

7 Mayıs 2026

Tüpraş

FAVÖK beklentimize paralel gerçekleşti ...

Osman Furkan Özdemir

Analist

oozdemir@sekeryatirim.com

Tüpraş enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 1Ç26'da 3.710mn TL net dönem kârı açıklamıştır. Bu rakam, Şeker Yatırım beklentimiz olan 3.439mn TL'nin %8 üzerinde, piyasa medyan beklentisi olan 3.808mn TL'nin ise %3 altında gerçekleşmiştir. Net kâr performansı beklentimize kıyasla sınırlı olumlu bir görünüme işaret ederken, piyasa beklentisinin hafif altında kalmıştır. Net kâr yıllık bazda güçlü artış gösterirken, çeyrek bazda 4Ç25'teki yüksek bazın etkisiyle gerilemiştir.

Şirket'in 1Ç26 dönemine ilişkin FAVÖK rakamı 15.796mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Açıklanan rakam, Şeker Yatırım olarak beklentimiz olan 15.794mn TL'ye paralel gerçekleşirken, piyasa medyan beklentisi olan 16.392mn TL'nin %4 altında kalmıştır. FAVÖK yıllık bazda %23,8 artış gösterirken, çeyreklik bazda %0,8 oranında sınırlı yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 1Ç26'da %6,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Orta distilat ürün marjlarındaki güçlü seyir, pozitif stok etkisi ve yüksek kapasite kullanımı operasyonel kârlılığı desteklerken, ham petrol fiyat farkları ve artan doğal gaz maliyetleri ürün marjlarından gelen olumlu katkının bir kısmını sınırlamıştır.

Tüpraş'ın 1Ç26 net satış gelirleri 258.254mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu tutar, Şeker Yatırım beklentimiz olan 241.719mn TL'nin %7 üzerinde, piyasa medyan beklentisi olan 237.820mn TL'nin ise %9 üzerinde oluşmuştur. Satış gelirleri yıllık bazda %24,4, çeyreklik bazda ise %14,0 artış göstermiştir. Satış gelirlerindeki güçlü gerçekleşmede, rafineri ürün fiyatlarındaki destekleyici seyir, yurt içi talep görünümü ve güçlü satış hacimleri etkili olmuştur. Şirket, 1Ç26'da 7,4mn ton satış hacmi gerçekleştirirken, üretim hacmi 6,8mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Operasyonel görünüm... Tüpraş, 1Ç26'da %95 kapasite kullanım oranı ile 6,8mn ton üretim gerçekleştirmiştir. Böylece Şirket, 2017 yılından bu yana en yüksek ilk çeyrek kapasite kullanım oranına ulaşmıştır. Yüksek kapasite kullanım oranı, dalgalı makroekonomik ortama rağmen operasyonel esnekliğin korunduğuna ve güçlü rafineri ortamının üretim ile satış hacimlerine yansıtılabildiğine işaret etmektedir.

AL

Hedef Fiyat: 355,76 TL
Önceki Hedef Fiyat: 355,76 TL
Kazandırma Potansiyeli: %31

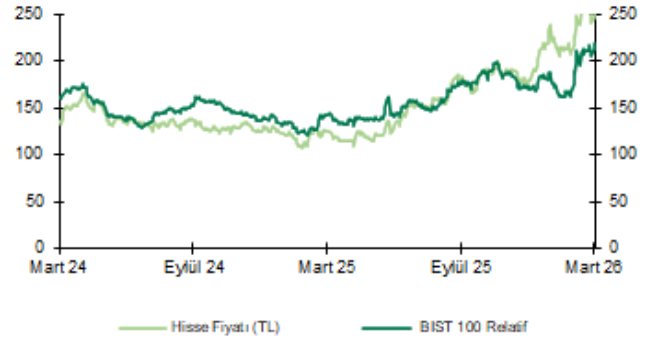
	TL	US\$
Fiyat	271,00	6,00
BİST 100	14.917	330
US\$ (MB Alış):	45,23	
52 Hafta Yüksek:	275,50	6,13
52 Hafta Düşük:	108,63	2,82
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI / TUPRS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.926,8	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	522.162	11.567
Halka Açık PD (TL Mn):	255.859	5.668

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	5,7	145,3	53,0
US\$ Getiri (%):	4,0	109,3	45,3
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	-7,1	50,2	15,5
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	4.934,34		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	115,71		

Beta	0,65
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,35
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46,40
Koç Holding A.Ş.	4,27
Koç Ailesi Tarafından Sahip Olunan Şirketler	0,48
Halka Açık Kısım	48,85
Toplam	100,00



Rafineri marjları tarafında, orta distilat ürün marjları 1Ç26'da destekleyici seyrini sürdürmüştür. Orta Doğu'da meydana gelen kesintiler, geçici rafineri duruşları ve ürün ile ham petrol akışındaki kısıtlar nedeniyle motorin ve jet yakıtı marjları tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 1Ç26 yatırımcı sunumuna göre, 1Ç26'da motorin ürün marjı 34,0 ABD\$/varil, jet yakıtı ürün marjı ise 43,1 ABD\$/varil seviyesine ulaşmıştır. Benzin marjı düşük sezona rağmen yıllık bazda artış gösterirken, YKFO marjlarında arz artışı ve zayıflayan talep nedeniyle yıllık bazda gerileme görülmüştür.

Tüpraş'ın net rafineri marjı 1Ç26'da 9,4 ABD\$/varil seviyesinde gerçekleşerek şirketin 2026 yılı için paylaştığı 6-7 ABD\$/varil beklenti aralığının üzerinde oluşmuştur. Avrupa orta distilat stoklarının ilk çeyrekte beş yıllık ortalamaların altında seyretmesi ve Türkiye yakıt talebindeki sınırlı büyüme, ürün marjları açısından destekleyici bir zemin sunmuştur. Brent'e göre ağır ham petrol fiyat farkları tarafında ise 1Ç26'da geçen yılın aynı dönemine kıyasla genel olarak paralel bir görünüm izlenmiştir. Buna karşın, Tüpraş'ın kompleks rafineri yapısı ve ürün karması, güçlü orta distilat marjlarından faydalanmasını sağlamıştır.

Net borç ve işletme sermayesi... Tüpraş'ın net nakit pozisyonu 2025 yıl sonundaki 62,7 milyar TL seviyesinden 1Ç26 sonunda 74,7 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Net Borç/FAVÖK oranı ise -1,0x seviyesinde gerçekleşmiştir. Nakit kırımına bakıldığında, toplam nakit pozisyonu 129,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Net nakit pozisyonundaki artış ve işletme sermayesi tarafında yıllık bazda gözlenen iyileşme, bilanço görünümünü desteklemiştir. İşletme sermayesinin 1Ç26 sonunda -7,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi, şirketin faaliyet döngüsündeki verimli yapının korunduğuna işaret etmektedir.

Temettü dağıtım planı... Tüpraş'ın daha önce açıklamış olduğu toplam 33 milyar TL temettü dağıtım planı kapsamında, 20 milyar TL tutarındaki ilk taksit 16 Mart 2026 tarihinde ödenmiştir. Kalan 13 milyar TL tutarındaki ikinci taksitin ise 30 Eylül 2026 tarihinde ödenmesi planlanmaktadır. Şirket'in net nakit pozisyonu ve nakit yaratma kapasitesi, kalan temettü ödemesi ve yatırım harcamalarının finansmanı açısından destekleyici bir görünüm sunmaktadır.

Şirket 2026 Beklentileri... Tüpraş, 2026 yılına ilişkin operasyonel beklentilerini korumuştur. Buna göre Şirket, 2026 yılında 6-7 ABD\$/varil net rafineri marjı, yaklaşık 29mn ton üretim, yaklaşık 30mn ton satış hacmi ve ortalama %95-100 kapasite kullanım oranı öngörmektedir. Ayrıca 2026 yılı için yaklaşık 700mn ABD\$ konsolide yatırım harcaması planlanmaktadır.

1Ç26'da gerçekleşen 9,4 ABD\$/varil net rafineri marjı şirketin beklenti aralığının üzerinde oluşurken, %95 seviyesindeki kapasite kullanım oranı şirket beklentileriyle uyumlu gerçekleşmiştir. Orta distilat ürün marjlarında gözlenen destekleyici seyrin 1Ç26 finansallarını desteklediğini görmekle birlikte, ürün fiyatlarındaki artış ve stok etkisi kaynaklı katkıların operasyonel kârlılık üzerindeki daha belirgin yansımalarının başta 2Ç26 ve 3Ç26 olmak üzere yılın ilerleyen çeyreklerinde daha görünür hale gelebileceğini değerlendiriyoruz.

1Ç26 finansalları sonrası, Tüpraş için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 355,76 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %31 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar

Milyon TL	1Ç25	1Ç26	Yıllık	4Ç25	Çeyreklik
Satış Gelirleri	207.582	258.254	24,4%	226.635	14,0%
Brüt Kar	17.228	21.575	25,2%	22.983	-6,1%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	8,3%	8,4%		10,1%	
Operasyonel Kar	8.831	11.656	32,0%	11.579	0,7%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	4,3%	4,5%		5,1%	
FAVÖK	12.761	15.796	23,8%	15.676	0,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>	6,1%	6,1%		6,9%	
Net Kar	127	3.710	2820,2%	7.428	-50,1%
<i>Net Kar Marjı</i>	0,1%	1,4%		3,3%	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/03K	%Değ
Maddi Duran Vartıklar	325.994	325.672	(0)
Maddi Olmayan Duran Vartıklar	11.147	10.794	(3)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	53.548	53.102	(1)
Ticari Alacaklar	58.049	76.810	32
Hazır Değerler	118.004	129.900	10
Diğer Kısa Vadeli Vartıklar	84.666	108.466	28
Toplam Aktifler	651.408	704.745	8
Uzun Vadeli Borçlar	31.283	35.818	14
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	26.375	22.345	(15)
Kısa Vadeli Borçlar	24.012	19.376	(19)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	116.107	146.082	26
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	46.673	121.045	159
Toplam Yükümlülükler	244.449	344.667	41
Toplam Özsermaye	406.959	360.079	(12)
Toplam Pasifler	651.408	704.745	8

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/03K	2026/03K	%Değ
Net Satışlar	207.582	258.254	24
SMM	190.354	236.678	24
Brüt Kâr	17.228	21.575	25
Faaliyet Giderleri	8.397	9.919	18
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	5.092	11.392	124
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	(3.739)	(264)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	9	(0)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	964	1.536	59
Parasal Kazanç/Kayıp	(2.676)	(2.462)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar	(73)	(83)	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	3.315	10.383	213
Vergi	3.158	6.568	108
Net Kâr/(Zarar)	157	3.815	2.327
Azınlık Payları	30	105	249
Ana Ortaklık Payları	127	3.710	2.820,2

TUPRS

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com