

TÜPRAŞ

Yönetim'in 2026 beklentilerinde şimdilik değişiklik yok...

Tüpraş, 1Ç26'da 3,7 milyar TL (%2820 y/y) net kar açıkladı; bu veri piyasa beklentisi olan 3,8 milyar TL ile uyumlu, ancak bizim beklentimiz olan 6,8 milyar TL'nin altında kaldı. FAVÖK ise 1Ç26'da 15,8 milyar TL (+%24 y/y) olarak gerçekleşirken piyasa beklentisine paralel (16,4 milyar TL), bizim tahminimizin (19,0 milyar TL) ise altında kaldı. Net kar ve FAVÖK'ün beklentimizden sapsması, jet yakıtındaki güçlü marjların kontratlardan dolayı gelirlere yansımalarının gecikmesinden dolayı rafineri marjının beklentilerin altında kalması ve beklenenden yüksek parasal kayıplardan kaynaklandı. Net nakit pozisyonu, güçlü operasyonel performans ve azalan stok seviyeleriyle birlikte daha düşük işletme sermayesi ihtiyacına paralel olarak, 4Ç25 sonundaki 57 milyar TL'den (1,3 milyar USD) 1Ç26 sonunda 75 milyar TL'ye (1,7 milyar USD) yükseldi. Bu arada, gelecek dönemde stok miktar ve fiyatında beklenen artış, işletme sermayesindeki iyileşmenin sürdürülebilir olmayabileceğini düşündürmektedir. Yönetim, 2026 için beklentilerde değişiklik yapmazken piyasada sürekli bir iyileşme olması durumunda beklentilerde revizyon olasılığına işaret etti. 2026'da net rafineri marjının 2025'teki 7 USD/v'e kıyasla 6-7 USD/v aralığında olması bekleniyor.

1Ç26'da, dizel, jet yakıtı ve benzin marjları sırasıyla varil başına ortalama 34,0 USD, 43,0 USD ve 14,0 USD olarak gerçekleşti. Dizel ve jet yakıtı marjları, Orta Doğu'daki çatışmalar nedeniyle sırasıyla %97 ve %197'lik bir yıllık artış kaydederken, benzin marjları artan arz baskısı altında sadece %11'lik artış gösterdi. Ham petrol fiyat makası hem çeyrekten çeyreğe hem de yıllık bazda daha geniş seyretti, ancak Nisan ayında makas önemli ölçüde daraldı. Tüpraş'ın FAVÖK'ü güçlü ürün marjları ve olumlu stok etkisiyle 1Ç26'da %38 artarak 356 milyon dolara ulaştı. Net rafineri marjı, 1Ç25'te 4,1 USD/v ve 4Ç25'te 8,6 USD/v iken, 1Ç26'da 9,4 USD/v olarak gerçekleşti. Net kar, faaliyet kar büyümesi, daha yüksek finansal gelir ve daha düşük kur farkı zararı sayesinde reel olarak yıllık bazda önemli ölçüde arttı.

Yönetimin olumlu marj ortamına dikkat çekmesine rağmen 2026 öngörülerini değiştirmemesi piyasada hafif olumsuz algılanabilir. Tüpraş hisseleri, Orta Doğu'daki çatışmaların başlamasından ateşkese kadar BIST100 endeksini %32 oranında geride bıraktı. Ateşkesin ardından ise endeksin %10 altında performans gösterdi. Dolayısıyla, çatışmayla ilgili haberlerin kısa vadede hisse senedi performansı üzerinde gerçek finansal verilerden daha fazla etkisi olabilir. Tüpraş için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı ilerleyen dönemde revize edeceğiz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma				
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	258,254	207,582	24%	226,631	14%	237,820	229,730	9%
FAVÖK	15,796	12,761	24%	15,675	1%	16,392	19,006	-4%
FAVÖK Marjı	6.1%	6.1%	-3 bps	6.9%	-80 bps	6.9%	8.3%	-78 bps
Net Kar	3,710	127	2820%	7,428	-50%	3,808	6,754	-3%

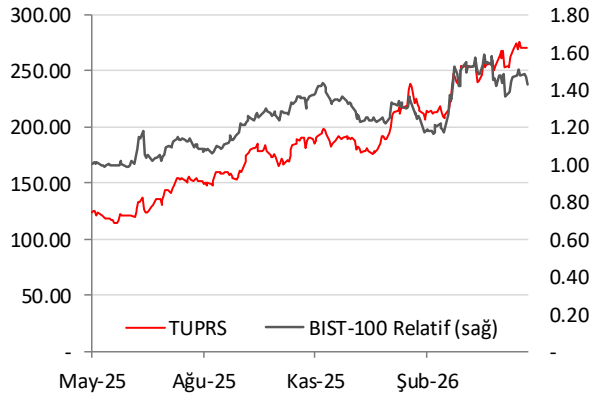
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	G.G.			
Güncel Fiyat, TL	271.00			
Getiri Potansiyeli	n.a.			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	522,162			
Firma Değeri, mn TL	434,718			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	830,356	992,523	1,163,907	1,411,004
FAVÖK, mn TL	62,073	82,642	98,613	123,279
Net Kâr, mn TL	29,523	43,732	63,295	96,755
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-56,988	-86,702	-107,869	-146,586
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-1.0	-1.1	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.5%	8.3%	8.5%	8.7%
Net Marj	3.6%	4.4%	5.4%	6.9%
Temettü Verimi	9.6%	7.0%	9.4%	12.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	2.5%	19.5%	17.3%	21.2%
FAVÖK, y/y	20.7%	33.1%	19.3%	25.0%
Net Kâr, y/y	61.2%	48.1%	44.7%	52.9%
Değerleme Verisi				
	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.3	11.9	8.2	5.4
FD/FAVÖK	3.7	5.0	3.9	2.7
FD/Ciro	0.3	0.4	0.3	0.2
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.7%	26.5%	145.3%	53.0%
BİST-100 Relatif	-7.1%	14.7%	50.2%	15.5%
AOİH, mn TL	9,259	9,394	4,964	8,155



Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	207,582	226,116	253,396	226,631	258,254	1,427,671	1,167,229	913,725
Satışların Maliyeti	190,354	204,108	226,227	203,648	236,678	1,199,477	1,069,242	824,337
Brüt Kar	17,228	22,007	27,170	22,983	21,575	228,194	97,987	89,388
Operasyonel Giderler	8,397	8,925	8,452	11,404	9,919	40,667	38,806	37,178
Faaliyet Karı	8,831	13,083	18,718	11,579	11,656	187,527	59,181	52,211
Amortisman ve İtfa Payları	3,930	4,064	4,005	4,096	4,139	12,609	13,850	16,094
FAVÖK	12,761	17,146	22,722	15,675	15,796	200,136	73,031	68,305
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-5,516	562	246	703	-1,273	-67,286	-13,456	-4,047
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-3,739	-1,204	-1,349	-90	-264	-34,414	-7,746	-6,382
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zarar)	-73	772	577	125	-83	2,187	2,077	1,400
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	9	76	-45	21	0	171	-22	18
Finansal Gelir / (Gider)	964	646	1,589	1,543	1,536	-10,801	13,239	4,742
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-2,676	273	-526	-896	-2,462	-24,429	-21,004	-3,825
Vergi Öncesi Kar	3,315	13,645	18,963	12,282	10,383	120,240	45,724	48,163
Vergi Geliri / (Gideri)	-3,158	-2,564	-4,889	-4,680	-6,568	-8,210	-18,309	-15,291
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-177	-435	-914	-1,671	-4,408	-22,811	-4,326	-3,196
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-2,981	-2,129	-3,975	-3,010	-2,160	14,601	-13,983	-12,095
Vergi Sonrası Net Kar	157	11,081	14,075	7,601	3,815	112,030	27,415	32,872
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	30	72	109	173	105	613	1,035	385
Net Kar	127	11,009	13,966	7,428	3,710	111,417	26,380	32,487

Büyüme (Yıllık)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	-30.6%	-28.9%	-15.6%	-9.3%	24.4%	-25.1%	-18.2%	-21.7%
Operasyonel Giderler	-20.6%	-22.0%	-8.1%	50.1%	18.1%	21.0%	-4.6%	-4.2%
Faaliyet Karı	-33.3%	-25.8%	-4.3%	32.1%	32.0%	-7.0%	-68.4%	-11.8%
FAVÖK	-25.4%	-19.8%	-1.1%	35.2%	23.8%	-6.7%	-63.5%	-6.5%
Net Kar	-78.1%	32.0%	17.8%	32.5%	2820.2%	-12.6%	-76.3%	23.2%

Karlılık / Rasyo Analizi	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	8.3%	9.7%	10.7%	10.1%	8.4%	16.0%	8.4%	9.8%
Operasyonel Gider Marjı	4.0%	3.9%	3.3%	5.0%	3.8%	2.8%	3.3%	4.1%
Faaliyet Kar Marjı	4.3%	5.8%	7.4%	5.1%	4.5%	13.1%	5.1%	5.7%
FAVÖK Marjı	6.1%	7.6%	9.0%	6.9%	6.1%	14.02%	6.26%	7.48%
Efektif Vergi Oranı	95.3%	18.8%	25.8%	38.1%	63.3%	6.8%	40.0%	31.7%
Net Kar Marjı	0.1%	4.9%	5.5%	3.3%	1.4%	7.8%	2.3%	3.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1.3%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-1.0%	-1.7%	-1.8%	-0.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-12.7%	17.9%	16.7%	-0.9%	2.4%	12.4%	4.4%	6.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-14.7%	15.0%	15.2%	-3.9%	1.3%	11.0%	2.9%	3.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-207%	236%	187%	-13%	40%	89%	70%	80%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.8%	2.8%	1.5%	3.0%	1.6%	1.8%	1.7%	2.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-18.9%	13.2%	5.8%	-11.2%	2.1%	3.9%	-0.9%	-2.2%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2023	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-26,462	40,491	42,417	-2,015	6,288	177,336	50,802	54,431
Düzeltilme Öncesi Kar	157	11,039	14,075	7,601	3,815	112,030	27,415	32,872
Amortisman ve İtfa Payları	3,930	4,064	4,005	4,096	4,139	12,609	13,850	16,094
İşletme Sermayesindeki Değişim	-39,152	29,935	14,748	-25,270	5,539	55,285	-10,703	-19,739
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	8,603	-4,547	9,590	11,558	-7,205	-2,588	20,240	25,204
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,036	-6,590	-3,981	-6,758	-2,910	-19,858	-17,126	-21,366
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,839	-6,337	-3,906	-6,911	-4,149	-25,754	-19,862	-20,993
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-197	-253	-75	153	1,240	5,896	2,736	-373
Serbest Nakit Akımı	-30,499	33,901	38,436	-8,773	3,379	157,478	33,676	33,065
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-6,469	17,444	-8,298	-2,518	-18,165	-72,316	-83,159	158
Finansal Borçlardaki Değişim	2,004	25,301	-722	7,936	3,517	-20,538	-35,398	34,519
Temettü	-10,430	-8,932	-8,731	-10,251	-20,000	-71,219	-70,236	-38,343
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,957	1,075	1,154	-203	-1,682	19,442	22,475	3,983
Çevrim Farkları	1,014	1,256	1,955	1,343	1,802	14,829	3,184	5,568
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-35,954	52,601	32,093	-9,948	-12,984	99,992	-46,299	38,791

Bilanço (milyon TL)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Dönen Varlıklar	234,444	282,940	310,040	260,719	315,177
Nakit ve Nakit Benzerleri	61,076	111,539	134,459	118,004	129,900
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	58,151	65,884	63,816	58,049	76,810
Stoklar	86,431	71,363	71,842	68,385	62,157
Diğer Dönen Varlıklar	28,786	34,153	39,923	16,281	46,310
Duran Varlıklar	388,345	390,641	390,601	390,689	389,569
Finansal Yatırımlar	921	955	950	1,095	1,070
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	17,915	18,290	18,975	19,225	18,000
Maddi Duran Varlıklar	325,693	327,608	327,899	325,994	325,672
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10,121	10,909	10,764	11,147	10,794
Diğer Duran Varlıklar	33,694	32,880	32,013	33,229	34,032
Toplam Varlıklar	622,789	673,581	700,641	651,408	704,745
Kısa Vadeli Yükümlülükler	216,631	231,424	245,866	186,791	286,504
Finansal Borçlar	12,885	11,598	16,720	24,012	19,376
Ticari Borçlar	118,850	135,901	144,699	116,107	146,082
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	84,895	83,926	84,447	46,673	121,045
Uzun Vadeli Yükümlülükler	31,217	57,624	54,634	57,658	58,163
Finansal Borçlar	14,695	39,474	32,268	31,283	35,818
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,522	18,150	22,366	26,375	22,345
Özkaynaklar	374,941	384,533	400,140	406,959	360,079
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	369,061	378,544	394,016	400,655	353,671
Ödenmiş Sermaye	2,522	2,379	2,213	1,927	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	107,473	106,133	107,803	107,303	89,390
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	258,940	258,939	258,940	258,938	258,644
Dönem Net Karı / (Zararı)	127	11,094	25,060	32,487	3,710
Azınlık Payları	5,880	5,989	6,125	6,304	6,408
Toplam Kaynaklar	622,789	673,581	700,641	651,408	704,745
Yatırım Sermayesi (IC)	357,967	342,216	337,036	370,625	307,718
İşletme Sermayesi	25,731	1,347	-9,041	10,327	-7,115
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	0%	-1%	1%	-1%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve	-30,378	-48,426	-53,565	-20,064	-81,851
Toplam Borç	27,580	51,072	48,988	55,295	55,194
Net Borç / (Nakit)	-34,417	-61,422	-86,421	-63,804	-75,776
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-1.0	-1.3	-0.9	-1.1
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-79,902	-71,401	-68,376	-63,943	-59,016

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.