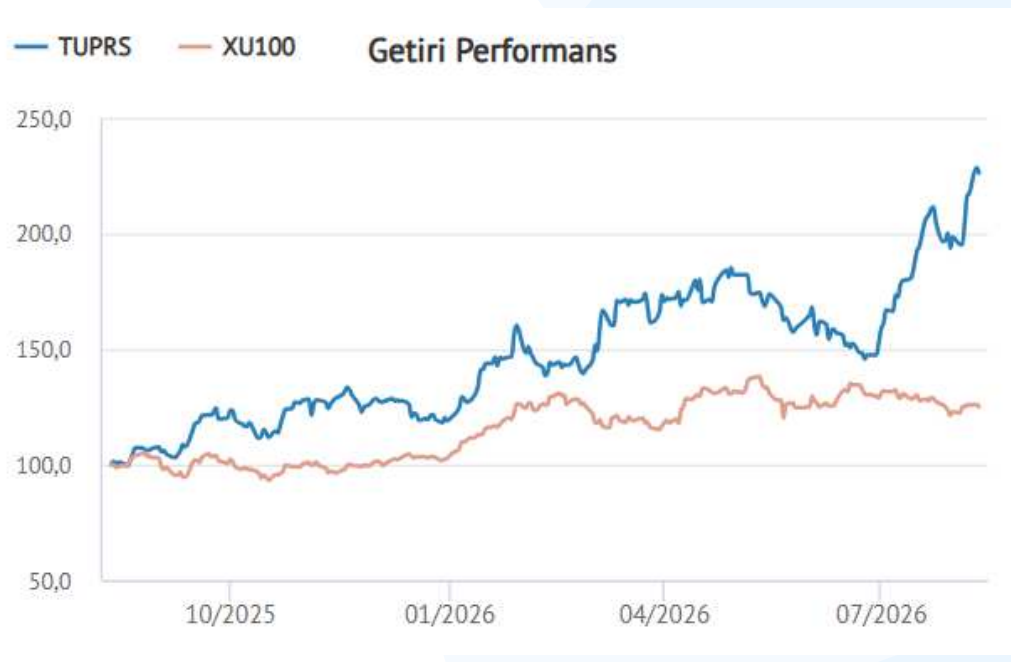
TÜPRAŞ

Çarpanlar İskontoya, Nakit Akışı Değere İşaret Ediyor

12.08.2026

	TUPRS
Tavsiye	ALIM
Son Fiyat:	336,50
Hedef Fiyat:	461,00
Getiri Potansiyeli:	37,0%
Piy. Değeri:	648.367
Firma Değeri:	517.649
Halka Açıklık Oranı:	48,6%
HAPD:	315.055,8
Yıllık Ort. Hacim:	5.900,1

Hisse Perf.	Ay	6 Ay	Yıl
TL	26,0%	62,3%	90,0%
USD	23,8%	48,3%	71,0%
Relatif	31,7%	63,2%	56,1%



Gelir Tablosu (Mio TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2Ç25	2Ç26
Net Satış	152,492	916,751	991,203	1,060,730	830,356	256,537	404,534
Değişim %	*141.12*	*501.18*	*8.12*	*7.01*	*-21.72*	*-6.05*	*59.69*
Brüt Kâr	15,860	113,080	158,431	89,046	81,232	24,760	62,550
Değişim %	*798.98*	*612.99*	*40.11*	*-43.79*	*-8.78*	*0.04*	*159.17*
FAVÖK	13,396	103,202	138,950	66,368	62,073	19,244	55,451
Değişim %	*2,610.54*	*670.40*	*34.64*	*-52.24*	*-6.47*	*6.50*	*193.34*
Net Parasal Pozisyon Kazanç(Kayıp)	0	13,280	-16,961	-19,088	-3,476		
Değişim %							
Net Kar/Zarar	3,613	61,545	77,780	24,914	29,873	11,824	46,457
Değişim %		*1,654.41*	*26.16*	*-69.01*	*23.15*	*73.67*	*290.91*
Karlılık Oranları	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2Ç25**	**2Ç26**
Brüt Kâr Marjı %	10.40	12.33	15.98	8.39	9.78	9.73	15.80
FAVÖK Marjı %	8.78	11.26	14.02	6.26	7.48	7.70	14.14
Net Kar Marjı %	2.29	6.69	7.80	2.26	3.56	4.85	11.87
Özsermaye Karlılığı %	25.35	34.47	26.69	8.95	8.68	0.16	40.23
Aktif Karlılık %	4.21	17.63	14.61	5.13	5.07	8.60	21.34

Veriler QueenStock'dan alınmıştır.

Tüpraş'ın 2026 ilk yarı sonuçlarına baktığımızda, karşımızda sadece satışlarını büyüten değil, marjlarını çok daha hızlı büyüten bir şirket görüyoruz.
Satışlar yıllık bazda %43 artarak 662,8 milyar TL'ye çıktı. Buna karşılık brüt kar iki katına, faaliyet karı % 225, FAVÖK % 120 ve ana ortaklık net karı da % 320 arttı.
Yani burada hikaye yalnızca kur, enflasyon ya da yüksek petrol fiyatı değil; asıl farkı yaratan unsur, rafineri ürün marjlarındaki güçlü genişleme oldu.

Gelir tablosunun en güçlü tarafı, karlılığın stok etkisine dayanmaması. İlk yarı FAVÖK 73,3 milyar TL'ye çıkarken stok etkisiz FAVÖK 67,4 milyar TL oldu. Bu bize, kar artışının petrol fiyatındaki geçici stok kazançlarından ziyade gerçek operasyonel performanstan geldiğini söylüyor. Başka bir ifadeyle Tüpraş bu dönemde ham petrolü alıp ürüne dönüştürürken çok daha güçlü bir marj elde etti.

İkinci çeyrekte net rafineri marjının 21,4 dolar/varile çıkması, sonuçların ana sürükleyicisi. İlk yarı ortalaması da 15,6 dolar/varil oldu.
Şirketin vergi öncesi kar köprüsünde ürün marjlarının yaklaşık 52 milyar TL pozitif katkı sağladığını, buna karşılık ham petrol ve diğer fiyat farklarının 14,4 milyar TL negatif etki yarattığını görüyoruz. Buna rağmen tedarik optimizasyonu, yüksek kapasite kullanımı ve güçlü ürün marjları bu olumsuzluğu fazlasıyla telafi etti.

Operasyon tarafında da tablo güçlü. Tüpraş ikinci çeyrekte % 96 kapasite kullanımıyla 6,9 milyon ton üretim yaptı ve 7,9 milyon ton satış gerçekleştirdi. Yurt içi satışlar motorin ve benzin tarafındaki artışla desteklendi. Bu yüksek kapasite kullanımı sabit maliyetlerin daha geniş üretim tabanına yayılmasını sağladı ve faaliyet kaldıracını güçlendirdi.

Faaliyet giderleri % 17 artarken satışların % 43, brüt karın ise % 100 artması da önemli. Bu, şirketin gider tarafında kontrolü kaybetmeden büyüdüğünü gösteriyor. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı geriledi ve bu durum faaliyet karındaki sıçramayı destekledi. Dolayısıyla bu dönemde sadece marj değil, gider disiplini de sonuçlara katkı sağladı.

Net kar tarafında bilanço kalitesi de önemli destek verdi. Şirket yaklaşık 130,7 milyar TL net nakit pozisyonunda. Yüksek faiz ortamında bu nakit fazlası net finansman gelirini artırdı. İlk yarıda yaklaşık 4,8 milyar TL net finansman geliri oluştu. Bu da operasyonel karlılığın üzerine ilave katkı sağladı.

M.BAKİ ATILAL….Genel Müdür Yardımcısı

TÜPRAŞ

Çarpanlar İskontoya, Nakit Akışı Değere İşaret Ediyor

Elektrik segmenti satış hacmini artırmasına rağmen karlılık tarafında zayıf kaldı. İkinci çeyrekte sıfır karbon elektrik satışları % 12 yükselirken elektrik segmenti FAVÖK'ü 770 milyon TL'den 223 milyon TL'ye geriledi. Bu nedenle konsolide sonuçların yükünü hala büyük ölçüde rafinaj işi taşıyor.

Bundan sonrası için ana konu, bu marj seviyelerinin ne kadar korunabileceği. Yönetim 2026 net rafineri marjı beklentisini 6–7 dolar/varilden 13–15 dolar/varile yükseltti. Üretim hedefi yaklaşık 29 milyon ton, satış hedefi 30 milyon ton, kapasite kullanımı % 95–100 ve yatırım harcaması yaklaşık 700 milyon dolar olarak korunuyor. Bu revizyon, şirketin yılın geri kalanına ilişkin güveninin yükseldiğini gösteriyor.

Yine de ikinci çeyrekteki 21,4 dolar/varil marjı yılın tamamına taşımak gerçekçi olmaz. Yönetimin 13–15 dolar/varil yıllık hedefi zaten ikinci yarıda belli ölçüde normalleşme beklediğini gösteriyor. Üçüncü çeyrek mevsimsel olarak güçlü olabilir; ancak dördüncü çeyrekte İzmit ve Batman rafinerilerindeki planlı bakım duruşları üretim ve karlılığı baskılayabilir.

Tüpraş'ın 2026 ilk yarı gelir tablosu kalite açısından güçlü. Kar artışı stok etkisinden değil, gerçek rafineri marjından, yüksek kapasite kullanımından, tedarik optimizasyonundan ve gider disiplininden geliyor. Bilanço da bu performansı destekliyor. Ancak ikinci çeyrek olağanüstü güçlü olduğu için, buradaki kar temposunu düz bir çizgiyle yılın geri kalanına taşımamak lazım.

Özetle, 2026 yılı Tüpraş açısından güçlü geçmeye aday. Yılın ikinci yarısında karlılık ilk yarıya göre bir miktar normalleşse bile, yönetimin 13–15 dolar/varil marj beklentisi gerçekleşirse şirket tarihsel ortalamalarının üzerinde bir operasyonel performansla yılı tamamlayabilir. En kritik risk ise ürün marjlarının beklenenden hızlı gerilemesi ve dördüncü çeyrek bakım etkisinin tahmin edilenden daha sert olması.

Sonuç olarak, uluslararası rafineri şirketleriyle yapılan karşılaştırma Tüpraş'ın küresel emsallerine göre düşük çarpanlarla işlem gördüğünü ortaya koyuyor. EV/Satış dışında hemen hemen tüm temel değerleme yöntemleri mevcut piyasa fiyatının üzerinde hedef fiyat üretiyor.
Beş çarpanın birlikte değerlendirilmesi sonucunda oluşan 451-469 TL değer aralığı, 471 TL DCF değerlemesini de büyük ölçüde destekliyor. İki farklı değerleme metodunun birbirine yakın sonuç üretmesi, Tüpraş hissesinin orta vadede mevcut seviyelerine göre anlamlı bir yükseliş potansiyeli taşıdığına işaret etmekte.
%50 DCF ve %50 Int peer ağırlıklandırma ile 461 TL hedef değerimizle ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

TÜPRAŞ

Satış gelirleri ve Brüt Kar

Tüpraş'ın 2026 ilk yarı gelir tablosuna baktığımızda, sadece satışların arttığı değil, satış büyümesinin çok üzerinde bir karlılık genişlemesi yaşandığı görülüyor.
İlk altı ayda net satışlar 464,1 milyar TL'den 662,8 milyar TL'ye yükselerek yıllık bazda yaklaşık % 43 arttı. Buna karşılık brüt kar 42 milyar TL'den 84,1 milyar TL'ye çıkarak iki katına ulaştı. Esas faaliyet karı 18,2 milyar TL'den 59 milyar TL'ye, FAVÖK ise 33,4 milyar TL'den 73,3 milyar TL'ye yükseldi. Ana ortaklık net karı da 11,9 milyar TL'den 49,8 milyar TL'ye çıktı.

Buradaki temel mesaj; Tüpraş'ın sonuçları yalnızca enflasyon veya kur nedeniyle nominal olarak büyümemiş; şirketin birim ürün başına elde ettiği rafineri marjı da ciddi şekilde güçlenmesi oldu.
Nitekim satışların % 43 arttığı bir dönemde brüt karın % 100, faaliyet karının % 225 ve net karın % 320 artması, kar artışının satış hacminden çok marj genişlemesinden kaynaklandığını gösteriyor. Şirket sunumunda da ilk yarı FAVÖK'ünün 73,3 milyar TL'ye, stok etkisiz FAVÖK'ün ise 67,4 milyar TL'ye ulaştığı belirtiliyor.

Satış gelirleri neden bu kadar arttı?

İlk yarıda satışlar 662,8 milyar TL'ye yükselirken ikinci çeyrek satışları tek başına 386,4 milyar TL oldu. İkinci çeyrekte satışlar geçen yılın aynı dönemine göre % 60 arttı. Bu büyümenin birkaç kaynağı var.

Birincisi, **ürün satış hacmi arttı**. Tüpraş ikinci çeyrekte 7,9 milyon ton satış gerçekleştirdi ve toplam satış hacmi geçen yılın aynı dönemine göre % 4 yükseldi. Yurt içi satışlar ise motorin ve benzin satışlarındaki artış sayesinde % 5 büyüdü. Özellikle **benzin ve jet yakıtı talebi güçlü** seyrederken, motorin talebindeki gerileme toplam Türkiye akaryakıt talebinin yatay kalmasına neden oldu.

İkincisi, **petrol ve ürün fiyatlarının TL karşılığının yükselmesi satış gelirlerini nominal olarak büyüttü**. Tüpraş'ın satış gelirleri petrol fiyatı, ürün fiyatı ve döviz kuru ile doğal olarak yukarı veya aşağı hareket ediyor. Ham petrol fiyatları ve kur yükseldiğinde satış geliri büyüyor; ancak bu durum tek başına daha yüksek kar anlamına gelmiyor. Burada önemli olan ham petrol maliyeti ile motorin, benzin ve jet yakıtı gibi nihai ürün fiyatları arasındaki fark, yani **ürün marjı**.

Üçüncüsü, **kapasite kullanımı çok güçlüydü**. Tüpraş ikinci çeyrekte % 96 kapasite kullanımıyla 6,9 milyon ton üretim gerçekleştirdi. İlk yarı kapasite kullanımı da % 95,1 seviyesinde kaldı. Bu kadar yüksek kapasite kullanımı, sabit maliyetlerin daha fazla üretim üzerine yayılmasını ve **birim maliyetlerin daha kontrollü kalmasını** sağladı.

Brüt kardaki sıçrama ne anlatıyor?

Satışların maliyeti 422,1 milyar TL'den 578,7 milyar TL'ye çıkarak % 37 yükseldi. Satış geliri ise % 43 arttı. Maliyetlerin satışlardan daha yavaş artması nedeniyle brüt kar marjı belirgin şekilde genişledi.

2025 ilk yarıda brüt kar marjı yaklaşık % 9 seviyesindeyken, 2026 ilk yarıda yaklaşık % 12,7'ye çıktı. Bu genişlemenin temel nedeni **güçlü ürün marjları**.
Şirket sunumundaki vergi öncesi kar köprüsüne göre ikinci çeyrekte ürün marjlarındaki iyileşme, vergi öncesi kara yaklaşık 52 milyar TL pozitif katkı yaptı. Buna karşılık ham petrol ve diğer fiyat farkları yaklaşık 14,4 milyar TL negatif etki yarattı. Stok etkisi, faaliyet giderleri ve diğer unsurlar da toplamda sınırlı negatif katkı yaptı. Buna rağmen ürün marjlarındaki iyileşme, bütün olumsuz etkileri fazlasıyla karşıladı.

Bu da bize gösteriyor ki ; Tüpraş'ın 2026 performansını taşıyan ana unsur petrol fiyatının yükselmesi değil, rafinerinin ham petrolü işleyip yüksek katma değerli ürünlere dönüştürürken elde ettiği **crack spread ve net rafineri marjı** oldu.

M.BAKİ ATILAL….Genel Müdür Yardımcısı

Rafineri marjı neden güçlendi?

Tüpraş'ın net rafineri marjı 2025'in ilk çeyreğinde 4,1 dolar/varil, ikinci çeyreğinde 5,3 dolar/varil seviyesindeydi. 2026'nın ilk çeyreğinde 9,4 dolar/varile çıkan marj, ikinci çeyrekte 21,4 dolar/varile ulaştı. İlk yarı ortalaması da 15,6 dolar/varil oldu.

Bu artışın arkasında **küresel arz-talep dengesi** bulunuyor. Şirket sunumuna göre küresel ham petrol talebindeki yavaşlamaya rağmen arzın daha hızlı daralması ürün piyasasındaki sıkılığı korudu ve rafineri ürün marjlarını destekledi. Avrupa orta distilat ve benzin stoklarının görece düşük seyretmesi de motorin ve benzin marjlarının güçlü kalmasına katkı sağladı.

Jeopolitik gelişmeler de fiyatlamayı destekledi. İkinci çeyrekte petrol fiyatları jeopolitik riskler nedeniyle yüksek seyretti. Ateşkes sonrası Brent gerilese de yıl başı seviyelerinin üzerinde kaldı. Ancak Tüpraş açısından daha önemli olan, yüksek petrol fiyatından ziyade ürün fiyatlarının ham petrol fiyatına göre daha güçlü seyretmesiydi.

Ham petrol tedarik optimizasyonunun katkısı

Sunumdan gördüğümüz Şirket yönetimi özellikle ham petrol tedarik optimizasyonunun önemine dikkat çekiyor. Ham petrol çeşitliliği, uygun fiyatlı ham petrol kaynaklarına erişim, farklı kalite ve yoğunluktaki petrollerin rafineri ünitelerine uygun biçimde yönlendirilmesi Tüpraş'ın rekabet gücünü artırıyor.

İkinci çeyrekte ham petrol ve diğer fiyat farklarının kar üzerindeki negatif etkisi yaklaşık 14,4 milyar TL oldu. Buna rağmen şirket, tedarik optimizasyonu sayesinde bu etkinin büyük kısmını dengeleyebildiğini belirtiyor. Bu, Tüpraş'ın yalnızca piyasa marjlarından faydalanmadığını; **satın alma, lojistik ve üretim planlamasındaki operasyonel kabiliyetlerinin de karlılığı koruduğunu gösteriyor**.

Faaliyet giderlerinin seyri

Genel yönetim, pazarlama ve Ar-Ge giderlerinin toplamı 2025 ilk yarıda yaklaşık 18,5 milyar TL iken 2026 ilk yarıda %17 artışla 21,8 milyar TL'ye çıktı. Satış gelirleri % 43, brüt kar % 100 artarken faaliyet giderlerinin % 17 artması, güçlü bir faaliyet kaldıracı yarattı.

Faaliyet giderlerinin satışlara oranı yaklaşık % 4'ten % 3,3 seviyesine geriledi. Bu oran da şirketin güçlü satış ve brüt kar büyümesini gider tarafında kontrol altında tutabildiğini gösteriyor.

Ancak giderlerdeki artış tamamen önemsiz değil. Şirketin ikinci çeyrek kar köprüsünde faaliyet giderleri yıllık kar artışını yaklaşık 878 milyon TL aşağı çekti. Personel, bakım, lojistik, enerji ve enflasyon kaynaklı maliyet baskılarının devam ettiği görülüyor. Buna rağmen güçlü ürün marjları gider artışını fazlasıyla telafi etti.

FAVÖK ve stok etkisi

Tüpraş'ın FAVÖK'ü 2025 ilk yarıda 33,4 milyar TL iken 2026 ilk yarıda 73,3 milyar TL'ye çıkarken, FAVÖK marjı yaklaşık % 7,2'den % 11,1'e yükseldi. Daha da önemlisi, stok etkisiz FAVÖK 27,1 milyar TL'den 67,4 milyar TL'ye ulaştı. Stok etkisi 2025 ilk yarıda 6,2 milyar TL, 2026 ilk yarıda ise 5,9 milyar TL seviyesindeydi. Yani FAVÖK büyümesinin ana nedeni stok kazancı değil. **Operasyonel marjlar ve gerçek rafinaj performansı** güçlüydü.

Bu önemli, çünkü petrol fiyatlarının yükseldiği dönemlerde rafineriler stoklarında tuttukları ham petrol ve ürünlerden muhasebesel stok karı elde edebilir. Petrol fiyatı düştüğünde ise stok zararı oluşur. Ancak Tüpraş'ın bu dönemde stok etkisiz FAVÖK'ünün de çok güçlü büyümesi, **kar artışının daha kaliteli** olduğunu gösteriyor.

Elektrik iş kolu neden zayıf kaldı?

Rafinaj faaliyetleri çok güçlü sonuç üretirken elektrik segmenti aynı ölçüde katkı sağlamadı. İlk yarıda rafinaj segmenti yaklaşık 59,4 milyar TL faaliyet karı üretirken elektrik segmenti yaklaşık 333 milyon TL faaliyet zararı açıkladı.

İkinci çeyrekte sıfır karbon elektrik satışları yıllık % 12 artarak 389 GWh'ye yükseldi. Buna rağmen elektrik segmenti FAVÖK'ü geçen yılın aynı dönemindeki 770 milyon TL'den 223 milyon TL'ye geriledi.

Bu durum elektrik tarafındaki üretim artışının karlılığa aynı ölçüde yansımadığını, elektrik fiyatları, YEKDEM gelirleri, üretim karması ve maliyetlerin bu dönemde marjları baskıladığını gösteriyor. Grup sonuçlarında elektrik faaliyetinin ağırlığı hala sınırlı olduğu için zayıflık konsolide performansı bozmadı; ancak uzun vadeli dönüşüm hikayesinde bu segmentin karlılık üretmeye başlaması önemli olacak.

Finansman gelirleri ve giderleri

Finansman gelirleri 19,5 milyar TL, finansman giderleri ise 14,8 milyar TL oldu. Böylece yaklaşık 4,8 milyar TL net finansman geliri oluştu. Geçen yıl aynı dönemde net finansman geliri yaklaşık 1,7 milyar TL idi. Bu iyileşmenin temel nedeni şirketin yüksek nakit pozisyonu. Tüpraş yaklaşık 198,9 milyar TL nakit ve nakit benzerine karşılık 68,2 milyar TL toplam finansal borç taşıyor. Böylece şirket yaklaşık 130,7 milyar TL net nakit pozisyonunda bulunuyor.

Yüksek faiz ortamında bu kadar büyük nakit pozisyonu, mevduat ve finansal yatırım gelirleri üzerinden net kara önemli katkı sağlıyor. Dolayısıyla Tüpraş sadece operasyonlarından değil, bilançosundaki nakit fazlasından da gelir elde ediyor.

Vergi gideri neden yükseldi?

Vergi öncesi kar 18,1 milyar TL'den 61 milyar TL'ye yükselirken vergi gideri de 6,1 milyar TL'den 10,8 milyar TL'ye çıktı. Vergi giderindeki artış, kardaki artıştan daha düşük kaldı. Bu nedenle efektif vergi oranı yaklaşık % 34'ten % 17,6 seviyesine geriledi. Bu gerilemede dönem vergisi ile ertelenmiş vergi kompozisyonu etkili. 2025 ilk yarıda ertelenmiş vergi gideri çok yüksekken, 2026'da dönem vergisinin ağırlığı arttı. Bu durum dönemler arasında net kar karşılaştırmasını olumlu etkiledi.

Net karın kalitesi

Ana ortaklık net karı 49,8 milyar TL'ye ulaştı. Net kar marjı yaklaşık % 2,6'dan % 7,5'e yükseldi.
Kardaki artışın ana kaynakları:

- Güçlü rafineri ürün marjları,
- Yüksek kapasite kullanımı,
- Tedarik optimizasyonu,
- Kontrollü faaliyet giderleri,
- Net finansman gelirindeki artış,
- Daha düşük efektif vergi oranı oldu.

Buna karşılık ham petrol fiyat farkları, parasal kayıp, faaliyet giderlerindeki artış ve elektrik segmentindeki zayıf performans karı aşağı çeken unsurlardı.

Net kar güçlü ve büyük ölçüde operasyonel destekli. Ancak karın yaklaşık % 92'sinin ikinci çeyrekte oluşması, sonuçların dönemsel ve döngüsel yapısını da ortaya koyuyor. İlk yarı ana ortaklık net karının 45,9 milyar TL'si ikinci çeyrekte üretildi. Bu nedenle 2026 ilk yarı performansını yıllıklandırıp doğrudan gelecek yıllara taşımak fazla iyimserlik olur.

Bundan sonrası nasıl olabilir?

Yönetim, 2026 net rafineri marjı beklentisini daha önce açıkladığı 6–7 dolar/varil seviyesinden 13–15 dolar/varile yükseltti. Yıllık üretim hedefi yaklaşık 29 milyon ton, satış hedefi 30 milyon ton, kapasite kullanım hedefi % 95–100 ve konsolide yatırım harcaması yaklaşık 700 milyon dolar olarak korunuyor.

İlk yarı net rafineri marjı 15,6 dolar/varil gerçekleştiği için yönetimin 13–15 dolar/varil yıllık beklentisini yakalamak adına ikinci yarıda marjların ilk yarıya göre bir miktar normalleşmesine izin veren bir tahmin seti kullandığı anlaşılıyor

Üçüncü çeyrek mevsimsel olarak benzin ve jet yakıtı talebinin güçlü olduğu dönem. Bu nedenle ürün marjları desteklenebilir. Ancak dördüncü çeyrekte planlı bakım duruşları devreye girecek. İzmit Rafinerisi'nde FCC ve LPG üniteleri için 12 haftalık, Platformer ve Unifiner için altı haftalık bakım planlanıyor. Batman Rafinerisi'nde de ham petrol ve vakum ünitesi için dört haftalık mevsimsel bakım bulunuyor.

Bu bakım programı dördüncü çeyrekte üretim hacmini, kapasite kullanımını ve FAVÖK'ü aşağı çekebilir. Bu nedenle 2026'nın ikinci çeyreği muhtemelen yılın en güçlü çeyreklerinden biri olarak kalacak.

Bizce önümüzdeki dönemde gelir tablosunu en fazla etkileyecek değişkenler şunlar olacak:

Ürün marjları: Motorin, benzin ve jet yakıtı marjları yüksek kalırsa Tüpraş'ın FAVÖK'ü güçlü kalır. Marjlar tarihsel ortalamalara hızla dönerse karlılık da normalleşir.

Ham petrol tedarik farkları: Tüpraş'ın farklı ham petrol türlerine erişimi ve tedarik optimizasyonu marjları koruyabilir. Yaptırımlar, lojistik kesintiler veya ağır-hafif petrol fiyat farklarının daralması olumsuz olabilir.

Kapasite kullanımı ve bakım duruşları: Yüksek kapasite kullanımı sabit maliyet avantajı sağlar. Planlı veya plansız duruşlar üretim ve karlılığı düşürür.

Petrol fiyatının yönü: Petrol fiyatındaki ani düşüş stok zararına, ani yükseliş ise stok karına neden olabilir. Ancak uzun vadede asıl önemli olan mutlak petrol fiyatı değil, ürün fiyatı ile ham petrol maliyeti arasındaki farktır.

Kur ve faiz: Kur artışı satış gelirlerini TL bazında büyütür, ancak hammadde maliyetlerini de yükseltir. Yüksek TL faizleri mevcut net nakit pozisyonu sayesinde finansman gelirlerini destekliyor.

Elektrik segmenti: Elektrik yatırımları uzun vadede rafinaj döngüsüne olan bağımlılığı azaltabilir. Ancak mevcut dönemde elektrik segmenti henüz konsolide karlılığa güçlü katkı sağlayamıyor.

Yatırım harcamaları: Şirket ilk yarıda yaklaşık 246 milyon dolar yatırım yaptı ve yılın tamamı için 700 milyon dolar hedefliyor. İkinci yarıda yatırım harcamalarının hızlanması beklenebilir. Bu durum gelir tablosundan çok nakit akışını etkiler, ancak ilerleyen yıllarda amortisman giderini de artırabilir.

TÜPRAŞ

Nakit Akışları

Tüpraş'ın 2026 ilk yarı sonuçlarında gelir tablosu kadar dikkat çeken konu, karın çok güçlü biçimde nakde dönüşmüş olmasıydı. Şirket ilk altı ayda 50,3 milyar TL net kar açıklarken işletme faaliyetlerinden 132,4 milyar TL nakit üretti. İlk bakışta bu, son derece güçlü bir nakit dönüşümüne işaret ediyor. Ancak nakit akışının içeriğine indiğimizde, bunun yalnızca yüksek kardan değil, özellikle ticari borçlardaki çok güçlü artıştan kaynaklandığını görüyoruz. Dolayısıyla nakit akışı güçlü, fakat kalitesini değerlendirirken işletme sermayesi hareketlerini dikkatle ayırmak gerekiyor.

İşletme faaliyetlerinden nakit akışı neden bu kadar yükseldi? ..Tüpraş'ın işletme faaliyetlerinden sağladığı nakit, geçen yılın aynı dönemindeki 15 milyar TL'den 132,4 milyar TL'ye yükseldi. Bu olağanüstü artışın üç temel kaynağı var:

Birincisi, net karın 12 milyar TL'den 50,3 milyar TL'ye çıkması. Güçlü rafineri marjları, yüksek kapasite kullanımı ve net finansman gelirleri nakit akışının başlangıç noktasını ciddi biçimde büyüttü.

İkincisi, net karın içinde bulunan fakat nakit çıkışı veya girişi yaratmayan muhasebe kalemleri. Toplam nakit dışı düzeltmeler 69,1 milyar TL oldu. Bunun en büyük kısmı 48,5 milyar TL'lik gerçeğe uygun değer düzeltmelerinden geliyor. Ayrıca 8,9 milyar TL amortisman, 10,8 milyar TL vergi gideri ve parasal pozisyon düzeltmeleri de net kar ile nakit akışı arasındaki farkı büyüttü.

Üçüncüsü ve en önemlisi, işletme sermayesinin 28,5 milyar TL pozitif nakit katkısı sağlaması. Ancak bu pozitif katkı, alacak ve stokların azalmasından değil, ticari borçların çok hızlı artmasından kaynaklandı.

TÜPRAŞ – İşletme Sermayesi ve Nakit Dönüşüm Analizi

Kalem	31.12.2025	30.06.2026	Değişim	1Y26 Nakit Etkisi
Ticari Alacaklar	62.120,5	78.747,6	16.627,2	(16.760,8)
Stoklar	73.181,3	97.044,7	23.863,5	(24.645,7)
Ticari Borçlar	124.250,3	209.432,5	85.182,2	85.140,9
Net Ticari İşletme Sermayesi	**11.051,5**	**(33.640,1)**	**(44.691,5)**	**43.734,4**

İşletme Sermayesi Nakit Köprüsü (1Y26, mn TL)	
Dönem Net Kârı	50.272,5
Nakit Dışı / Mutabakat Düzeltmeleri	69.092,8
İşletme Sermayesi Değişimi	28.497,3
Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit	**147.862,6**
Vergi ve Diğer Nakit Çıkışları	(15.496,3)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı	**132.366,4**
Maddi/Maddi Olmayan Duran Varlık Alımla	(11.858,0)
Basit Serbest Nakit Akışı	**120.508,3**

Ticari alacaklar neden nakit tüketti?... Ticari alacaklardaki artış, nakit akışından 16,7 milyar TL götürdü. Bilanço tarafında ticari alacaklar 62,1 milyar TL'den 78,7 milyar TL'ye çıktı. Bu artış, satışlardaki % 43'lük büyümenin doğal sonucu. Şirket daha fazla satış yaptıkça henüz tahsil edilmemiş alacak tutarı da yükseldi. Alacaklardaki artış, satış büyümesinden daha düşük seviyede kaldığı için tahsilat performansında belirgin bir bozulma görüntüsü oluşmuyor.
Yine de alacakların nakit bağladığı açık. Özellikle yüksek petrol fiyatı ve kur ortamında aynı fiziksel satış hacmi daha yüksek TL tutarlı alacak yaratıyor. Bu nedenle bilanço büyürken işletme sermayesi ihtiyacı da artıyor.

Stoklar neden ciddi nakit tüketti?
Stok artışı nakit akışından 24,6 milyar TL götürdü. Bilançoda stoklar 73,2 milyar TL'den 97 milyar TL'ye yükseldi. Bunun temel nedenleri: Ham petrol ve ürün fiyatlarının yüksek seyretmesi, Üretim ve satış hacminin artması, Yüksek kapasite kullanımını desteklemek için daha fazla hammadde ve ürün tutulması, Jeopolitik riskler karşısında tedarik güvenliğinin korunması.
Rafineri şirketlerinde stok artışı her zaman operasyonel bir zayıflık anlamına gelmez. Tüpraş gibi sürekli üretim yapan bir şirket, ham petrol tedarikini ve ürün arzını güvence altına almak zorunda. Ancak stok artışı nakdi bağlar ve petrol fiyatının sert düşmesi halinde stok zararı riskini yükseltir. Bu nedenle stok tarafı hem operasyonel güvenlik sağlıyor hem de finansal risk yaratıyor.

Ticari borçlar neden 85 milyar TL nakit yarattı?

Nakit akışının en kritik kalemi ticari borçlardaki 85,1 milyar TL artış. Bilançoda ticari borçlar 124,3 milyar TL'den 209,4 milyar TL'ye yükseldi. Bu artışın önemli nedenleri şunlar olabilir (varsayım olduğunu hatırlatırım) ; Daha yüksek üretim nedeniyle ham petrol ve ara ürün alımlarının artması, Petrol ve döviz fiyatlarının TL cinsinden borç tutarını büyütmesi, Tedarikçilere ödeme vadelerinin satın alma hacmiyle birlikte yükselmesi, Dönem sonu tedarik ve ödeme takviminin bilanço tarihine etkisi.

Bence önemli olan nokta ise; Tüpraş stok ve alacaklara toplamda yaklaşık 41,4 milyar TL nakit bağlarken, tedarikçileri üzerinden 85,1 milyar TL finansman sağlaması . Sonuç olarak işletme sermayesi nakit tüketmek yerine nakit yarattı.

Bu şirket için önemli bir avantaj. Tüpraş, ölçeği ve pazarlık gücü sayesinde operasyonlarını önemli ölçüde tedarikçi finansmanıyla çevirebiliyor. Diğer taraftan ise ticari borçların ikinci yarıda ödenmesi veya normale dönmesi halinde işletme sermayesi nakit çıkışına dönüşebilir. Dolayısıyla 132,4 milyar TL'lik faaliyet nakdinin tamamını tekrarlanabilir ve sürdürülebilir nakit üretimi olarak görmemek gerekiyor.

Vergi ve diğer faaliyet nakit çıkışları

Şirket ilk yarıda yaklaşık 6 milyar TL vergi ödedi. Geçen yıl bu tutar 1,6 milyar TL idi. Yüksek karlılığa paralel olarak nakit vergi çıkışı artmış durumda. Diğer işletme nakit çıkışları ise 9,5 milyar TL oldu. Şirket, bu kalemin içinde bloke mevduat değişiminin de bulunduğunu belirtiyor. Bu nedenle tamamını günlük operasyon gideri gibi değerlendirmemek gerekiyor.

Yatırım faaliyetleri

Yatırım faaliyetlerinden 13,6 milyar TL net nakit çıkışı oldu. Bunun yaklaşık 11,9 milyar TL'si maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımlarından kaynaklandı. Buna karşılık iştiraklerden 1,3 milyar TL temettü alındı.

Şirket faaliyet raporuna göre ilk yarıda 245,9 milyon dolar yatırım yapılırken, yılın tamamı için yaklaşık 700 milyon dolar yatırım hedefleniyor. Bu da ikinci yarıda yatırım harcamalarının hızlanabileceğini gösteriyor. Burada yatırımların niteliği önemli.
Bunlar yalnızca mevcut rafinerilerin bakımı için değil; enerji verimliliği, propilen, yenilenebilir elektrik, lojistik ve stratejik dönüşüm projeleri için yapılıyor. Bu nedenle yatırım harcaması kısa vadede nakit tüketse de uzun vadede kapasiteyi, enerji verimliliğini ve ürün çeşitliliğini desteklemesini beklemekteyiz. Ancak yatırım harcamaları 700 milyon dolara ulaşırsa, ikinci yarı serbest nakit akışı ilk yarı kadar güçlü görünmeyebilir.

Nakit neden 195,8 milyar TL iken nakit akış tablosunda 164,6 milyar TL?

Bilançoda nakit ve nakit benzerleri 195,8 milyar TL görünürken nakit akış tablosunun dönem sonu nakdi 164,6 mlr TL. Bunun nedeni nakit akış tablosundaki nakit tanımında bazı bloke mevduatların ve belirli hesapların dışarıda bırakılmasıdır. Dosyada diğer nakit çıkışları içinde bloke mevduat değişiminin bulunduğu ayrıca belirtiliyor.

Sonuç olarak, Serbest nakit akışı için; Şirket yönetimi, ilk yarıda yaratılan serbest nakit akışının ikinci temettü ödemesini ve planlanan yatırım harcamalarını fazlasıyla karşılayacağını ifade ediyor ki bu görüşü destekleyen güçlü unsurlar da var; 73,3 milyar TL FAVÖK, 132,4 milyar TL faaliyet nakdi, 130,7 milyar TL net nakit, Net faiz geliri.
Ancak nakit akışının önemli kısmı ticari borç artışından geldiği için, ikinci yarıda işletme sermayesinin tersine dönmesi durumunda nakit üretimi zayıflayabilir. Yani ; Tüpraş serbest nakit akışı üretiyor ve bilançosu çok güçlü; fakat ilk yarıdaki olağanüstü nakit üretim hızını doğrudan yıllıklandırmak yanıltıcı olabilir.

Bilanço nasıl değişti?

Toplam varlıklar 2025 sonundaki 697,1 milyar TL'den 860 milyar TL'ye yükseldi. Yaklaşık 163 milyar TL'lik artışın neredeyse tamamı dönen varlıklardan geldi. Dönen varlıklar 279 milyar TL'den 439,5 milyar TL'ye çıkarken duran varlıklar yalnızca sınırlı biçimde arttı. Bu bilanço büyümesi esas olarak: Nakit artışı, Ticari alacak artışı, Stok artışı, Türev finansal varlık artışından kaynaklandı. Yani bilanço üretim kapasitesinden çok, işletme sermayesi ve finansal riskten korunma pozisyonları üzerinden büyüdü.

Net nakit pozisyonu

Tüpraş'ın toplam finansal borcu yaklaşık 68,2 milyar TL, nakit ve nakit benzerleri ise şirket sunumuna göre yaklaşık 198,9 milyar TL. Böylece net nakit pozisyonu 130,7 milyar TL seviyesinde. Net Borç/FAVÖK oranı yaklaşık - 1,1x seviyesinde.
Unutmayalım ki ; Negatif Net Borç/FAVÖK, borçların FAVÖK'e göre düşük olduğunu değil, nakdin finansal borçlardan daha yüksek olduğunu gösterdiğinden çok güçlü bir finansal yapı anlamına gelir.

Şirketin net döviz pozisyonu da yaklaşık 4,4 milyon dolar pozitif ve neredeyse dengeli. Döviz varlıkları 5,413 milyar dolar, döviz yükümlülükleri 5,409 milyar dolar seviyesinde. Bu, bilanço seviyesindeki açık döviz riskinin etkin biçimde yönetildiğini gösteriyor.

Özkaynak yapısı

Özkaynaklar 435,5 milyar TL'den 463,3 milyar TL'ye yükseldi. Şirket ilk yarıda yaklaşık 35,3 milyar TL kar payı dağıtmasına rağmen, güçlü dönem karı ve riskten korunma kazançları özkaynakları artırdı. Özkaynakların toplam varlıklara oranı yaklaşık % 54 seviyesinde. Bu, sermaye yapısının oldukça güçlü olduğunu gösteriyor. Toplam yükümlülükler artmış olsa da artışın ana kaynağı finansal borç değil, ticari borç ve türev yükümlülükler.

Tüpraşın karlılık trendini de 3 aşamalı değerlendiriyoruz.

Birinci trend: Operasyonel karlılık çok güçlü biçimde yükseliyor Net rafineri marjı 2025 ilk çeyrekte 4,1 dolar/varil, ikinci çeyrekte 5,3 dolar/varil iken 2026 ilk çeyrekte 9,4 ve ikinci çeyrekte 21,4 dolar/varile çıktı. İlk yarı ortalaması 15,6 dolar/varil oldu. Bu gelişme brüt kardan net kara kadar bütün karlılık göstergelerini yukarı taşıdı.

İkinci trend: İkinci çeyrek olağanüstü güçlü, fakat sürdürülebilirlik daha düşük. İlk yarı net karı 49,8 milyar TL iken bunun 45,9 milyar TL'si ikinci çeyrekte oluştu. İlk çeyrek net karı yaklaşık 4 milyar TL seviyesinde kaldı. Bu çok önemli. Karlılık trendi doğrusal değil; ikinci çeyrekte marj koşullarının ani ve çok güçlü şekilde iyileştiğini gösteriyor.

Üçüncü trend: Yıl geneli güçlü, ikinci yarı daha normal olabilir Yönetim yıllık net rafineri marjı beklentisini 13–15 dolar/varile yükseltti. İlk yarı gerçekleşmesi 15,6 dolar/varil olduğuna göre yönetimin tahmini, ikinci yarıda bir miktar marj normalleşmesine işaret ediyor. Üçüncü çeyrek yaz sezonu nedeniyle güçlü kalabilir. Benzin ve jet yakıtı talebi destekleyici olabilir. Ancak dördüncü çeyrekte İzmit Rafinerisi'nde FCC ve LPG ünitesinde 12 haftalık, Platformer ve Unifiner ünitelerinde altı haftalık planlı bakım bulunuyor. Batman Rafinerisi'nde de dört haftalık bakım planlanmış durumda. Bu bakım programı üretim, kapasite kullanımı ve karlılığı baskılayabilir.

DEĞERLEME - DCF

Değerleme tarafında model, şirket yönetiminin 2026 yılı için açıkladığı 13–15 ABD doları/varil net rafineri marjı, yaklaşık %97,5 kapasite kullanım oranı, 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve 700 milyon ABD doları yatırım harcaması varsayımlarını baz aldık. İndirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan temel varsayımlar arasında %27 TL bazlı WACC ve %12 terminal büyüme oranı bulunmaktadır.
Bu varsayımlar altında hesaplanan toplam firma değeri 780,2 milyar TL, net nakit ilavesiyle özkaynak değeri 907,8 milyar TL seviyesine ulaşmaktadır. Yaklaşık 1,927 milyar adet pay dikkate alındığında modelin ürettiği 12 aylık hedef fiyat 471,15 TL olmaktadır.

TÜPRAŞ (TUPRS) – TL Bazlı Değerleme Modeli	
Cari Fiyat (TL)	330
Pay Sayısı (mn)	1.927
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	635.843
30.06.2026 Net Nakit (mn TL)	127.640
1Y26 Hasılat (mn TL)	662.788
1Y26 Esas Faaliyet Kârı (mn TL)	59.025
1Y26 Net Kâr (mn TL)	49.848
1Y26 Serbest Nakit Akışı Yaklaşımı (mn TL)	120.508

Varsayım	Birim	Baz
2026 Net Rafineri Marjı	$/varil	14,0
2026 Kapasite Kullanımı	%	1,0
2026 Üretim	mn ton	29,0
2026 Satış	mn ton	30,0
2026 Capex	mn USD	700,0
2026E Hasılat	mn TL	1.325.576,0
2026E FAVÖK Marjı	%	10,5%
Vergi Oranı	%	25,0%
WACC	%	27,0%
Terminal Büyüme	%	12,0%
2027-2030 Hasılat Büyümesi	%	22,0%
FAVÖK Marjı Normalleşmesi 2030	%	9,5%
D&A / Hasılat	%	1,4%
Capex / Hasılat	%	2,5%
Net İşletme Sermayesi / Hasılat	%	(5,5%)

TÜPRAŞ – 5 Yıllık FCFF DCF					
mn TL	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Hasılat	1.325.576	1.617.203	1.972.987	2.407.045	2.936.594
Büyüme	-	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
FAVÖK Marjı	10,5%	10,3%	10,0%	9,8%	9,5%
FAVÖK	139.185	165.763	197.299	234.687	278.976
D&A	18.558	22.641	27.622	33.699	41.112
EBIT	120.627	143.122	169.677	200.988	237.864
Vergi	(30.157)	(35.781)	(42.419)	(50.247)	(59.466)
NOPAT	90.471	107.342	127.258	150.741	178.398
(+) D&A	18.558	22.641	27.622	33.699	41.112
(-) Capex	(33.139)	(40.430)	(49.325)	(60.176)	(73.415)
(-) ΔNİS	-	16.039	19.568	23.873	29.125
FCFF	75.889	105.592	125.123	148.137	175.221
İskonto Faktörü	0,887x	0,699x	0,550x	0,433x	0,341x
FCFF Bugünkü Değeri	67.341	73.778	68.838	64.173	59.768

Tahmin Dönemi FCFF PV	333.897
Terminal Değer PV	446.268
Firma Değeri	780.165
Net Nakit	127.640
Özkaynak Değeri	907.805
Pay Sayısı (mn)	1.927
DCF Hedef Fiyat (TL)	₺471,1
Cari Fiyata Göre Potansiyel	42,8%

TÜPRAŞ

DEĞERLEME -DCF

Ancak yatırım tezinin en önemli hassasiyet noktaları rafineri marjlarının normalleşme hızı, Brent petrol fiyatı, döviz kuru, küresel akaryakıt talebi ve şirketin yatırım harcamalarının beklenenden yüksek gerçekleşmesi olacaktır. Özellikle net rafineri marjındaki her kalıcı değişim şirketin serbest nakit akımı ve dolayısıyla DCF değerlemesi üzerinde doğrudan etkili olacaktır.

Sonuç olarak, mevcut varsayımlar altında Tüpraş güçlü operasyonel performansı, yüksek nakit üretme kapasitesi, net nakit pozisyonu ve disiplinli sermaye yönetimi sayesinde finansal açıdan oldukça sağlam görmekteyiz.

DCF Modelimizin ürettiği 471,15 TL hedef fiyata göre baz senaryomuzda ALIM yönünde görüş ortaya çıkıyor. Bu sonucun sürdürülebilirliği ise önümüzdeki dönemde rafineri marjlarının korunmasına ve şirketin güçlü serbest nakit akımı üretmeye devam etmesine bağlı olacaktır.

DEĞERLEME – ULUSLARARASI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI

Tüpraş'ı uluslararası rafineri şirketleriyle karşılaştırdığımızda ortaya oldukça dikkat çekici bir tablo çıkıyor. Çalışmada Valero, Marathon Petroleum, Phillips 66, HF Sinclair, OMV, Repsol ve Saras gibi faaliyet yapısı bakımından Tüpraş'a benzeyen şirketleri referans aldık. Değerleme yaklaşımında ise yatırım bankalarının en sık kullandığı beş temel çarpan olan EV/FAVÖK, EV/EBIT, EV/Satış, F/K ve PD/DD oranlarını esas aldık.

TÜPRAŞ – Uluslararası Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Ülke / Borsa	EV/FAVÖK	EV/EBIT	EV/Sales	F/K	PD/DD
Valero Energy (VLO)	ABD (NYSE)	6,50x	8,80x	0,45x	11,20x	2,40x
Marathon Petroleum (MPC)	ABD (NYSE)	6,80x	9,20x	0,50x	12,50x	2,60x
Phillips 66 (PSX)	ABD (NYSE)	7,10x	9,80x	0,42x	12,80x	2,10x
HF Sinclair (DINO)	ABD (NYSE)	5,20x	7,30x	0,32x	9,80x	1,20x
OMV AG	Avusturya (WBAG)	3,50x	5,00x	0,35x	7,20x	0,95x
Repsol S.A.	İspanya (BME)	3,40x	4,80x	0,28x	6,50x	0,85x
Saras S.p.A. (Vitol)	İtalya (BIT)	3,80x	5,20x	0,25x	6,80x	0,95x

İstatistik / Şirket		EV/FAVÖK	EV/EBIT	EV/Sales	F/K	PD/DD
Sektör Ortalaması	Global Akranlar	5,19x	7,16x	0,37x	9,54x	1,58x
Sektör Medyanı	Global Akranlar	5,20x	7,30x	0,35x	9,80x	1,20x
TÜPRAŞ (TUPRS)	Türkiye (BIST)	3,46x	3,98x	0,36x	6,03x	1,32x

İlk dikkat çeken nokta, Tüpraş'ın EV/FAVÖK çarpanının 3,46x seviyesinde olması. Buna karşılık uluslararası benzer şirketlerin ortalaması 5,19x, medyanı ise 5,20x seviyesinde bulunuyor. Bu fark, piyasanın Tüpraş'ı faaliyet karlılığına göre küresel benzerlerine kıyasla önemli bir iskontoyla fiyatladığını gösteriyor. Aynı çarpan sektör ortalamasına yükseldiğinde hisse için hesaplanan değer yaklaşık 495-496 TL seviyesine ulaşıyor.

Benzer durum EV/EBIT tarafında da görülüyor. Tüpraş'ın 3,98x seviyesindeki çarpanı, sektör ortalaması olan 7,16x'in oldukça altında. Eğer piyasa Tüpraş'ı uluslararası rafinerilerle aynı seviyede fiyatlasaydı, bu yöntem hisse başına yaklaşık 593-607 TL arasında bir değere işaret ediyor. Beş yöntem içinde en yüksek hedef fiyatı üreten çarpan da EV/EBIT oluyor. Bunun temel nedeni, Tüpraş'ın operasyonel karlılığının güçlü olmasına rağmen piyasa değerinin benzer şirketlere göre daha düşük seviyede kalması.

EV/Satış çarpanına baktığımızda ise tablo daha dengeli. Tüpraş'ın 0,36x olan değeri sektör ortalaması 0,37x ile neredeyse aynı seviyede. Bu nedenle bu yöntem yaklaşık 320-339 TL arasında bir değer üretiyor ve mevcut piyasa fiyatına oldukça yakın sonuç veriyor. Yani satış büyüklüğü açısından bakıldığında piyasa Tüpraş'ı zaten küresel benzerlerine yakın bir seviyede fiyatlıyor.

F/K oranında ise yeniden belirgin bir iskonto söz konusu. Tüpraş 6,03x F/K ile işlem görürken, küresel benzer şirketlerin ortalaması 9,54x, medyanı ise 9,80x seviyesinde bulunuyor. Bu çarpan kullanıldığında hisse için hesaplanan değer 522-536 TL seviyesine yaklaşıyor. Bu da yatırımcıların şirketin kar yaratma kapasitesini küresel emsaller kadar fiyatlamadığını düşündürüyor.

PD/DD tarafında ise fark daha sınırlı. Tüpraş 1,32x PD/DD ile işlem görürken sektör ortalaması 1,58x seviyesinde. Bu yöntem yaklaşık 395 TL hedef fiyat üretirken, sektör medyanı kullanıldığında 300 TL seviyesinde daha temkinli bir değer ortaya çıkıyor. Bunun nedeni, özkaynak bazlı değerlemenin rafineri şirketlerinde operasyonel çarpanlar kadar belirleyici olmaması.

DEĞERLEME - ULUSLARARASI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI

Beş yöntemi eşit ağırlıkla değerlendirdiğimizde ortaya çıkan sonuç oldukça dengeli. Sektör medyanları kullanıldığında 451 TL, sektör ortalamaları kullanıldığında ise 469 TL civarında bir hedef değer hesaplanıyor. İki yöntemin ortalaması alındığında 460 TL seviyesinde baz hedef fiyat elde ediliyor.
Özellikle EV/FAVÖK, EV/EBIT ve F/K çarpanlarında oluşan iskonto, piyasanın şirketin güçlü operasyonel performansını ve nakit üretme kapasitesini henüz tam olarak fiyatlamadığına işaret ediyor.

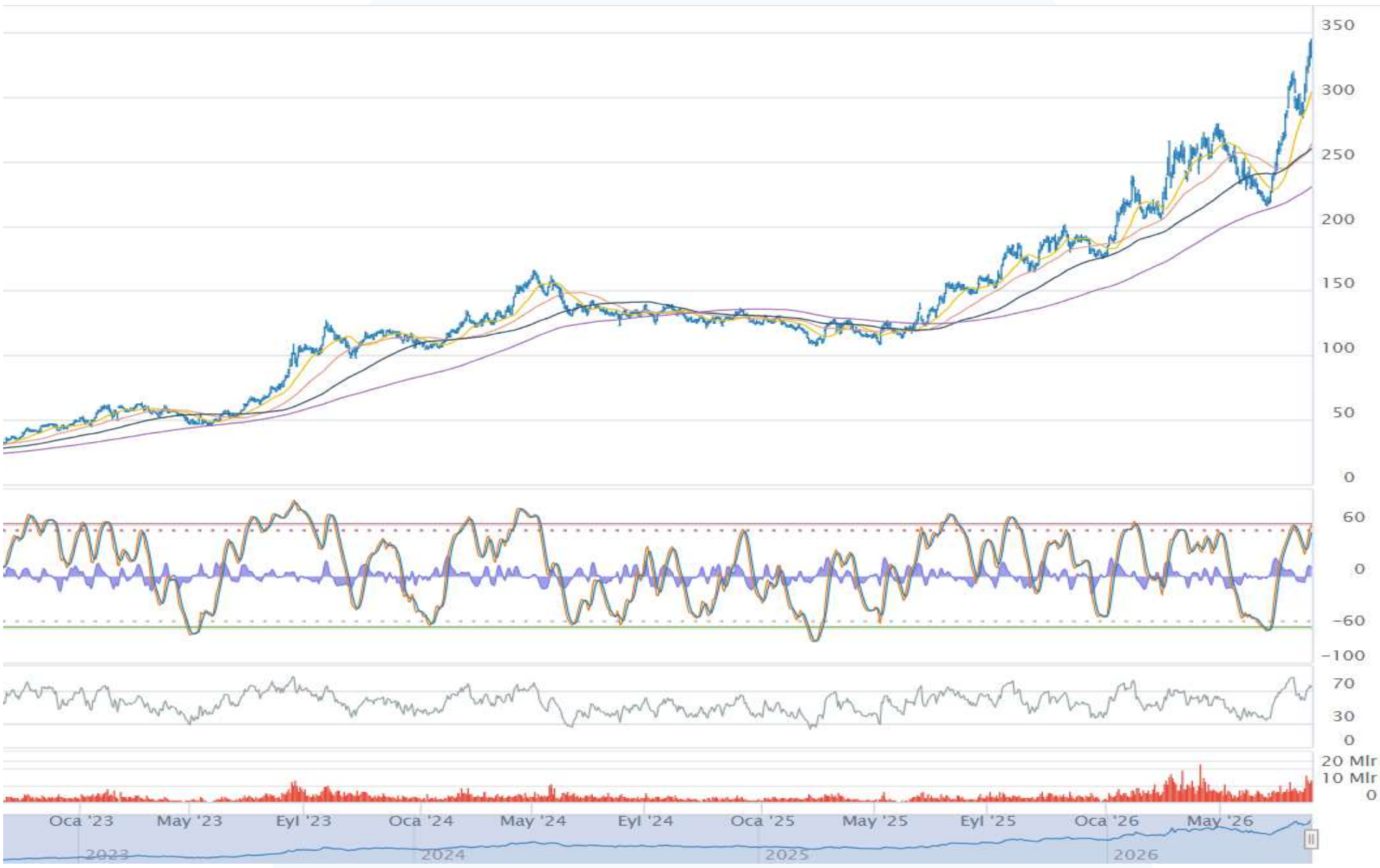
Sonuç olarak, uluslararası rafineri şirketleriyle yapılan karşılaştırma Tüpraş'ın küresel emsallerine göre düşük çarpanlarla işlem gördüğünü ortaya koyuyor. EV/Satış dışında hemen hemen tüm temel değerleme yöntemleri mevcut piyasa fiyatının üzerinde hedef fiyat üretiyor. Beş çarpanın birlikte değerlendirilmesi sonucunda oluşan 451-469 TL değer aralığı, 471 TL DCF değerlemesini de büyük ölçüde destekliyor. İki farklı değerleme metodunun birbirine yakın sonuç üretmesi, Tüpraş hissesinin orta vadede mevcut seviyelerine göre anlamlı bir yükseliş potansiyeli taşıdığına işaret etmekte.
%50 DCF ve %50 Int peer ağırlıklandırma ile 461 TL hedef değerimizle ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

TÜPRAŞ – Beş Çarpana Göre Olması Gereken Değer

Çarpan	TUPRS Mevcut	Sektör Ortalaması	Sektör Medyanı	Ortalama Bazlı Hedef Fiyat	Medyan Bazlı Hedef Fiyat	Yöntem Ağırlığı	Ortalama Katkı	Medyan Katkı
EV/FAVÖK	3,46x	5,19x	5,20x	₺495,0	₺496,0	20,0%	₺99,0	₺99,2
EV/EBIT	3,98x	7,16x	7,30x	₺593,7	₺605,3	20,0%	₺118,7	₺121,1
EV/Sales	0,36x	0,37x	0,35x	₺339,2	₺320,8	20,0%	₺67,8	₺64,2
F/K	6,03x	9,54x	9,80x	₺522,1	₺536,3	20,0%	₺104,4	₺107,3
PD/DD	1,32x	1,58x	1,20x	₺395,0	₺300,0	20,0%	₺79,0	₺60,0
Beş Çarpan Ağırlıklı Sonuç						**100,0%**	**₺469,0**	**₺451,7**

TÜPRAŞ

TEKNİK GÖRÜNÜM



Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	87.80	NÖTR	89.36	AL	93.32	AL
RSI	74.26	AL	75.39	AL	67.94	AL
Williams%R	-13.36	AL	-6.36	AL	-4.17	NÖTR
Momentum	107.00	AL	130.17	AL	227.54	AL
MACD	17.54	AL	24.61	AL	58.55	AL
ADX	46.69	AL	36.47	AL	29.49	AL
CCI	147.52	NÖTR	147.32	NÖTR	222.31	NÖTR
Ultimate Oscillator	65.87	NÖTR	70.61	NÖTR	63.67	NÖTR
ROC	7.00	NÖTR	30.17	NÖTR	89.76	NÖTR
Hareketli Ortalama	318.77	NÖTR	281.01	NÖTR	248.10	NÖTR
Al Sayısı		**5**		**6**		**5**
Sat Sayısı		**0**		**0**		**0**
Nötr Sayısı		**5**		**4**		**5**

Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	336.50	314.25	322.00	329.25	337.00	344.25	352.00	359.25
Camarilla	-	332.38	333.75	335.13	337.00	337.88	339.25	340.63
Fibonacci	-	322.00	327.73	331.27	337.00	342.73	346.27	352.00
Demarks's	-	-	-	325.63	337.00	340.63	-	-

Çekince

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 tercihlerinizle uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

M. Baki ATILAL - Genel Müdür Yardımcısı

Yatırım Artık Daha Kolay!

A1 Capital'in güçlü altyapısı, uzman kadrosu ve yenilikçi dijital çözümleriyle yatırım yapmaya bugün başlayın.

Hemen Hesap Aç

a1capital.com.tr

İrtibat Bürolarımız

Genel Müdürlük

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. 1. Levent Plaza No:173 Kat:5, 34394 Şişli / İstanbul
E-Posta: info@a1capital.com.tr Telefon: 0212 371 18 00

Adana

Adana – Telefon: 0322 970 02 30
Çınarlı Mahallesi, Ziyapaşa Bulvarı, Günep
Ziyapaşa İş Merkezi, Bina No:78 Kat:9 Daire:905
Seyhan / ADANA

Ankara

Ankara – Telefon: 0312 419 04 77
Tunalı Cad. No:14/4 Çankaya / ANKARA

Ankara Çankaya – Telefon: 0312 309 02 60
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266
Tepe Prime İş Merkezi B Blok No:62 Çankaya / ANKARA

Ankara Dumlupınar – Telefon: 0312 970 50 08 / 0312 970 50 09
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266
Tepe Prime İş Merkezi C Blok 5. Kat No:69
Çankaya / ANKARA

Ankara Tunalı Hilmi – Telefon: 0312 466 66 71
Remzi Oğuz Arık Mahallesi, Tunalı Hilmi Caddesi No:114
Daire:46 Çankaya / ANKARA

Antalya

Antalya – Telefon: 0242 324 09 00
Şirinyalı Mah. Lara Cad. No:100 Ayseli Göksoy Apt.
Kat:1 Daire:4 Muratpaşa / ANTALYA

Bursa

Bursa – Telefon: 0224 233 30 83
Küçükbalıklı Mah. Başaran Sok. No:6 Osmangazi / BURSA

Çanakkale

Çanakkale – Telefon: 0286 218 04 00
Barbaros Mah. Atatürk Cad. Kıyı AVM No:25-32
Merkez / ÇANAKKALE

Eskişehir

Eskişehir – Telefon: 0222 502 01 64
Hoşnudiye Mah. İsmet İnönü 1. Cad. No:13
Yalçın Kılıçoğlu Plaza Kat:5 Daire:508
Tepebaşı / ESKİŞEHİR

İzmir

İzmir – Telefon: 0232 404 01 21
Cumhuriyet Bulvarı No:64 Kat:7 D:11-12 Konak / İZMİR

İzmir Konak – Telefon: 0232 402 30 71 – 0232 402 30 72
Halkapınar Mahallesi, 1203/1 Sokak Megapol Çarşı Kule No:5-7
Kat:15 Daire:153 Konak / İZMİR

İstanbul

İstanbul Ataşehir – Telefon: 0216 688 42 40
Barbaros Mah. Gelincik Sok. Uphill Court C3 Blok, No:2
Daire:1 Ataşehir / İSTANBUL

İstanbul Beylikdüzü – Telefon: 0212 852 44 39
Barbaros Hayrettin Paşa Mah. 1997 Sok. Phuket Life
Residence No:12 Kat:5 Daire No:41 Esenyurt / İSTANBUL

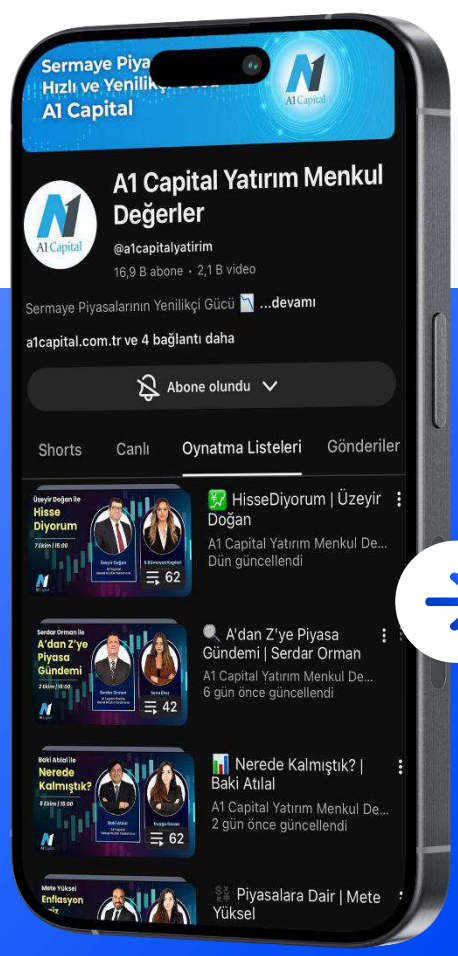
İstanbul Göztepe – Telefon: 0216 407 26 22
Bağdat Cad. Permiz Apt. No:251/10 Caddebostan – Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Merkez – Telefon: 0212 371 18 00
Beybi Giz Plaza Meydan Sokak No:1 Kat:2 Maslak / İSTANBUL

İstanbul Kadıköy – Telefon: 0216 338 35 36
Osmanağa Mah. Osmancık Sok. Emin Han No:12/105 Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Nurol Tower – Telefon: 0212 371 43 56
İzzetpaşa Mahallesi, Yeniyol Caddesi No:3 Nurol Tower
Kat:31 Ofis No:3109 İç Kapı No:243 Şişli / İSTANBUL

İstanbul Zorlu – Telefon: 0212 845 8205
Levazım Mahallesi Koru Sokağı No:2 R3 Kule T242 Beşiktaş / İSTANBUL



Bizi Takip Edin!

YouTube /@a1capitalyatirim

Uzman Yorumuyla Piyasalar

Uzmanlarımızın katılımıyla hazırlanan analiz videoları, haftalık borsa yorumları ve ekonomik gelişmelere dair değerlendirmeleri YouTube kanalımızdan izleyebilirsiniz.