

## Tüpraş

07/05/2026

## 2026 1.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 25%

## Gerçekleşen ve Tahminler

**Beklentilerin hafif altında 1Ç26 sonuçları.** Tüpraş, beklentilerin hafif altında (İş Yatırım: 3,94 milyar TL; Piyasa: 3,81 milyar TL), yüksek vergi giderlerine rağmen daha iyi operasyonel performans, düşük kur kayıpları ve yüksek net finansal gelir sayesinde 1Ç25'teki 127 milyon TL'nin oldukça üzerinde 1Ç26'da 3,71 milyar TL net kar açıkladı. Tahminimizdeki sapmanın sebepleri beklentimizin üzerinde gelen ertelenmiş vergi gideri ve beklentimizin hafif altında kalan faaliyet karı. Şirket, beklentileri aşarak (İş Yatırım: 231 milyar TL; Piyasa: 238 milyar TL), güçlü hacimlerin ve daha yüksek ürün fiyatlarının etkisiyle yıllık bazda %24 artışla 1Ç26'da 258 milyar TL ciro elde etti. FAVÖK beklentilerin hafif altında (İş Yatırım: 16,0 milyar TL; Piyasa: 16,4 milyar TL), daralan ham petrol fiyat farklarına rağmen daha yüksek ürün marjları ve stok etkisi sayesinde yıllık bazda %24 artışla 1Ç26'da 15,8 milyar TL olarak gerçekleşti.

## Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

**Arz kısıtları nedeniyle rekor ürün marjları.** Tüpraş 1Ç26'da yıllık bazda %15 artışla 6,8 milyon ton üretim gerçekleştirdi (1Ç25: 5,9 milyon ton) ve %95 kapasite kullanım oranına ulaştı (1Ç25: %83). Satış hacmi yıllık bazda %15 artışla 7,4 milyon tona ulaştı (1Ç25: 6,4 milyon ton). Orta distilat ürün marjları, Orta Doğu'daki rafineri kesintileri ve Hürmüz Boğazı'ndaki akışın kesintiye uğramasının yol açtığı ciddi arz kısıtlamaları nedeniyle rekor seviyelere ulaştı. Orta Doğu'daki çatışmalar ve rafineri kesintileri nedeniyle Avrupa orta distilat stokları 1Ç26'da 5 yıllık ortalamasının altına geriledi ve bu durum ürün marjlarının tarihsel seviyelerin üzerine çıkmasına yol açtı. Jet yakıtı ürün marjlarının diğer ürünlere kıyasla daha uzun vadeli sözleşme yapısı nedeniyle 1Ç26'da tam olarak yansımadığını ve gecikmeli etkinin önümüzdeki çeyreklerde beklendiğini not ediyoruz. Ham petrol fiyat farkları 1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre paralel seyretse de Nisan ayından itibaren Hürmüz Boğazı çevresinde yaşanan aksaklıklar ile birlikte daralmaya başladı; buna karşın navlun ve sigorta maliyetlerinde Mart ayı itibarıyla artış görüldü. Türkiye'nin yakıt talebi yıllık bazda %2 arttı. Benzin talebi %13,2, jet yakıtı talebi %5,5 artarken motorin talebi yatay seyretti. Enflasyon muhasebesi etkileri hariç net rafineri marjı 1Ç25'teki 4,1 dolar/varil ile 4Ç25'teki 8,6 dolar/varile kıyasla 1Ç26'da 9,4 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti.

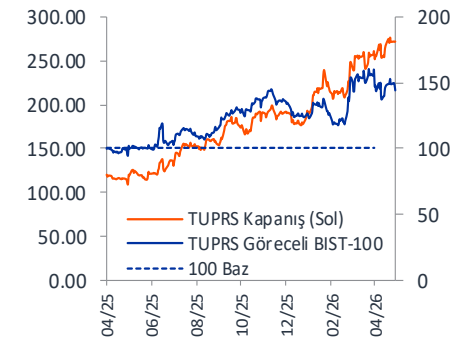
**Temettü ödemesine rağmen net nakit pozisyonunda iyileşme.** Şirket iyileşen işletme sermayesi yönetiminin desteğiyle 1Ç26'da 3,4 milyar TL serbest nakit akımı yarattı (1Ç25: negatif 30,5 milyar TL). İşletme sermayesi 4Ç25 sonundaki 10,3 milyar TL seviyesinden 1Ç26 sonunda negatif 7,2 milyar dolara önemli ölçüde iyileşti (1Ç25 sonu: 25,7 milyar TL, tek seferlik etkilerden etkilenmişti). Tüpraş 1Ç26'da 93 milyon dolar yatırım harcaması yaptı (1Ç25: 83 milyon dolar). Net nakit pozisyonu, ilk temettü ödemesiyle birlikte 20 milyar TL nakit çıkışına rağmen 4Ç25 sonundaki 62,7 milyar TL'den 1Ç26 sonunda 74,7 milyar TL'ye yükseldi ve çeyreklik bazda piyasa değerinin yaklaşık %3'ü kadar net nakit pozisyonu iyileşmesi gerçekleşti. Şirketin birikmiş diğer kapsamlı gelir/giderler kaleminde türev işlemlerden kaynaklanan 16,2 milyar TL realize olmamış zararı bilançoda taşıdığını not ediyoruz.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	271.00
12 Aylık Hedef Fiyat*	338.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	338.00
Piyasa Değeri (mn)	522,162
Halka Açık PD (mn)	253,771
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	4985.7
Hisse sayısı (Adet mn)	1,927
Takas Saklama Oranı (%)	49
Yabancı Oranı (%)	43

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	6.2	53.0	145.3
ABD \$	4.5	45.2	109.3
BIST-100 Relatif	-7.9	15.5	50.2

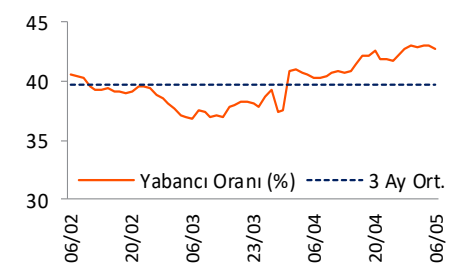
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	9.4	10.4	10.7
PD/DD	1.3	1.3	1.3
FD/FAVÖK	4.0	4.7	5.4

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 205.95 275.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 42.78



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Tüpraş

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	47.25
Enerji Yatırımları Aş	46.4
Koç Holding Anonim Şirketi	6.35

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.

**Beklentiler.** Şirket 2026 beklentilerini korudu: 6-7 dolar/varil net rafineri marjı, %95-100 kapasite kullanım oranı, yaklaşık 29 milyon ton üretim, yaklaşık 30 milyon ton satış ve 700 milyon dolar yatırım harcaması. Ancak yönetim önümüzdeki çeyrekte net rafineri marjı beklentisini revize etme hakkını saklı tuttu. Analist görüşmesinde yönetim, Hürmüz Boğazı kapanmasının pozitif etkisinin 1Ç26'da yalnızca kısmen yansıdığını ve önümüzdeki çeyrekte tam etkiyi görmeyi beklediklerini belirtti. Yönetim, tedariklerin çeşitlendirildiğini ve ham petrol arzı konusunda endişe olmadığını teyit ederken, yükselen sigorta ve navlun maliyetlerini not etti.

**Yorum.** Tüpraş'ın 1Ç26 sonuçlarına nötr piyasa tepkisi bekliyoruz. 20 milyar TL temettü ödemesine rağmen çeyreklik bazda piyasa değerinin yaklaşık %3'ü kadar net nakit pozisyonu iyileşmesi ve tipik olarak zayıf bir sezonda ve Hürmüz kapanmasının yalnızca kısmi etkisinin görüldüğü bir çeyrekte (stok etkilerini dahil eden ancak enflasyon etkilerini hariç tutan) 9,4 dolar/varil net rafineri marjına ulaşılması, net kar ve FAVÖK'teki hafif beklenti altı performansla dengeleniyor. Şirketin net rafineri marjı beklentisini revize etmeme kararı hafif hayal kırıklığı yaratsa da yönetim önümüzdeki çeyrekler için daha iyi bir görünümü teyit etti. Yıl sonu 2026 için 10,5 dolar/varil net rafineri marjı beklentimizi koruyoruz.

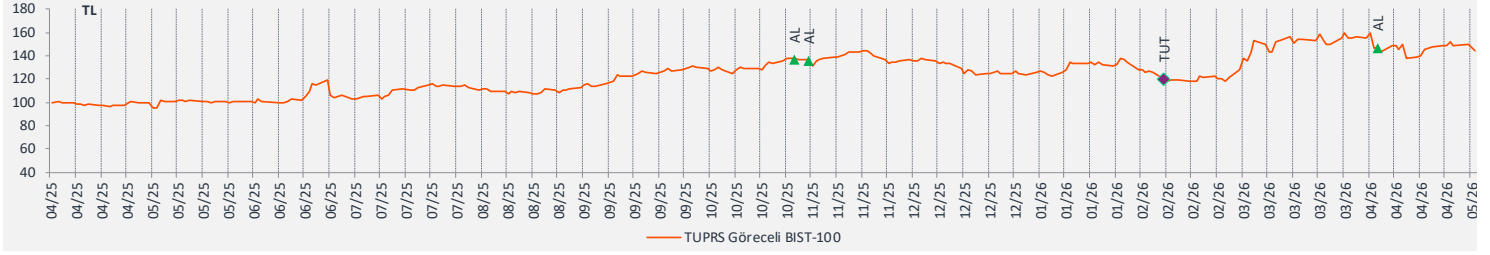
Özet Finansallar

	TL mn	Çeyrekssel				Piyasa	İş Yat.
		1Ç26	1Ç25	Y/Y Δ	4Ç25		
<b>Ciro</b>	<b>258,254</b>	<b>207,582</b>	<b>24%</b>	<b>226,631</b>	<b>14%</b>	<b>237,820</b>	<b>231,257</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>21,575</b>	<b>17,228</b>	<b>25%</b>	<b>22,983</b>	<b>-6%</b>		
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.3%</i>	<i>0.1ppt</i>	<i>10.1%</i>	<i>-1.8ppt</i>		
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>-9,919</b>	<b>-8,397</b>	<b>18%</b>	<b>-11,404</b>	<b>-13%</b>		
<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	<i>-3.8%</i>	<i>-4.0%</i>	<i>0.2ppt</i>	<i>-5.0%</i>	<i>-0.2ppt</i>		
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>11,656</b>	<b>8,831</b>	<b>32%</b>	<b>11,579</b>	<b>1%</b>		
<b>FAVÖK</b>	<b>15,796</b>	<b>12,761</b>	<b>24%</b>	<b>15,675</b>	<b>1%</b>	<b>16,392</b>	<b>15,961</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.1%</i>	<i>0.0ppt</i>	<i>6.9%</i>	<i>-0.8ppt</i>	<i>6.9%</i>	<i>6.9%</i>
<b>Finansman Gelir (Gider), net</b>	<b>1,536</b>	<b>964</b>	<b>59%</b>	<b>1,543</b>	<b>0%</b>		
<b>Parasal Kazanç (Kayıp)</b>	<b>-2,462</b>	<b>-2,676</b>	<b>-8%</b>	<b>-896</b>	<b>175%</b>		
<b>VÖK</b>	<b>10,383</b>	<b>3,315</b>	<b>213%</b>	<b>12,282</b>	<b>-15%</b>		
<i>VÖK Marjı</i>	<i>4.0%</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.4ppt</i>	<i>5.4%</i>	<i>-1.4ppt</i>		
<b>Vergi Gelir/ Gider</b>	<b>-6,568</b>	<b>-3,158</b>	<b>108%</b>	<b>-4,680</b>	<b>40%</b>		
<b>Net Kar</b>	<b>3,710</b>	<b>127</b>	<b>2820%</b>	<b>7,428</b>	<b>-50%</b>	<b>3,808</b>	<b>3,945</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>1.4%</i>	<i>0.1%</i>	<i>1.4ppt</i>	<i>3.3%</i>	<i>-1.8ppt</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.7%</i>

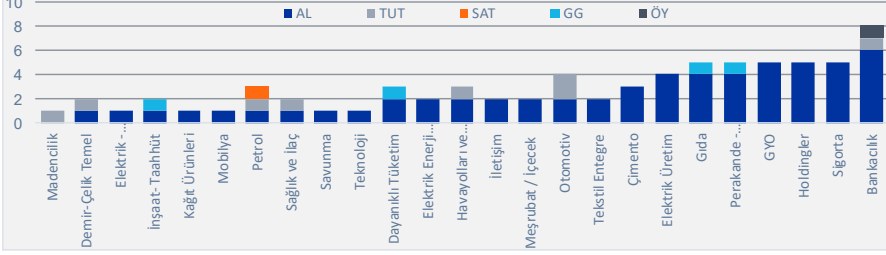
1 Ç26 FINANSALLARI AÇIKLANDI!

Tüpraş

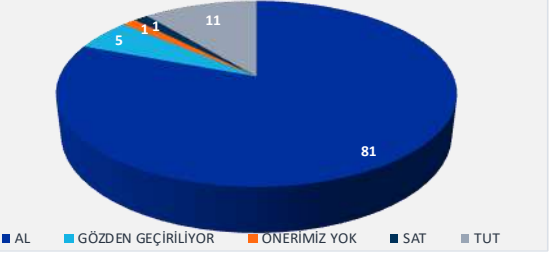
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Yatırı Listesi Dağılımı



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.