



Tüpraş

Yakın Mercek

16.03.2026



Tüpraş'a yakın mercek

Güçlü rafineri ekonomisi, yüksek kapasite kullanımı ve temettü potansiyeli hisse değerini destekleyebilir

Tüpraş'a ilişkin değerlendirmelerimiz, mevcut fiyat seviyelerine kıyasla olumlu bir risk-getiri görünümüne işaret ediyor.

Öngörülerimiz dört ana yapısal faktöre dayanıyor:

1. Rafineri sektöründe yapısal olarak sıkı kapasite görünümü
2. Türkiye'de güçlü petrol ürünleri talebi
3. Şirketin yüksek nakit üretim kapasitesi ve sürdürülebilir temettü potansiyeli
4. Analist beklentilerinin mevcut fiyatın üzerinde konumlanması

Piyasadaki hedef fiyatlar 260–280 TL bandında yoğunlaşarak hisse için yukarı yönlü potansiyele işaret etse de bazı aşağı yönlü riskler de bulunuyor:

- 1. Rafineri marjlarında daralma riski:** Küresel petrol piyasasında arzın artması veya jeopolitik risklerin azalması durumunda rafine ürün marjlarında daralma görülebilir. Crack spread'lerde yaşanabilecek olası bir düşüş, rafineri kârlılığını baskılayabilir.
- 2. Olası stok zararları:** Ham petrol fiyatlarında görülebilecek sert düşüşler rafinerilerin taşıdığı petrol stokları nedeniyle kısa vadede zarar yazabilir.

Küresel rafineri sektöründe son yıllarda sınırlı kapasite artışı, güçlü orta distilat talebi ve yüksek kompleksiteye sahip rafinerilerin rekabet avantajı, rafineri marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasını destekliyor.

Bu çerçevede Tüpraş'ın yüksek kompleksiteye sahip rafineri altyapısı, güçlü iç pazar konumu ve yüksek kapasite kullanım oranı şirketin operasyonel kârlılığını destekleyen temel unsurlar arasında yer alıyor.

Şirketin mevcut finansal görünümü bu güçlü operasyonel yapıyı yansıtıyor. 2025'te Tüpraş 830 milyar TL satış geliri, 62 milyar TL FAVÖK ve 29,5 milyar TL net kâr açıkladı. Bu performans yaklaşık %7,5 FAVÖK marjına işaret ediyor.

Rafineri sektörünün doğası gereği düşük marjlı bir iş modeli söz konusu olsa da bu seviyede kârlılık küresel benzer şirketlerle karşılaştırıldığında rekabetçi bir operasyonel verimliliğe işaret ediyor.

Buna ek olarak şirket güçlü operasyonel kârlılığı sayesinde yüksek serbest nakit akışı üretme kapasitesini koruyor. Bu durum, hem bilanço gücünü desteklemekte hem de temettü dağıtım kapasitesini artırıyor.



2026 Operasyonel Görünümü: Yüksek kapasite kullanımı ve stabil rafineri marjları

Şirket yönetiminin 2026 yılı için paylaştığı operasyonel beklentiler güçlü faaliyet görünümünün devam edeceğine işaret ediyor. 2026 yılı için öngörülen temel operasyonel göstergeler:

Metrik	2026 Beklentisi
Üretim	~29 mn ton
Satış hacmi	~30 mn ton
Kapasite kullanımı	%95–100
Net rafineri marjı	6–7 \$/varil

Bu beklentiler birkaç önemli çıkarımı beraberinde getiriyor.

İlk olarak, %95–100 kapasite kullanım oranı rafineri operasyonlarının oldukça verimli çalışacağına işaret ediyor.

Rafineri operasyonları yüksek sabit maliyet içeren faaliyetleri kapsıyor; bu yüzden yüksek kapasite kullanımı sabit maliyetlerin daha geniş üretim hacmine yayılmasını sağlayarak operasyonel marjları destekleyebilir.

Öte yandan, 6-7 \$/varil net rafineri marjı hedefi pandemi sonrası dönemde görülen yüksek marj seviyelerinden bir miktar normalleşmeye işaret etse de tarihsel ortalamaların üzerinde kalmaya devam ediyor.

Bu çerçevede şirketin 2026 yılında güçlü nakit üretimini sürdürebileceğini düşünüyoruz.

Güçlü nakit üretimi yüksek temettü kapasitesini destekliyor

Tüpraş'ın yatırım hikâyesinde en önemli unsurlardan biri yüksek nakit üretimi ve temettü potansiyeli.

Şirket 2026 yılı için yaklaşık 33 milyar TL temettü dağıtımını planlıyor. Bu dağıtım mevcut fiyat seviyesine göre yaklaşık %7,7 temettü verimine karşılık geliyor.

Rafineri sektöründe yüksek nakit üretimi genellikle şu üç faktöre bağlı:

- yüksek kapasite kullanımı
- güçlü rafineri marjları
- sınırlı büyüme yatırımları

Tüpraş'ın mevcut operasyonel yapısı bu üç faktörü de destekliyor.

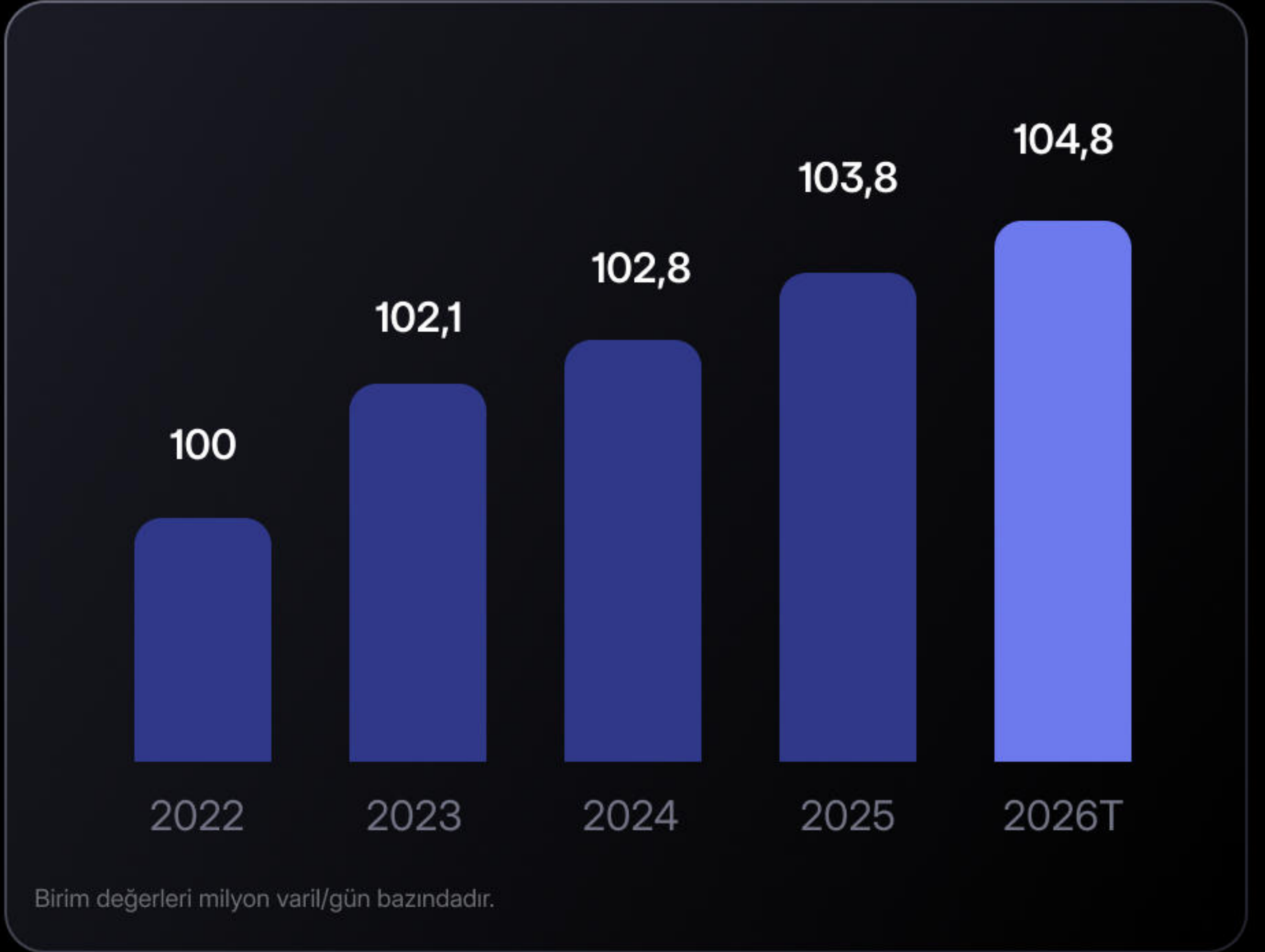
Şirketin yıllık yatırım harcamalarının yaklaşık 700 milyon dolar seviyesinde kalması, güçlü nakit akışının önemli bir kısmının hissedarlara temettü olarak dağıtılabilmesine imkân tanıyor. Bu da Tüpraş'ı BIST'te yüksek temettü verimi sunan şirketler arasında öne çıkarıyor.



Küresel petrol talebi büyümeye devam ederken rafineri kapasitesi sınırlı artıyor

Küresel petrol talebi pandemi sonrası dönemde güçlü bir toparlanma gösterse de arz endişeleri fiyatları etkiliyor. ABD/İsrail-İran çatışması sonucunda İran'ın Hürmüz Boğazı'nı tanker geçişlerine kapatması ve petrol rafinerilerine gerçekleştirilen saldırılar arz endişelerini artırırken petrol fiyatlarının yükselmesine neden olsa da Çin'in petrol tedarikini boğaz üzerinden sağlayabilmesi küresel arz akışının tamamen kesilmesini engelledi.

IEA verilerine göre küresel petrol talebi aşağıdaki şekilde seyretti:



Sınırlı kapasite artışı rafineri marjlarının orta vadede desteklenmesini sağlayabilir

Rafineri sektöründe yeni yatırım kararlarının sınırlı kalmasının birkaç temel nedeni bulunuyor.

İlk olarak, yeni bir rafineri yatırımı oldukça yüksek sermaye gerektiriyor. Yeni bir rafinerinin yatırım maliyeti 10–15 milyar dolar seviyesine ulaşabiliyor. Ayrıca bu tür yatırımların devreye alınması 5–7 yıl gibi uzun süreler gerektiriyor.

İkinci olarak, çevresel regülasyonların artması rafineri yatırımlarını daha karmaşık ve maliyetli hale getirmesi. Karbon emisyonlarına yönelik düzenlemeler yeni rafineri projelerinin finansal fizibilitesini zorlaştırıyor. Bu da küresel rafineri sektöründe yüksek giriş bariyerleri oluşturuyor.

Bu ortamda mevcut rafineriler de yüksek kapasite kullanım oranlarıyla çalışıyor. Küresel rafineri sektöründe kapasite kullanım oranı genellikle %85–90 bandında seyrediyor. Bu durum, özellikle yüksek kompleksiteye sahip rafineriler için avantaj yaratabilir.

Tüpraş ise bu ortamda 2026 yılı beklentilerinde kapasite kullanım oranının %95–100 bandında olmasını beklediğini açıklayarak öne çıkıyor.

Rafineri kompleksitesi bir rafinerinin farklı türde ham petrol işleyebilme ve yüksek katma değerli ürün üretme kapasitesini ifade eder. Yüksek kompleksiteye sahip rafineriler ağır ve düşük kaliteli ham petrol işleyebilir, ürün miksini optimize edebilir ve yüksek marjlı ürün üretimini artırabilir.

Tüpraş rafinerileri bu açıdan küresel ölçekte rekabetçi bir kompleksite seviyesine sahip. Bu sayede şirket, rafineri marjı ortamından daha güçlü faydalanabilir.



Türkiye rafineri piyasasında dominant konum önemli rekabet avantajı yaratıyor

Tüpraş Türkiye'nin en büyük rafineri operatörü ve ülkenin rafineri kapasitesinin büyük bölümünü kontrol ediyor. Şirketin dört rafineride toplam kapasitesi 27 milyon ton/yıl seviyesinde bulunuyor.

Rafineri	Kapasite
İzmit	11 mt
İzmir	10 mt
Kırıkkale	5 mt
Batman	1 mt

Türkiye'de petrol ürünleri talebi son yıllarda güçlü büyüme gösterdi. 2025'te benzin talebi yaklaşık %16, jet yakıtı talebi yaklaşık %15 ve motorin talebi %4-5 artış kaydetti.

Bu güçlü talep görünümü Tüpraş'ın satış hacmini destekliyor. Şirket 2025 yılında 29,4 milyon ton satış hacmi gerçekleştirdi ve satışların yaklaşık %80'i iç pazara, %20'si ihracata yönelik oldu.

Türkiye'nin net rafine ürün ithalatçısı olması da Tüpraş için önemli bir avantaj. Yerli rafineri kapasitesi iç talebin önemli bir kısmını karşılarken rafinerilerin yüksek kapasite kullanım oranlarıyla çalışmasına imkân tanıyor.

Enerji dönüşümüne uyum açısından stratejik bir adım: SAF

Tüpraş'ın sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) yatırımı, şirketin rafinaj faaliyetlerini enerji dönüşümü ile uyumlu hale getirme stratejisinin önemli bir parçası olarak öne çıkıyor.

Havacılık sektörü küresel karbon emisyonlarının yaklaşık %2–3'ünden sorumlu olduğu için sektör üzerindeki emisyon azaltım baskısı hızla artıyor. Bu kapsamda Avrupa Birliği'nin ReFuelEU Aviation düzenlemesi, havalimanlarında kullanılan yakıt içerisinde SAF kullanımını kademeli olarak zorunlu hale getiriyor.

Düzenleme kapsamında SAF karışım oranının 2030'da %6, 2040'ta %34 seviyesine ulaşması planlanıyor. Bu düzenleyici çerçeve, önümüzdeki yıllarda SAF talebinin yapısal olarak büyümesine yol açabilecek önemli bir katalizör olarak görülüyor.

Tüpraş yönetimi, İzmir Rafinerisi'nde mevcut üretim kabiliyetlerinden faydalanarak 2026 yılında SAF üretimine başlanmasını hedefliyor. SAF, geleneksel jet yakıtına benzer şekilde uçaklarda kullanılabilen ancak üretim sürecinde çok daha düşük karbon emisyonuna sahip bir yakıt türü olarak öne çıkıyor.



Genellikle atık yağlar, biyolojik hammaddeler veya sentetik süreçler kullanılarak üretilen SAF'ın yaşam döngüsü boyunca karbon emisyonlarını %70–80'e kadar azaltabilme potansiyeli bulunuyor. Bu özellik SAF'ı havacılık sektörünün karbon ayak izini azaltma stratejisinde en önemli araçlardan biri haline getiriyor.

Şirketin bu alana yönelmesi, Tüpraş'ın yalnızca geleneksel rafineri faaliyetlerine dayalı bir iş modelinden daha düşük karbonlu yakıt üretimine doğru kademeli bir dönüşüm hedeflediğini gösteriyor.

Mevcut rafineri altyapısı ve mühendislik kabiliyetleri SAF üretimi için teknik olarak uygun bir temel sunuyor. Bu durum şirketin mevcut operasyonel bilgi birikimini yeni bir yakıt segmentine taşımaya olanak sağlayabilir.

Bu stratejinin somut adımlarından biri geçen yıl Türk Hava Yolları ve Pegasus Havayolları ile yapılan sürdürülebilir havacılık yakıtı tedarik anlaşması oldu.

Türk Hava Yolları ile yapılan anlaşma kapsamında Tüpraş'ın İzmir Rafinerisi'nde üretilen SAF'ı THY'ye tedarik etmesi planlanırken, Pegasus ile yapılan işbirliği de havayolunun operasyonlarının belirli bir bölümünde bu yakıtın kullanılmasını öngörüyor.

Bu anlaşmalar SAF üretimi için uzun vadeli talep oluştururken aynı zamanda Türkiye'de yeni bir sürdürülebilir havacılık yakıtı ekosisteminin oluşmasına katkı sağlayabilir.

Bu çerçevede Tüpraş'ın SAF pazarına erken aşamada giriş yapması şirketin orta ve uzun vadeli stratejik konumlanması açısından önemli bir adım olarak değerlendirilebilir.

Kârlılığın temel belirleyicileri: Rafineri marjları ve kapasite kullanımı

Tüpraş'ın operasyonel performansını belirleyen iki ana faktör bulunuyor: rafineri marjları ve kapasite kullanım oranı.

Şirketin 2025 yılında net rafineri marjı yaklaşık 7 \$/varil ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti. 2026 yılı beklentilerinde de net rafineri marjının 6-7 \$/varil bandında kalması öngörülüyor.

Rafineri şirketlerinin kârlılığı belirli operasyonel değişkenlere oldukça duyarlı bir yapıya sahip. Bu yüzden rafineri marjları ve kapasite kullanım oranı gibi faktörlerdeki değişimler finansal sonuçlar üzerinde önemli etkiler yaratabilir.

Tüpraş için en önemli duyarlılık, rafineri marjlarındaki değişim.

Hesaplamalara göre net rafineri marjında meydana gelen 1 \$/varil değişim yaklaşık 6-7 milyar TL FAVÖK etkisi yaratabilmekte. Bu da rafineri marjlarının şirket kârlılığı üzerindeki yüksek kaldıraç etkisini kanıtlar nitelikte.

Örneğin rafineri marjlarının 7 \$/varil yerine 8 \$/varil seviyesinde gerçekleşmesi şirketin FAVÖK'ünü önemli ölçüde artırabilir. Buna karşılık marjların 5 \$/varil seviyesine düşmesi kârlılık üzerinde aşağı yönlü baskı yaratabilir.

Benzer şekilde kapasite kullanım oranındaki değişimler de kârlılık üzerinde etkili oluyor. Kapasite kullanım oranındaki birkaç puanlık artış sabit maliyetlerin daha geniş üretim hacmine yayılmasını sağlayarak operasyonel marjları artırabilir.

Ürün bazlı crack spread seviyeleri incelendiğinde de orta distilat ürünlerinin marjları oldukça güçlü.

	Motorin	Jet Yakıtı	Benzin	Fuel Oil
Crack Spread (varil)	\$28,4	\$25,8	\$19,9	-\$9,8

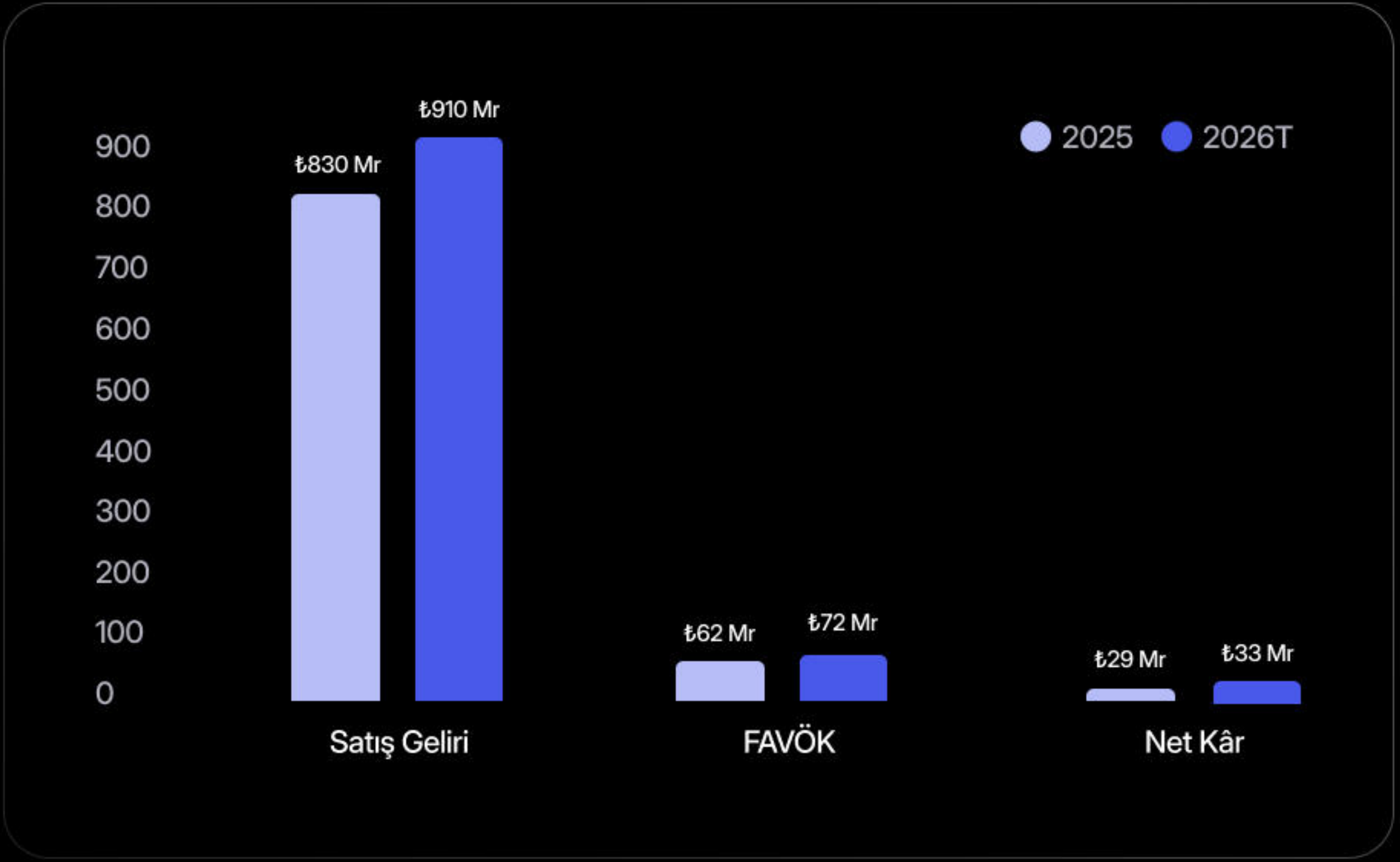
Özellikle dizel ve jet yakıtı marjlarının yüksek olması rafinerilerin kârlılığı açısından kritik önem taşıyor.

Şirket ayrıca 2025 yılında %93,6 kapasite kullanım oranı ile faaliyet gösterirken 2026 için yönetimin beklentisi kapasite kullanım oranının %95–100 bandına yükselmesi yönünde. Bu seviyede kapasite kullanımı operasyonel verimliliği artırarak marjları destekleyebilir.

Üretimin de 29 milyon tona çıkacağı beklentisiyle satış hacmi artabilir ve gelir büyümesi desteklenebilir.

Stabil marjlar ve yüksek kapasite kullanımı güçlü nakit akışı yaratabilir

Tüpraş'ın gelirleri petrol fiyatı ve rafine ürün fiyatlarına bağlı olarak değişiyor. Şirketin 2025 yılı gerçekleştirmeleri ve 2026 yılı tahminleri şu şekilde:



Bu tahminler yaklaşık %8 FAVÖK marjına işaret ediyor. Geçen yıl şirketin FAVÖK marjı %7,5 seviyesindeydi.

Şirketin güçlü nakit üretimi bilanço yapısını da destekliyor. 2025 yıl sonu itibarıyla Tüpraş'ın yaklaşık 57 milyar TL net nakit pozisyonu bulunuyor. Şirketin temettü verimliliği yaklaşık %7 olurken güçlü net nakit pozisyonları, düzenli temettü ödemelerinin devamını sağlayabilir.

Bu yıl için açıklanan hisse başına toplam net 14,56 TL'lik temettü bugün ve 30 Eylül günü olmak üzere iki taksit şeklinde ödenecek.

Yatırım harcamaları artışı operasyonel ölçekle uyumlu

Tüpraş'ın yatırım harcamaları ağırlıklı olarak rafineri operasyonlarının sürdürülebilirliğini sağlamak, operasyonel verimliliği artırmak ve çevresel regülasyonlara uyum yatırımlarından oluşuyor.

Rafineri sektörü yüksek operasyonel güvenlik ve düzenli bakım gerektirdiği için belirli aralıklarla yapılan bakım yatırımları yatırım harcamalarında dönemsel dalgalanmalara neden olabiliyor.

Son yıllardaki yatırım harcamaları gerçekleştirmeleri incelendiğinde büyük ölçüde yönetim beklentileriyle uyumlu gerçekleştiği görülüyor. Nitekim şirket 2025 yılı için yatırım harcamaları 480 milyon dolar olarak hedeflerken yıl sonunda 476 milyon dolar olarak gerçekleşti. Bu da şirketin yatırım planlamasında yüksek öngörülebilirlik ve disiplinli sermaye yönetimi sergilediğini gösteriyor.

Şirket yönetimi 2026 yılı için yatırım harcamalarının yaklaşık 700 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyor. Mevcut kur seviyeleri dikkate alındığında bu tutar yaklaşık 22-23 milyar TL seviyesine karşılık geliyor.

Son yıllardaki yatırım harcamaları trendi incelendiğinde yatırım harcamalarında belirgin bir yapısal sıçrama yerine daha çok operasyonel bakım döngülerine bağlı dalgalanmalar görülüyor.

Rafineri operasyonlarında belirli periyotlarda gerçekleştirilen büyük bakım programları bazı yıllarda yatırım harcamalarının geçici olarak yükselmesine neden oluyor.

Yatırım harcamalarının şirket ölçeği ile karşılaştırılması harcama seviyesinin sürdürülebilirliğini anlamak açısından önemli bir gösterge sunabilir.

Geçen yıl Tüpraş 830 milyar TL satış geliri üretmiş durumda. Bu büyüklük dikkate alındığında 2026 için öngörülen yatırım harcamaları satışların yaklaşık %2–3'üne karşılık geliyor. Bu oran rafineri sektöründe kapasite genişletme yatırımlarının yoğun olduğu dönemlerle karşılaştırıldığında oldukça düşük bir seviyeye işaret ediyor.

Benzer şekilde harcamaların operasyonel büyüklükle karşılaştırılması da yatırım harcamalarının yönetilebilir bir seviyede kaldığını gösteriyor. Rafineri sektöründe yatırım harcamalarının operasyonel kârlılığa oranı şirketlerin nakit üretim kapasitesi açısından önemli bir gösterge olarak takip ediliyor.

Tüpraş'ın mevcut yatırım harcamaları ölçeği bu açıdan bakıldığında sektörün yüksek yatırım dönemlerine kıyasla görece düşük sermaye yoğunluğu gösteriyor.

Bu durum şirketin yatırım profilinin büyük ölçüde mevcut rafineri varlıklarını korumaya ve operasyonel verimliliği artırmaya yönelik olduğunu gösteriyor. Yeni bir rafineri yatırımının maliyetinin 10–15 milyar dolar seviyesine ulaşabildiği düşünüldüğünde Tüpraş'ın yatırım harcamalarının bu ölçekte kapasite genişletme projelerinden oldukça uzak kaldığı belirtilebilir.

Dolayısıyla son dönemde yatırım harcamalarında gözlenen artışın yapısal bir yatırım döngüsüne işaret etmekten ziyade bakım yatırımları ve operasyonel optimizasyon projeleriyle ilişkili olduğu değerlendirilebilir.

Bu nedenle mevcut yatırım harcamaları seviyesi, şirketin operasyonel ölçeği ile uyumlu görünüyor ve kısa vadede finansal yapı üzerinde belirgin bir baskı yaratması beklenmiyor.

TUPRS, küresel rafineri şirketlerine göre iskontolu işlem görüyor

Üpraş hisseleri, mevcut fiyat seviyesinde yaklaşık 4,8 FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor. 2024 sonunda bu oran 3 seviyesindeydi.

Küresel rafineri şirketlerinin ortalama FD/FAVÖK çarpanları incelendiğinde bu durum Tüpraş'ın küresel benzerlerine göre yaklaşık %25–30 iskonto ile işlem gördüğünü gösteriyor.

	Valero	Marathon	Neste	Tüpraş
FD/FAVÖK	6,2	6,5	7,0	4,8

Bununla birlikte bazı aşağı yönlü riskler de bulunuyor. Örneğin rafineri marjlarının beklenenden hızlı düşmesi şirket kârlılığı üzerinde baskı yaratabilir. Özellikle dizel ve jet yakıtı gibi orta distilat ürünlerinde marjların daralması FAVÖK üzerinde doğrudan etkili olabilir.

Petrol fiyatlarında görülebilecek yüksek volatilité de finansal sonuçlarda dönemsel dalgalanmalara neden olabilir. Rafineriler üretim sürecinde ham petrol stoku taşıdığı için petrol fiyatlarında yaşanan hızlı hareketler stok kârı veya stok zararı yaratabilir.

Bu yüzden rafineri şirketlerinin operasyonel performansını değerlendirirken stok etkisinden arındırılmış rafineri marjlarına bakmak daha sağlıklı bir gösterge sunabilir. Stok etkisiz marjlar, rafinerinin gerçek operasyonel kârlılığını ve ürün crack spread'lerinden elde edilen performansı daha doğru yansıtır.

Bu bağlamda stok etkisiz operasyonel performansı gösteren net rafineri marjı karşılaştırması da Tüpraş'ın emsallerine göre iskontolu olduğuna işaret ediyor.

Şirket	Net Rafineri Marjı (\$/varil)
Valero	6,5
Marathon	7,5
Philips 66	6,8
Neste	9,5
Tüpraş	7,0

Stok etkisinden arındırılmış operasyonel marjlar incelendiğinde küresel rafineri şirketlerinde marjların genel olarak 6-9 \$/varil bandında yoğunlaştığı görülüyor. Bu, rafineri kârlılığının büyük ölçüde ürün crack spread'lerine ve rafineri kompleksitesine bağlı olduğunu gösteriyor.

Özellikle motorin ve jet yakıtı gibi orta distilat ürünlerinin yüksek crack spread'lere sahip olduğu dönemlerde kompleks rafineriler daha yüksek operasyonel marj üretebiliyor.

Bu yüzden motorin ağırlıklı ürün miksine sahip Tüpraş'ın rafineri ekonomisinin küresel benzerleriyle benzer bir operasyonel marj bandında seyredebiliyor.

Buna rağmen şirketin hisseleri emsallerine göre daha düşük FD/ FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Bu da TUPRS için orta vadede yeniden değerlendirme potansiyeline işaret eden bir unsur olarak öne çıkabilir.



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 bilgiler ise genel nitelikte olup raporda yer alan kişilerin yorum ve görüşlerini içermektedir. 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. Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, şirketimizin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlave olarak, burada yer alan dokümanlar ile ilgili olarak yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

✉ midas-arastirma@getmidas.com



Tüpraş'a yakın mercek