

## Tüpraş

09/04/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 35%

**Marjların daha uzun süre tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağı beklentisiyle tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz.** 2026 yılı net rafineri marjı tahminimizi 6,5 dolar/varilden 10,5 dolar/varile artırmamız, yükselen bölgesel risk primleri göz önünde bulundurularak uzun vadeli marj varsayımlarımızda 0,25 dolar/varil yapısal artış ve makro varsayımlarımızdaki güncellemeler nedeniyle TUPRS için hedef fiyatımızı hisse başına 250 TL'den 338 TL'ye yükseltiyoruz. TUPRS hisseleri 3,8x 2026T FD/FAVÖK ile Avrupalı emsallerine kıyasla sırasıyla %28 iskontoyla işlem görmektedir.

**Yukarı yönlü riskler ağır basıyor.** İran Savaşı'ndaki geçici ateşkese rağmen piyasanın marjların daha uzun süre daha yüksek seviyelerde kalacağı senaryoyu ve şirketin emsallerine kıyasla rekabet avantajlarını yeterince fiyatlamadığını düşünüyoruz. Yüksek sezona girilirken hisselerin mevcut seviyesini makul bir giriş noktası olarak görüyor, orta-uzun vadede Tüpraş'ın Avrupa orta distilat piyasalarındaki sıklıktan faydalanmaya devam etmesini öngörüyoruz.

**Tahminlerimizde revizyona gittik.** 2026 FAVÖK tahminimizi %51'lik artışla 2,4 milyar dolara, net kar tahminimizi %79 artışla 1,3 milyar dolara yükselttik. 1Ç26'da düşük sezonsallık ve marj artışının kısmi yansıması nedeniyle çeyreklik etkinin görece sınırlı kalmasını beklerken, ilerleyen çeyreklerde ürün piyasası sıklığının mevsimsel güçlü talep ve düşük stok seviyeleriyle birleşmesi sayesinde ortalamaların üzerinde karlılık ve güçlü yıllık büyüme öngörüyoruz. Şirketin 2027 yılında hisse başına %11'lik verimle 28 TL temettü dağıtmasını bekliyoruz.

**Orta distilat marjlarında rekor artış.** ABD-İsrail'in İran'a yönelik saldırıları sonucu Hürmüz Boğazı'ndan geçişlerin aksaması petrokimya piyasalarında ciddi bir arz şoku yarattı. Avrupa'da kapanan rafineriler ve Rusya-Ukrayna savaşının yarattığı kriz sonrasında orta distilat ürünlerin ithalatında Hürmüz ve Kızıldeniz'e oldukça duyarlı hale geldi. İran Savaşı ile beraber deniz ticaretinin aksaması ve Körfez'deki rafinerilerin yaklaşık %40'ının zarar görmesi sonucu pandemi sonrası arz şoklarının bir benzeri yaşandı. Eş zamanlı olarak Ukrayna'nın Rus rafinerilerine yönelik saldırılar, enerji ve navlun maliyetlerindeki artış dizel ve jet yakıtı marjlarını Mart ayında varil başına 80 doların üzerine çıkardı.

**Savaş kalıcı şekilde sona erse de yeni normal tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşebilir.** ABD ve İran arasındaki ateşkesin sürdüğü ve Hürmüz'ün kademeli olarak açıldığı olumlu senaryoda dahi bölgesel rafinaj kapasitesinin savaş öncesi seviyelere tam olarak dönmesi, enerji ve navlun fiyatlarındaki risk priminin azalması, ve Avrupa'nın stok seviyelerini yeniden yükseltmesi aylar alabilir. Normalleşmenin yüksek sezona denk gelmesi normalleşmeyi sene sonuna kadar uzatabilir ve marjların dengelendiği nihai seviye savaş öncesinden yukarıda olabilir. Rusya-Ukrayna savaşıyla orta distilat ürün marjlarının savaş öncesi ortalamaların yapısal olarak üzerinde bir dengeye oturmuş olması bu tezi desteklemektedir.

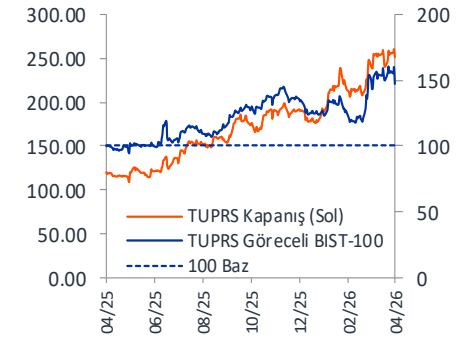
**Tüpraş arz şoklarından faydalanma konusunda benzerlerine kıyasla pek çok avantaja sahip.** Akdeniz'in en yüksek kompleksiteye sahip rafinerilerinden birine sahip olarak Orta Doğu, Kafkasya Kuzey Avrupa ve Afrika ile çeşitlendirilmiş tedarik ağı ve coğrafi yakınlığın sağladığı lojistik esneklik sayesinde ham petrol tedariki ciddi bir risk altında değil. Doğalgaz maliyetleri regüle tarifeye bağlı olup Avrupa piyasalarına kıyasla gecikmeli ayarlanmakta ve TTF fiyatlarına maruz kalan Avrupalı benzerlere kıyasla daha öngörülebilir ve avantajlı bir maliyet yapısı sunuyor. Türkiye akaryakıt pazarında baskın konumda olan şirketin orta distilatlarda açık veren yurt içi pazardaki talebinde kayda değer bir gerileme beklemiyoruz. 1,3 milyar dolar net nakit pozisyonuna sahip olan şirket 2026 yılını %95-%100 kapasite kullanım oranıyla tamamlamayı hedefliyor.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	251.00
12 Aylık Hedef Fiyat*	338.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	249.62
Piyasa Değeri (mn)	483,626
Halka Açık PD (mn)	235,042
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	4479.6
Hisse sayısı (Adet mn)	1,927
Takas Saklama Oranı (%)	49
Yabancı Oranı (%)	40

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	4.4	41.7	109.8
ABD \$	3.4	36.6	79.1
BIST-100 Relatif	-2.0	17.9	46.9

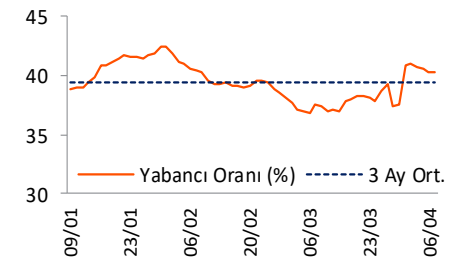
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	8.3	10.6	11.1
PD/DD	1.2	1.2	1.2
FD/FAVÖK	3.8	5.1	5.7

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 189.53 260.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 40.35



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

**Değerleme.** TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımızı 338 TL'ye yükseltiyoruz. Değerlemede emsal çarpanlar ile İNA yöntemlerini %50/%50 ağırlıkla uyguluyoruz. Avrupalı emsal şirketlerin medyan 2026T FD/FAVÖK çarpanı 5,3x seviyesindeyken hedef çarpanımızı %10 iskontoyla 4,8x olarak belirliyoruz. 2026 FAVÖK tahminimiz olan 2,378 milyar dolar ile hedef çarpan bize 12,440 milyar dolar emsal bazlı değerlendiriyor. İNA modelimiz ise %10,3 AOSM (risksiz faiz %7,2, hisse risk primi %5,5, beta 0,8, Borç/Özkaynak %25/%75, borçlanma maliyeti %8,2) ve %1 sonsuz büyüme oranı ile 11,192 milyar dolar hedef değer üretiyor. Bu iki değeri %50/%50 ağırlıklandırdığımızda nihai hedef piyasa değeri 11,832 milyar dolar oluyor. 2027 ortalama 55,0 dolar/TL kur tahminimiz ile hedef değer hisse başına 338TL'ye karşılık geliyor.

**Riskler.** Orta distilat ürün marjlarında beklenenden daha hızlı normalleşme, benzin ve YKFO marjlarındaki zayıflığın devamı, Avrupa'da rafine ürün talebinde daralma, düzenleyici tarafından doğalgaz fiyatlarının artırılması değerlememiz için aşağı yönlü temel riskler. Ürün marjlarının baz senaryomuzun üzerinde gerçekleşmesi, hasarlı rafineri kapasitesinin yeniden devreye girmesinde gecikmeler ve transit rotalarda aksamanın devamı yukarı yönlü temel riskleri oluşturmaktadır.

### Tahmin Revizyonları

milyon dolar	2026T			2027T		
	ESKİ	YENİ	Değişim	ESKİ	YENİ	Değişim
<b>FAVÖK</b>	1,519	2,378	57%	1,512	1,780	18%
<b>Net Kar</b>	733	1,313	79%	796	1,026	29%

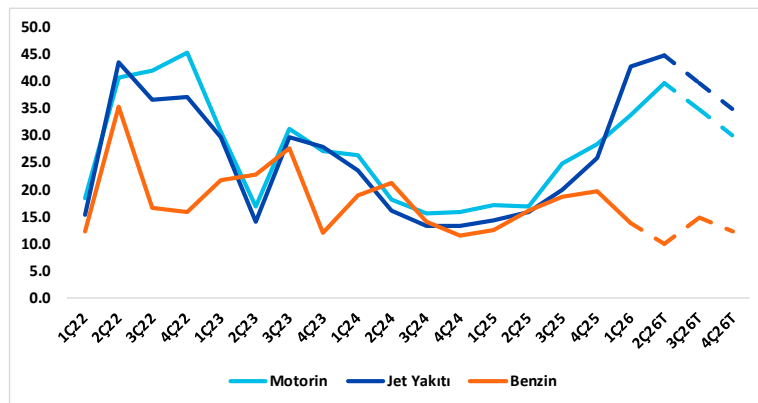
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

### Senaryo Analizi

	Kötümser	Baz	İyimser
2026 Net Rafineri Marjı (\$/varil)	8.00	10.50	15.00
2027 Net Rafineri Marjı (\$/varil)	6.00	7.50	12.50
Uzun Vadeli Normalize Net Rafineri Marjı (\$/varil)	5.50	5.75	6.00
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>281</b>	<b>338</b>	<b>402</b>
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>12%</b>	<b>35%</b>	<b>60%</b>

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

### Tüpraş Ürün Marjları



Kaynak: Şirket & İş Yatırım Tahminleri

## Tüpraş

### Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	53.6
Enerji Yatırımları AŞ	46.4

### Faaliyet Konusu

Tüpraş, yıllık 30,0 milyon tonluk rafinaj kapasitesinin yanısıra %79,98'ine sahip olduğu DİTAŞ, %40 iştiraki olan Opet Petrolcülük A.Ş. ile birlikte yarattığı katma değer ile Türkiye'nin lider sanayi kuruluşudur.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>830,356</b>	<b>1,243,486</b>	<b>1,176,249</b>	<b>1,280,554</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>81,232</b>	<b>146,585</b>	<b>130,089</b>	<b>139,641</b>
Operasyonel Giderler	33,859	44,543	42,722	46,085
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>47,660</b>	<b>102,043</b>	<b>87,368</b>	<b>93,556</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-5,786	-8,641	-8,173	-8,898
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>43,769</b>	<b>96,442</b>	<b>81,374</b>	<b>92,239</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-13,896	28,933	20,344	23,060
<b>Net Kar</b>	<b>29,523</b>	<b>66,641</b>	<b>60,246</b>	<b>68,290</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	32,525	71,430	65,526	70,167
<b>FAVÖK</b>	<b>62,286</b>	<b>120,695</b>	<b>105,012</b>	<b>112,764</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>Büyümler</b>				
Net Satışlar	-21.7%	49.8%	-5.4%	8.9%
Faaliyet Karı	16%	114%	-14%	7%
FAVÖK	16%	94%	-13%	7%
Net Kar	23%	126%	-10%	13%

Operasyonel Performans	2025G	2026T	2027T	2028T
Brüt Marj	9.8%	11.8%	11.1%	10.9%
Faaliyet Kar Marjı	5.7%	8.2%	7.4%	7.3%
FAVÖK Marjı	7.5%	9.7%	8.9%	8.8%
Efektif Vergi Oranı	31.8%	30.0%	25.0%	25.0%
Net Kar Marjı	3.6%	5.4%	5.1%	5.3%
Özkaynak Karlılığı	8.0%	16.1%	12.0%	11.4%
Aktif Karlılığı	5.0%	9.6%	7.2%	7.0%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	a.d	36.2%	14.9%	12.9%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	6.0%	7.0%	7.4%	7.1%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	3.6%	4.1%	3.6%	2.7%

Rasyo Analizi	2025G	2026T	2027T	2028T
Düzeltilmiş F / K (x)	16.1	8.3	10.6	11.1
FD / FAVÖK (x)	6.1	3.8	5.1	5.7
FD / Satışlar (x)	0.5	0.4	0.4	0.5
PD / Defter Değeri (x)	1.3	1.2	1.2	1.2
Nakit Akışı / PD	6.5%	9.3%	6.6%	4.6%
Hisse Başına Kazanç (₺)	15.32	34.59	31.27	35.44
Hisse Başına Temettü (₺)	n.m	17.13	28.03	22.17
Temettü Verimi	0.000%	6.951%	11.167%	6.1%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-57,004	-82,745	-80,846	-80,661

Kaynak: İş Yatırım

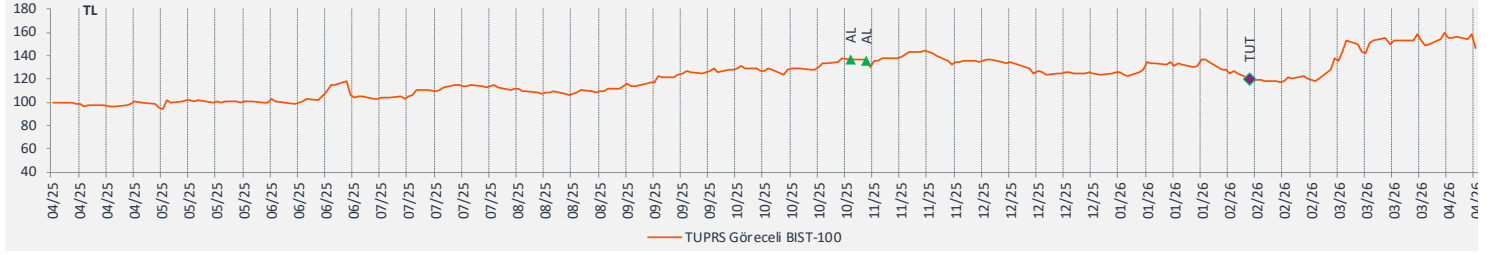
Bilanço (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>236,931</b>	<b>341,699</b>	<b>352,375</b>	<b>399,299</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	107,237	151,105	171,382	202,093
Ticari Alacaklar	52,753	78,357	74,120	80,692
Stoklar	62,145	90,156	85,986	93,774
Diğer Dönen Varlıklar	14,787	22,082	20,888	22,740
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>355,043</b>	<b>447,861</b>	<b>538,592</b>	<b>673,439</b>
Maddi Duran Varlıklar	296,248	367,657	454,030	575,556
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10,115	12,553	15,502	19,652
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	31,159	46,532	44,016	47,919
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>591,974</b>	<b>789,561</b>	<b>890,967</b>	<b>1,072,738</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>169,748</b>	<b>244,734</b>	<b>229,473</b>	<b>255,818</b>
Finansal Borçlar	21,821	27,344	22,634	30,358
Ticari Borçlar	105,513	154,089	146,961	160,272
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	42,389	63,301	59,878	65,188
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>52,398</b>	<b>74,845</b>	<b>114,616</b>	<b>150,536</b>
Finansal Borçlar	28,429	41,016	67,902	91,074
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,959	33,829	46,715	59,462
<b>Özkaynaklar</b>	<b>369,828</b>	<b>469,982</b>	<b>546,878</b>	<b>666,384</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	364,099	461,405	538,765	657,551
Ödenmiş Sermaye	1,927	1,927	1,927	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	332,636	392,837	476,278	586,603
Dönem Net Karı (Zararı)	29,523	66,641	60,246	68,290
Azınlık Payları	5,729	8,577	8,113	8,832
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>591,974</b>	<b>789,561</b>	<b>890,967</b>	<b>1,072,738</b>

Nakit Akım (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>49,465</b>	<b>86,773</b>	<b>86,794</b>	<b>90,778</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	29,873	67,509	61,031	69,179
Amortisman & İtfa Payları	14,626	18,652	17,644	19,208
İşletme Sermayesindeki Değ.	-17,938	-3,309	3,624	1,403
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	17,790	3,921	4,495	987
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-19,416</b>	<b>-35,525</b>	<b>-44,250</b>	<b>-56,008</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-19,077	-35,525	-44,250	-56,008
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>30,048</b>	<b>51,248</b>	<b>42,544</b>	<b>34,770</b>
<b>Finansman Faal. Kay.Nakit</b>	<b>5,204</b>	<b>-27,119</b>	<b>-46,831</b>	<b>-36,040</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	31,370	8,881	11,063	14,002
Temettü Ödemeleri	-34,845	-36,001	-57,893	-50,042
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>34,931</b>	<b>24,128</b>	<b>-4,287</b>	<b>-1,270</b>

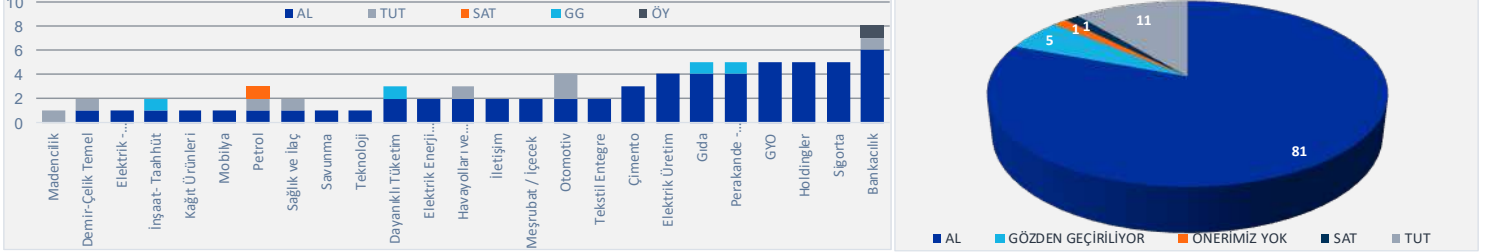
Not: 2026-2028 yıllarına ait rakamlar enflasyon muhasebesi altında tahmin edilmiş nominal değerler olarak sunulmaktadır, baz yıl kullanılmamıştır.

## Tüpraş

### Göreceli Getiri / Öneriler



### Şirket Sayısı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.