum üniteleri 4 hafta bakıma girecek.

TUPRS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 352
%21

Pay bilgileri

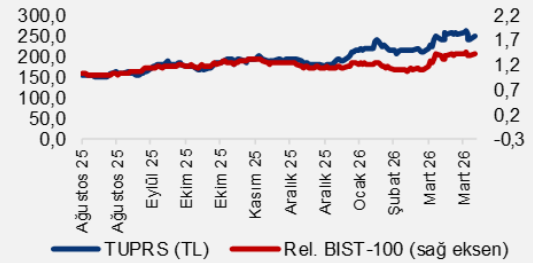
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (04.08.2026)	290,25
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	147,8 / 314,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	559.252 - 11.781
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	35%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	157,2	132,0	153,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	17%	7%	64%
USD	15%	2%	48%
performans	23%	12%	35%

Finansallar (mn TL)	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.249.099	977.815	1.240.618
FAVÖK	78.153	73.096	115.174
Net kâr	29.338	35.178	70.175

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	19,8x	16,1x	7,1x
F/DD	1,3x	1,3x	1,2x
FD/FAVOK	5,5x	5,9x	3,8x



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Finansal Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025
Nakit ve benzerleri	216.581	113.343	126.280
Ticari alacaklar	89.994	57.141	62.120
Stoklar	98.951	92.910	73.181
Finansal yatırımlar	1.562	0	0
Maddi duran varlıklar	307.312	357.978	360.782
Diğer duran varlıklar	101.867	78.604	74.732
Toplam varlıklar	816.267	699.976	697.097
Kısa vadeli borçlanmalar	66.691	13.955	25.696
Ticari borçlar	217.993	160.118	124.250
Uzun vadeli borçlanmalar	11.924	15.313	33.477
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	72.878	75.593	84.917
Uzun vadeli yükümlülükler	369.486	264.979	268.341
Özkaynaklar	446.781	434.997	428.756
Ödenmiş sermaye	2.970	2.269	1.927
Diğer özkaynaklar	443.811	432.728	426.829
Toplam kaynaklar	816.267	699.976	697.097
Net borç	-137.966	-84.075	-67.108
Net işletme sermayesi	-29.048	-10.067	11.051
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%28,5	%6,7	%8,1
Net kâr	%7,8	%2,3	%3,6
Aktif devri	1,9x	1,6x	1,4x
Kaldıraç	1,9x	1,7x	1,6x
Aktif karlılığı	%15,1	%3,9	%5,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%10	%4	%8
Net borç/özsermaye	-0,31	-0,19	-0,16
Net borç/FAVÖK	-0,64	-1,08	-0,92
Hisse başına (TL)			
Net kâr	62,22	15,23	18,26
Özkaynak	231,88	225,76	222,52
Temettü	-39,56	-39,01	-21,30

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Gelir tablosu	2023	2024	2025
Net satışlar	1.527.809	1.249.099	977.815
Brüt kâr	244.200	104.859	95.658
Faaliyet giderleri	-43.520	-41.528	-39.785
Esas faaliyet kârı	200.680	63.331	55.873
FAVÖK	214.174	78.153	73.096
Net diğer gelir	-36.828	-8.289	-6.830
Net finansman geliri	-37.701	-8.309	981
Vergi öncesi kâr	128.674	48.931	51.541
Vergi gideri	-8.786	-19.594	-16.364
Net kâr	119.888	29.338	35.178
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	214.174	78.153	73.096
Vergi gideri	-50.170	-15.833	-13.968
Yatırımlar	-27.560	-21.256	-22.465
İşletme sermayesi değişimi	-46.638	18.981	21.118
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%25	-%18	-%22
FAVÖK	-%7	-%64	-%6
Net kâr	-%12	-%76	%20
Brüt marj	%16,0	%8,4	%9,8
Esas faaliyet kâr marjı	%13,1	%5,1	%5,7
FAVÖK marjı	%14,0	%6,3	%7,5
Net marj	%7,8	%2,3	%3,6
Değerleme			
F/K	4,7x	19,8x	16,1x
F/DD	1,3x	1,3x	1,3x
FD/FAVOK	2,0x	5,5x	5,9x

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Kıdemli 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, rafineri & petrokimya,
perakende (giyim ve 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 ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.