

TÜPRAŞ Analist Toplantı Notu

Aylin Koşar akosar@ziraatyatirim.com.tr

Eray Pektaş epektas@ziraatyatirim.com.tr

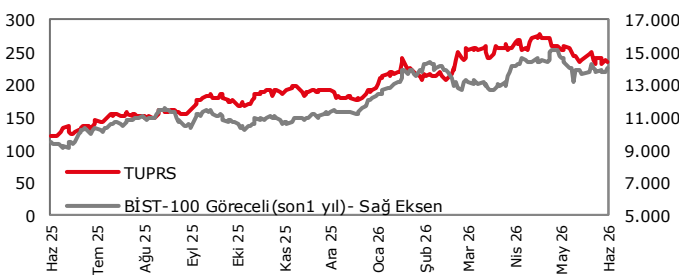
Tüpraş Analist Günü Notları

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 368,00TL

Reuters/Bloomberg	TUPRS.IS/TUPRS.TI		
Sektör	Petrokimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	233,80 TL	5,08 USD	
BİST 100	13.938 TL	303 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	46,0669		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	119,90 TL	275,50 TL	
Hisse Adedi (mn)	1.927		
P. Değeri (mn TL)	450.485		
Net Borç (mn TL)	-74.706		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	48,6%		
Halka Açıklık	49,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	33,6%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	66,4%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-8,3%	-8,1%	93,2%
BİST-100	-5,7%	4,9%	46,4%
BİST-100 Göreceli	-2,8%	-12,4%	32,0%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.680,04		
(mn TL)	1Ç2025	1Ç2026	% Değ.
Net Satış	207.582	258.254	24,4%
Brüt Kar	17.228	21.575	25,2%
Faaliyet Karı /Zararı	5.092	11.392	123,7%
A. Ort. Net Kar / Zar	127	3.710	a.d.
	F/K	FD/FAVÖK	
TUPRS	12,5	5,3	
BİST-100	13,7	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	5,7	4,8	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
DİĞER	53,6%		
ENERJİ YATIRIMLARI AŞ	46,4%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 12.06.2026 verileri kullanılmıştır.

Tüpraş'ın İzmit Rafinerisi'nde 12 Haziran'da düzenlediği analist günü kapsamında gerçekleştirilen rafineri tesis ziyaretine katıldık.

Toplantıda küresel rafinaj piyasasındaki güncel gelişmeler, ürün marjlarının görünümü, jeopolitik risklerin sektöre etkileri, ham petrol tedarik dinamikleri ve şirketin orta vadeli beklentileri öne çıkan başlıklar arasında yer almıştır.

Şirket, 2026 yılı için yaklaşık 29mn ton üretim, 30mn ton satış, %95-100 kapasite kullanım oranı, 6-7\$/varil net rafineri marjı ve yaklaşık 700mn USD yatırım harcaması beklentilerini korumaktadır. 1Ç2026'da net rafineri marjı 9,4\$/varil ile yıl sonu beklenti bandının üzerinde gerçekleşmiş olsa da, Şirket bu aşamada beklentilerinde değişikliğe gitmemiştir. Güçlü ürün marjlarının gelir tablosuna etkisinin ve artan navlun, sigorta ile ham petrol tedarik maliyetlerinin net etkisinin daha sağlıklı değerlendirilebilmesi adına özellikle haziran ayı gerçekleştirmeleri takip edilmektedir. Bu kapsamda, mevcut ürün marjı görünümünün operasyonel tarafta destekleyici olduğu ancak maliyet tarafındaki etkilerin henüz tam olarak netleşmediği değerlendirilmektedir.

Şirket'in çeşitlendirilmiş ham petrol tedarik yapısı ve farklı kalite/ağırlıktaki ham petroleri işleyebilen rafineri esnekliği, jeopolitik dönemlerde önemli bir avantaj sağlamaktadır. Yönetim, ham petrol bulunabilirliği konusunda önemli bir risk görmezken, alternatif kaynaklara yönelimin ve yükselen ham petrol diferansiyellerinin maliyet tarafında baskı yaratabileceğini belirtmiştir. Özellikle Hürmüz ve Körfez kaynaklı akış riskleri nedeniyle artan navlun ve sigorta maliyetleri, güçlü ürün marjlarının net rafineri marjına yansımaları sınırlayabilecek unsurlar arasında değerlendirilmektedir. Ayrıca Şirket'in son yıllarda tedarik kaynaklarını önemli ölçüde çeşitlendirmesi ve farklı coğrafyalardan ham petrol temin edebilmesi, arz güvenliği açısından önemli bir esneklik sağlamaktadır.

Tüpraş için 368,00 TL hedef fiyat ve "AL" önerimiz bulunmaktadır. Hisse, son kapanış fiyatına göre hedef fiyatımıza kıyasla yaklaşık %57,4 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

**Haziran gerçekleřmeleri
bekleniyor...**

Motorin ve jet yakıtı marjları mart ayındaki zirve seviyelerden gerilemesine rağmen halen tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmektedir. Yönetim, Avrupa'daki düşük orta distilat stokları, rafineri duruşları ve bölgesel arz aksaklıklarının ürün marjlarını desteklemeye devam ettiğini belirtmiştir. Özellikle Avrupa'da orta distilat stoklarının son yılların düşük seviyelerine gerilemesi ve Orta Doğu kaynaklı arz riskleri, motorin ve jet yakıtı marjlarının güçlü kalmasında etkili olmaktadır. Buna karşın, mevcut marj görünümünün yıl geneline ne ölçüde yayılacağı konusunda temkinli duruş korunmaktadır. 1Ç2026'da net rafineri marjı 9,4\$/varil ile beklenti bandının üzerinde gerçekleşmiş ve mayıs ayında ürün marjları güçlü seyrini sürdürmüş olsa da, Şirket bu aşamada yıl sonu beklentilerinde değişikliğe gitmemiştir. Yönetim, güçlü crack marjlarının gelir tablosuna etkisini ve artan navlun ile sigorta maliyetleri sonrası net sonucu daha sağlıklı değerlendirmek için haziran gerçekleşmelerini görmeyi tercih etmektedir.

**Güçlü net nakit
pozisyonu operasyonel
esneklik sağlıyor...**

Güçlü net nakit pozisyonu, mevcut piyasa koşullarında Tüpraş için önemli bir avantaj yaratmaktadır. 2026 yılı ilk çeyrek sonu itibarıyla 74,7mlr TL net nakit pozisyonuna sahip olan Tüpraş, sıkılaşan ham petrol piyasasında hızlı tedarik kararları alınabilmesi, peşin ödeme yapılabilmesi veya daha kısa ödeme vadeleriyle çalışılabilmesi açısından güçlü likidite operasyonel esneklik sağlamaktadır. Bu nedenle net nakit pozisyonu yalnızca finansal bir gösterge değil, aynı zamanda tedarik güvenliği açısından da önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

**Jeopolitik gelişmelerde
normalleşme marjları
baskılayabilir...**

Jeopolitik risklerin azalmasına yönelik haber akışı ürün marjlarında kısa vadeli geri çekilmelere neden olabilir. Ancak düşük stok seviyeleri, rafineri duruşları ve bölgesel arz aksaklıkları nedeniyle motorin ve jet yakıtı marjlarında hızlı ve kalıcı bir normalleşme beklenmemektedir. Özellikle Avrupa'nın orta distilat ürünlerde ithalata bağımlı yapısı ve devam eden arz riskleri, marj görünümünü destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır. Bu durum, mevcut yüksek marj ortamının kalıcılığı açısından izlenmesi gereken başlıca risk unsurlarından biri olarak öne çıkmaktadır.

**Dört ana başlıkta
stratejik dönüşüm
hamlesi...**

Şirket, stratejik dönüşüm planını sürdürülebilir rafinaj, biyoyakıtlar, sıfır karbon elektrik ve yeşil hidrojen olmak üzere dört ana başlık altında şekillendirmiştir. Enerji verimliliği yatırımlarıyla birlikte uzun vadeli sürdürülebilirliği ön plana çıkaran şirket, yeşil hidrojen tarafında ise mevcut talebin henüz yeterli seviyede olmaması nedeniyle daha uzun vadeli bir yaklaşım benimsemektedir. Ayrıca, İzmir'deki yeni sürdürülebilir havacılık yakıtı ünitesi için çalışmalar sürmektedir.

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2024	2025	%Değ	3A2025	3A2026	%Değ
DÖNEN VARLIKLAR	242.924	260.719	7,3%	179.149	315.177	75,9%
Nakit ve Nakit Benzerleri	96.251	118.004	22,6%	46.671	129.900	178,3%
Ticari Alacaklar	48.524	58.049	19,6%	44.436	76.810	72,9%
Diğer Alacaklar	250	687	175,4%	384	697	81,5%
Stoklar	78.899	68.385	-13,3%	66.045	62.157	-5,9%
Diğer Dönen Varlıklar	19.001	15.594	-17,9%	21.613	45.613	111,0%
DURAN VARLIKLAR	351.493	390.689	11,2%	296.751	389.569	31,3%
Finansal Yatırımlar	842	1.095	30,0%	703	1.070	52,0%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	17.086	19.225	12,5%	13.690	18.000	31,5%
Maddi Duran Varlıklar	296.026	325.994	10,1%	248.876	325.672	30,9%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.971	11.147	39,8%	7.734	10.794	39,6%
Diğer Duran Varlıklar	29.568	33.229	12,4%	25.747	34.032	32,2%
TOPLAM AKTİFLER	594.417	651.408	9,6%	475.900	704.745	48,1%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	194.726	186.791	-4,1%	165.537	286.504	73,1%
Finansal Borçlar	4.934	9.856	99,8%	4.649	7.000	50,6%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.917	14.155	104,7%	5.197	12.376	138,1%
Ticari Borçlar	135.971	116.107	-14,6%	90.819	146.082	60,9%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	46.904	46.673	-0,5%	64.872	121.045	86,6%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	25.015	57.658	130,5%	23.854	58.163	143,8%
Finansal Borçlar	13.004	31.283	140,6%	11.229	35.818	219,0%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	12.012	26.375	119,6%	12.625	22.345	77,0%
ÖZSERMAYE	374.675	406.959	8,6%	286.509	360.079	25,7%
Ödenmiş Sermaye	1.927	1.927	0,0%	1.927	1.927	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	242.653	258.938	6,7%	197.867	258.644	30,7%
Net Dönem Karı/Zararı	23.973	32.487	35,5%	97	3.710	a.d.
Diğer	100.844	107.303	6,4%	82.125	89.390	8,8%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5.278	6.304	19,4%	4.493	6.408	42,6%
TOPLAM PASİFLER	594.417	651.408	9,6%	475.900	704.745	48,1%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2024	2025	%Değ	3A2025	3A2026	%Değ
SATIŞLAR	1.060.730	830.356	-21,7%	207.582	258.254	24,4%
Satışların Maliyeti (-)	971.684	749.124	-22,9%	190.354	236.678	24,3%
BRÜT KAR/ZARAR	89.046	81.232	-8,8%	17.228	21.575	25,2%
Genel Yönetim Giderleri (-)	21.800	22.373	2,6%	5.547	6.216	12,1%
Pazarlama Giderleri (-)	13.045	10.915	-16,3%	2.703	3.535	30,8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	419,8	497,4	18,5%	148	168	13,9%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-7.039	-5.800	a.d.	-3.739	-264	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	46.741	41.647	-10,9%	5.092	11.392	123,7%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-20	16	a.d.	9	0	a.d.
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	12.031	4.309	-64,2%	964	1.536	59,3%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	1.888	1.272	-32,6%	-73	-83	a.d.
Net parasal Poz. Kazanç./Kayıpları	-19.088	-3.476	a.d.	-2.676	-2.462	a.d.
Vergi Gideri/Geliri (-)	16.639	13.896	-16,5%	3.158	6.568	108,0%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	24.914	29.873	19,9%	157	3.815	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	23.973	29.523	23,2%	127	3.710	a.d.

a.d: anlamlı değil, Tüpraş

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto

EKLE : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto

TUT : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto

AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto

SAT : %-20,01 ve üzeri iskonto

İZLE : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri