

05.08.2026

TUPRS

Şirket Genel Bilgileri

Şirket Unvanı	Tüpraş
Sektör	Petrol
Dahil Olduğu Ulusal Endeks	XU030, XU050, XU100
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar
Hedef Fiyat	Oneri Yok
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00
Son Kapanış (TL)	290,25
Hacim	8.890.659.537
Kayıtlı Sermayesi (Mn TL)	10.000
Odenmiş Sermayesi (Mn TL)	1.926,8
Fiili Dolaşımdaki Hisse Adedi	936.203.454
Piyasa Değeri (Mn TL)	559.252
Piyasa Değeri (Mn USD)	11.786
Halka Açık PD (Mn TL)	5.775
En Düşük (TL)	147,06
Son 1 Yıl Fiyat İstatistikleri	En Yüksek (TL) 320,25
	Ortalama (TL) 213,82
Ortalama İşlem Hacmi (Son 1 Ay)	7.448.435.360

Bilanço Dönemine Göre Analizi

2Ç26, Tüpraş için ürün marjlarının belirlediği bir çeyrek olmuştur. Rus rafinaj kapasitesindeki kayıp, Hürmüz hattındaki aksamalar ve ABD'deki kalıcı kapanışlar küresel ürün arzını daraltırken, Brent'in Nisan'da gördüğü 126 dolardan Haziran sonunda 73 dolara gerilemesi ham petrol maliyetini ucuzlatmış; ürün fiyatlarının dirençli kalmasıyla birlikte rafinerici lehine olan bileşim oluşmuştur. Şirket bu ortamı %95,1 kapasite kullanımıyla karşılamış, altı aylık dönemde 14,3 milyon ton şarj ile 13,6 milyon ton üretim ve 15,3 milyon ton satış gerçekleştirmiştir. Sonuç gelirden çok kârlılıkta görünmüş; çeyreklik net satışlar bir önceki çeyreğe göre %49,63 artışla 386,4 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK 15,8 milyar TL'den 54,6 milyar TL'ye çıkmış ve FAVÖK marjı 802 baz puan genişleyerek %6,12'den %14,14'e ulaşmıştır. Çeyreklik net kâr 45,9 milyar TL, altı aylık net kâr ise %319,87 artışla 49,8 milyar TL olmuştur; ancak bu rakamın bir bölümü operasyonel değildir: vergi öncesi kâr 50,6 milyar TL iken vergi gideri 4,5 milyar TL'de kalmış, kurumlar vergisi indirimine bağlı ertelenmiş vergi etkisiyle efektif oran %8,9'a inmiş, bu etki ayrıştırıldığında çeyreklik kâr yaklaşık 37,8 milyar TL'ye karşılık gelmektedir. Kârlılığın gerçekliğini bilanço doğrulamakta; faaliyet nakit akışı 132,4 milyar TL ile net kârın 2,7 katına ulaşmış, net nakit pozisyonu 74,7 milyar TL'den 130,7 milyar TL'ye çıkmış, özsermaye %48,76 artışla 456,1 milyar TL'ye yükselmiş ve net yabancı para pozisyonu +204 milyon TL'ye dönmüştür. Buna karşılık toplam borçlar yıllık %69,4 artmış, kısa vadeli finansal borçların kısa vadeli borçlara oranı %2,44'ten %5,40'a yükselmiştir. Şirket, sonuçlarla eş zamanlı olarak 2026 net rafineri marjı beklentisini 6-7 \$/varil bandından 13-15 \$/varil bandına çıkarmış; üretim, satış hacmi, kapasite kullanımı ve yatırım harcaması varsayımlarını korumuştur.

Endeks İle Kıyaslama



Ortaklık Yapısı

Ticaret Unvanı	Pay Tutarı (Mn TL)	Pay (%)
DİGER	1.032,79	53,60
ENERJİ YATIRIMLARI AŞ	893,99	46,40

Önemli Finansal Veriler

	2026/06	2026/03	2025/06	Çeyreklik Büyüme %	Yıllık Büyüme %
Toplam Varlıklar (Mn TL)	859.988	704.745	545.630	22,0	57,6
Toplam Borçlar (Mn TL)	396.681	344.667	234.142	15,1	69,4
Özsermaye (Mn TL)	456.139	353.671	306.638	29,0	48,8
Maddi Dur. Varl. (Mn TL)	350.570	325.672	265.377	7,6	32,1
Net Kar (Mn TL)	49.848	3.710	11.872	1.243,7	319,9
Net Satışlar (Mn TL)	662.788	258.254	464.119	156,6	42,8
Net Borç (Mn TL)	-130.718	-74.706	-48.981	-	-
FAVÖK (Mn TL)	71.246	15.796	32.005	351,1	122,6
Döviz Pozisyonu (Mn TL)	204	-659	-488	-	-
FAVÖK Marjı (%)	11	6	7	75,8	55,9
Net Kar Marjı (%)	8	1	3	423,6	194,0
Özsermaye Karlılığı (%)	13	1	4	1.019,8	196,7

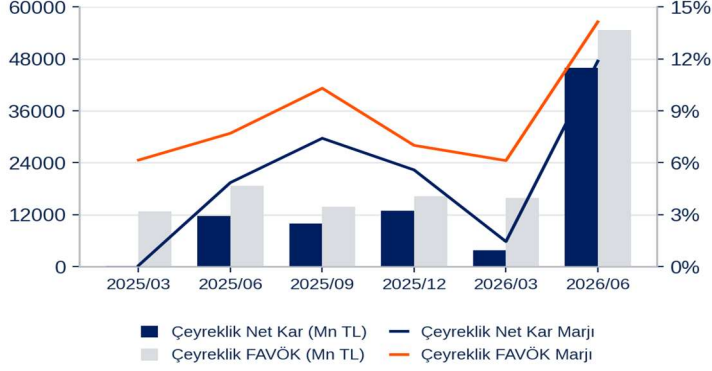
Sektörel Değerleme Analizi

Hisse	PD (Mn TL)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	TUPRS	PD/DD	F/K
TUPRS	559.252	1,23	8,29	4,23	Cari	1,2	8,3
PETKM	49.674	0,73	-	-	2026/06	1,0	6,5
AYGAZ	56.324	0,67	6,93	14,72	2026/03	1,4	15,0
TRENJ	24.407	1,75	22,13	0,16	2025/12	0,8	12,0
TRCAS	10.914	0,67	7,70	-	2025/09	1,0	13,0
					2025/06	0,9	9,4
					2025/03	0,9	11,2
					2024/12	0,7	11,4

05.08.2026

TUPRS

FAVÖK



Piyasa Çarpanları

Fiyat Kazanç	8,29
Sektörel Fiyat Kazanç	8,62
Piyasa Değeri / Defter Değeri	1,23
Sektörel PD/DD	1,18
Firma Değeri / FAVÖK	4,23
Sektörel Firma Değeri / FAVÖK	4,59
Firma Değeri / Net Satışlar	0,42
Sektörel Firma Değeri / Net Satışlar	0,46

Büyüme Analizi

	2022/06	2023/06	2024/06	2025/06	2026/06
Net Satışlar Büyüme (Yıllık) (%)	246,96	237,13	7,05	-9,58	0,39
FAVÖK Büyüme (Yıllık) (%)	550,02	322,46	-6,60	-44,82	50,74
Net Kar Büyüme (Yıllık) (%)	1.514,07	327,51	16,79	-60,35	135,86
Özsermaye Büyüme (%)	126,33	143,81	242,77	31,99	48,76
Net Borç Büyüme (%)	-	-	-	-	-

Kaynak: Finnet

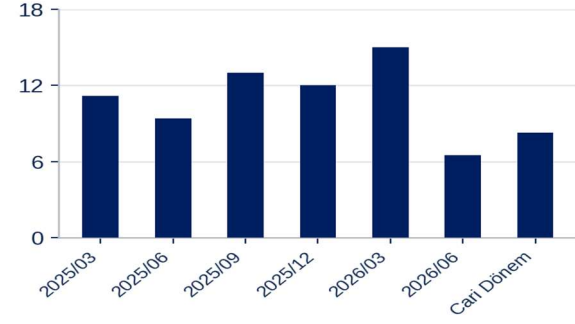
Performans

Haftalık		Aylık		Yılbaşı	
Getiri	XU100'a Göre	Getiri	XU100'a Göre	Getiri	XU100'a Göre
-%1,1	-%1,1	%16,9	%23,2	%91,7	%52,0

Özet Bilanço

Milyon TL	2026/06	2026/03	2025/06
Dönen Varlıklar	439.481	315.177	229.194
Duran Varlıklar	420.507	389.569	316.437
Toplam Aktifler	859.988	704.745	545.630
Özsermaye	456.139	353.671	306.638
Toplam Borç	396.681	344.667	234.142
Net Borç	-130.718	-74.706	-48.981
Net Yab. Para Poz.	204	-659	-488
Net Satışlar (Çeyrek)	386.420	258.254	241.976
EFK (Çeyrek)	49.900	11.656	14.000
FAVÖK (Çeyrek)	54.633	15.796	18.625
Net K/Z (Çeyrek)	45.878	3.710	11.736

Fiyat Kazanç Tablosu



Olumlu Olarak Öne Çıkan Unsurlar

- Rafineri marjında tarihsel genişleme.** Çeyreklik FAVÖK marjı %6,12'den %14,14'e, yani 802 baz puan yükseldi. 54,6 milyar TL'lik çeyreklik FAVÖK, önceki dört çeyreğin toplamına (64,5 milyar TL) yaklaşmaktadır.
- Nakit üretiminde güçlü ivme.** 6A26 faaliyetlerden sağlanan net nakit akışı 132,4 milyar TL ile aynı dönemin net kârının 2,7 katına ulaştı (6A25: 15,0 milyar TL). Kârlılığın nakde dönüşümü teyit edilmektedir.
- Net nakit pozisyonunun katlanması.** Net nakit 2Ç26 sonunda 130,7 milyar TL'ye çıktı; 1Ç26'ya göre %75, 2025 sonuna göre iki katından fazla iyileşme. Net Borç/FAVÖK -1,16x seviyesindedir.
- Şirketin kendi marj beklentisini yukarı revize etmesi.** 2026 net rafineri marjı beklentisi 6-7 \$/varil bandından 13-15 \$/varil bandına çıkarıldı; üretim, satış hacmi, kapasite kullanımı ve yatırım harcaması beklentileri korundu.
- Yüksek kapasite kullanımı.** 6A26'da 14,3 milyon ton ham petrol ve yarı mamul şarj edilerek 13,6 milyon ton satılabilir ürün üretildi; kapasite kullanım oranı %95,1 ile uzun yıllar ortalamasının üzerinde seyretti.
- Kur riskinin nötrlenmiş olması.** Net yabancı para pozisyonu +204 milyon TL'ye döndü (1Ç26: -659 milyon TL). Türev pozisyonlar döviz açığını kapatmakta, sonuçlar operasyonel performansı temiz biçimde yansıtmaktadır.
- Özsermayede güçlenme.** Ana ortaklığa ait özkaynaklar 456,1 milyar TL'ye yükseldi; yıllık artış %48,8. Özsermaye kârlılığı yıllık bazda %17,70 düzeyinde gerçekleşti.

Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar

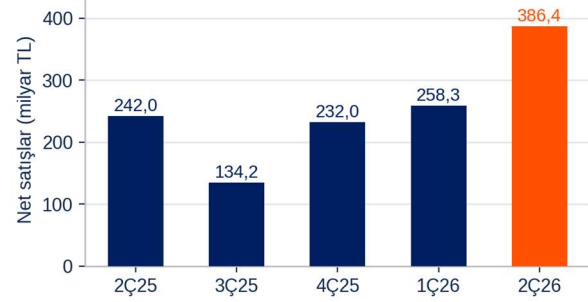
- Net kârın vergi kalemine bağımlılığı.** Çeyreklik vergi öncesi kâr 50,6 milyar TL iken vergi gideri yalnızca 4,5 milyar TL kaydedilmiş; efektif oran %8,9'dur. Bu, nakit çıkışı yaratmayan ve tekrarlanmayacak bir kalemdir.
- Marjın döngüsel zirveye yakınlığı.** Mevcut ürün marjları tarihsel olarak olağandışı seviyededir. Net rafineri marjındaki 1 dolarlık kalıcı gerileme, yaklaşık 213 milyon varillik yıllık üretim üzerinden kabaca 213 milyon dolarlık FAVÖK etkisi anlamına gelir.
- Stok değerlendirme etkisinin iki yönlü olması.** 2Ç26'da ham petroldeki sert düşüş lehte çalıştı. Brent'te ani bir yükseliş, izleyen çeyrekte stok zararı yaratarak raporlanan marjı brüt ürün marjlarının altına indirebilir.
- Kısa vadeli finansal borç oranındaki artış.** Kısa vadeli finansal borçların kısa vadeli borçlara oranı %2,44'ten %5,40'a yükseldi. Mutlak seviye düşük olmakla birlikte eğilim izlenmelidir.
- Toplam borçlardaki büyüme.** Toplam borçlar yıllık %69,4 artışla 396,7 milyar TL'ye çıktı; artışın ağırlığı ticari borçlardadır. İşletme sermayesi finansmanının tedarikçi kanalına yaslandığı görülmektedir.
- Enflasyon muhasebesi kaynaklı karşılaştırılabilirlik.** TMS 29 uygulaması nedeniyle geçmiş dönem rakamları yeniden düzeltilmekte; yıllık karşılaştırmalar ve parasal pozisyon kayıpları raporlanan kârın yorumlanmasını zorlaştırmaktadır.
- Brent'teki oynaklık.** Nisan-Mayıs 2026'da günlük ortalama Brent hareketi 4 dolara ulaştı (2025'in aynı aylarında 1 dolar). Oynaklık, çeyreklik sonuçların öngörülebilirliğini azaltmaktadır.

Gelir Tablosu ve Marj Gelişimi

Çeyreklik net satışlar bir önceki çeyreğe göre %49,6, geçen yılın aynı çeyreğine göre %59,7 artışla 386,4 milyar TL'ye ulaştı. Gelir artışının kaynağı ikilidir: Brent'in 2Ç26 ortalamasının yaklaşık 92 dolar/varil ile 1Ç26'nın belirgin üzerinde seyretmesi fiyat etkisi yaratmış, çeyreklik satış hacminin yaklaşık 7,9 milyon tona çıkması (1Ç26: 7,4 milyon ton) hacim katkısı sağlamıştır.

Çeyreklik net satışlar – 2Ç26'da 386,4 milyar TL

Çeyreklik bazda +%49,6; yıllık bazda +%59,7

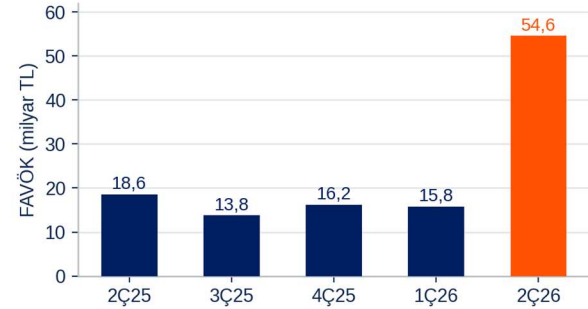


Kaynak: Tüpraş konsolide finansal tabloları (KAP, 04.08.2026); Finnet. TMS-29 enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Gelirdeki artış, kârlılıktaki sıçramanın yanında sönük kalmaktadır. Çeyreklik FAVÖK 54,6 milyar TL ile hem yıllık (+%193) hem çeyreklik (+%246) bazda katlanmıştır. Bu tablo tamamen ürün marjlarındaki genişlemenin sonucudur: rafinaj işinde gelir ham petrol fiyatıyla, kârlılık ise ürün ile ham petrol arasındaki farkla belirlenir ve 2Ç26'da bu fark tarihsel olarak olağandışı seviyelere ulaşmıştır.

Çeyreklik FAVÖK – dört çeyreklik toplama yaklaştı

2Ç26 FAVÖK 54,6 mlr TL; önceki dört çeyreğin toplamı 64,5 mlr TL

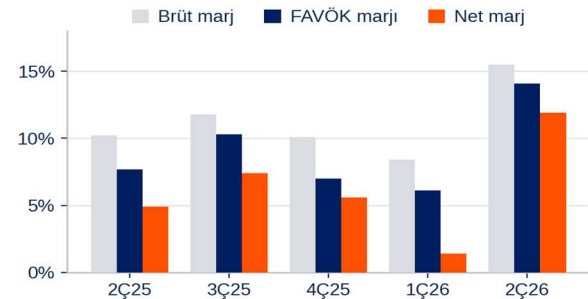


Kaynak: Tüpraş konsolide finansal tabloları (KAP, 04.08.2026); Finnet.

Çeyreklik FAVÖK'teki 38,8 milyar TL'lik artışın kaynaklarını ayırttığımızda, tablonun neredeyse tamamının fiyat/marj kalemine ait olduğu görülmektedir. Satış hacmindeki yaklaşık %7'lik artış 1-1,5 milyar TL mertebesinde bir katkı sağlarken; ürün marjlarındaki genişleme ve ham petrolün Haziran'da hızla ucuzlamasıyla oluşan stok değerlendirme etkisi kalan kısmı açıklamaktadır. Nisan ayında 126,4 dolara kadar çıkan Brent'in Haziran sonunda 73 dolara gerilemesi, ürünlerdeki fiyat direncinin ham petrol maliyetindeki düşüşle birleşmesi anlamına gelmiştir.

Marj yapısı – üç marj katmanı da aynı anda genişledi

Brüt marj %15,5; FAVÖK marjı %14,1; net marj %11,9



Kaynak: Tüpraş konsolide finansal tabloları (KAP, 04.08.2026); Finnet.

Kapasite kullanımı bu tabloyu tamamlamaktadır. Marjların bu denli yüksek olduğu bir dönemde tam kapasiteye yakın çalışabilmek, marj kazancının fiilen nakde dönmesini sağlayan kritik unsurdur; nitekim şirket 6A26'da 15,3 milyon ton satış gerçekleştirmiştir (11,7 milyon ton yurt içi, 3,6 milyon ton uluslararası).

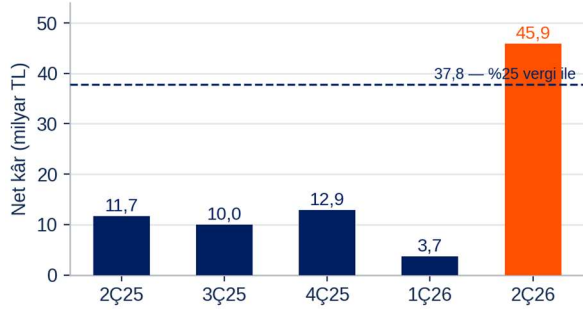
Kâr Kalitesi: Vergi Kaleminin Etkisi

Çeyreklik net kâr 45,9 milyar TL olarak açıklanmıştır; ancak bu rakamın doğrudan yorumlanmaması gerekir. Çeyreklik vergi öncesi kâr 50,6 milyar TL iken vergi gideri yalnızca 4,5 milyar TL kaydedilmiş, efektif vergi oranı %8,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Karşılaştırma için 1Ç26'da efektif oran %64,3 (enflasyon düzeltilmesinden kaynaklanan parasal kayıpların vergiden düşülebilmesi nedeniyle), 2Ç25'te ise %20,6 idi.

Bu keskin düşüşün ana nedeni, kurumlar vergisi oranının 2027'den itibaren indirilmesine bağlı olarak ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüklerinin yeniden değerlendirilmesidir. Nakit çıkışı yaratmayan ve tekrarlanmayacak bir kalemdir. Normalize edilmiş bir bakışla, %25 kurumlar vergisi oranı uygulanırsa çeyreklik net kâr yaklaşık 37,8 milyar TL olacaktır – yani operasyonel performans normalize bazda dahi güçlüdür, ancak çeyreklik net kârın doğrusal olarak ileriye taşınması yanltıcı olur.

Çeyreklik net kâr – vergi etkisiyle 45,9 milyar TL

%25 vergi oranıyla normalize edildiğinde yaklaşık 37,8 milyar TL



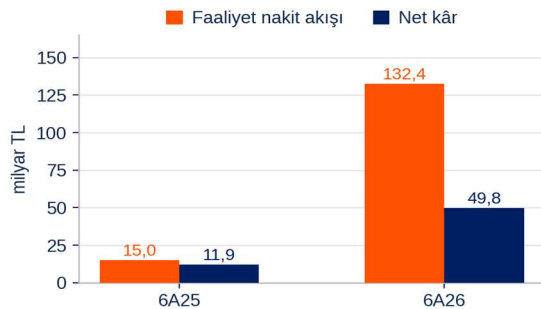
Kaynak: Tüpraş konsolide finansal tabloları (KAP, 04.08.2026); normalizasyon IKON Araştırma hesaplamasıdır.

Bilanço ve Nakit Akışı

Rafinaj sektöründe güçlü bir kâr çeyreği, stok değerleme etkileriyle şişirilmiş olabileceği için tek başına yeterli kanıt sayılmaz. Bu nedenle 2Ç26'nın en ikna edici tarafı gelir tablosu değil, nakit akış tablosudur. 6A26 faaliyetlerden sağlanan net nakit akışı 132,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir; bu, aynı dönemin net kârının (49,8 milyar TL) 2,7 katı ve geçen yılın aynı döneminde kaydedilen 15,0 milyar TL'nin yaklaşık dokuz katıdır.

Faaliyet nakit akışı – net kârın 2,7 katı

6A26'da 132,4 mİr TL; 6A25'te 15,0 mİr TL idi

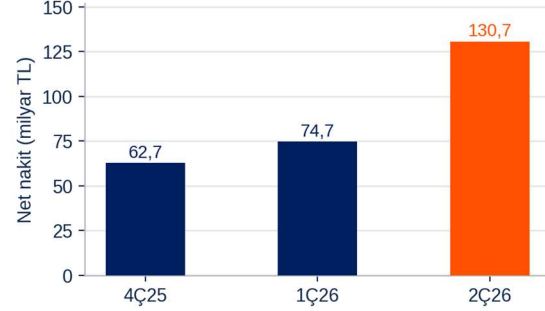


Kaynak: Tüpraş konsolide nakit akış tablosu (KAP, 04.08.2026).

Bilanço tarafında net nakit pozisyonu 2Ç26 sonunda 130,7 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu, 1Ç26 sonundaki 74,7 milyar TL'ye göre %75, 2025 sonundaki 62,7 milyar TL'ye göre iki katından fazla bir iyileşmedir. Net Borç/FAVÖK oranı -1,16x seviyesindedir; şirketin net finansal borcu bulunmamakta, aksine yıllık FAVÖK'ünün üzerinde net nakit taşımaktadır.

Net nakit pozisyonu – iki çeyrekte iki katına çıktı

2Ç26: 130,7 mİr TL; Net Borç/FAVÖK -1,16x



Kaynak: Tüpraş konsolide finansal tabloları (KAP); 4Ç25 ve 1Ç26 dönem sonu bilançoları.

Likidite göstergelerinin tamamı rahat bölgededir: cari oran 1,35, asit-test oranı 1,05, nakit oranı 0,61. Toplam varlıklar 860,0 milyar TL'ye, ana ortaklığa ait özkaynaklar 456,1 milyar TL'ye yükselmiştir. Toplam borçlardaki yıllık %69,4'lük artışın ağırlığı ticari borçlardan kaynaklanmakta olup, finansal borçluluk düşük seyretmektedir.

Temettü tarafında şirket 2025 yılı kârından toplam 33 milyar TL nakit temettü dağıtma kararı almış; bunun 20 milyar TL'lik ilk taksiti (brüt hisse başına 10,38 TL) 16 Mart 2026'da ödenmiş, 13 milyar TL'lik ikinci taksitin 30 Eylül 2026'da ödenmesi planlanmıştır. 2Ç26 bildirimlerinde ek bir temettü açıklaması yer almamaktadır.

Şirket Beklentilerinde Revizyon

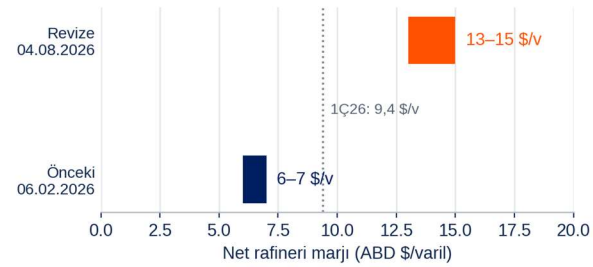
Şirket, finansal tablolarla eş zamanlı olarak 4 Ağustos 2026 tarihinde KAP'a **Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler** bildirimini göndererek 2026 yılı beklentilerini güncelleştir. Bildirimin gerekçe metni şöyledir: "Yılın ilk yarısındaki operasyonel ve finansal sonuçlardaki gerçekleştirmeler ve ürün piyasalarındaki arz-talep dengesine yönelik öngörüler dikkate alınarak 2026 yılı Net Rafineri Marjı beklentisi yukarı yönlü revize edilmiştir."

2026 beklentileri – yalnızca marj bandı değişti

Hacim, kapasite ve yatırım harcaması varsayımları korundu

Kalem	Önceki 06.02.26	Revize 04.08.26	Değişim
Net rafineri marjı	6-7 \$/v	13-15 \$/v	+%115
Kapasite kullanımı	%95-100	%95-100	Yok
Üretim	~29 mn ton	~29 mn ton	Yok
Toplam satış hacmi	~30 mn ton	~30 mn ton	Yok
Yatırım harcaması	~700 mn \$	~700 mn \$	Yok

Kaynak: KAP Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler bildirim, 04.08.2026 (No: 1643118); Değişim, bant orta noktaları üzerinden hesaplanmıştır (6,5 → 14,0 \$/v).



Revizyonun yapısı net bir mesaj içermektedir: hacim varsayımları sabit tutulurken kârlılık varsayımı iki katından fazla artırılmıştır. Rafinaj işinde FAVÖK'ün birinci dereceden belirleyicisi işlenen varil başına marj olduğundan, sabit hacim üzerinde marj bandının orta noktasının 6,5 dolardan 14,0 dolara çıkarılması, kabaca yıllık FAVÖK büyüklüğünün iki kattan fazla artması anlamına gelmektedir. Yaklaşık 29 milyon ton üretim ~213 milyon varile karşılık geldiğinden, bandın orta noktasındaki 7,5 dolarlık artış yıllık bazda yaklaşık 1,6 milyar dolarlık ek rafinaj marjına işaret etmektedir.

Bandın kendisi de bilgi taşımaktadır. 1Ç26'da gerçekleşen net rafineri marjı 9,4 \$/varil idi. Yıllık ortalamanın 13-15 aralığına oturması için yılın kalanının belirgin biçimde bu aralığın üzerinde seyretmesi gerekmektedir; bu da hem 2Ç26'nın çok güçlü geçtiğine hem de yönetimin yılın kalanı için de yüksek marj öngördüğüne işaret etmektedir. Bununla birlikte rafinaj marjı beklentileri simetrik değildir: yönetim yukarı yönlü revizyonu ancak yeterli görünülük oluştuğunda yapar, aşağı yönlü revizyonlar ise genellikle geciken bir tepkidir.

05.08.2026

TUPRS

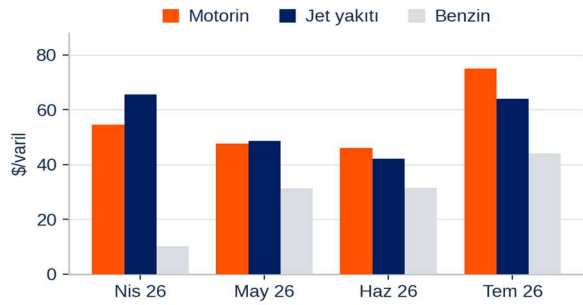
Ürün Marjları ve Sektör Görünümü

2026'nın ikinci çeyreği küresel rafinaj sektörü için olağandışı bir dönem olmuştur. Tablonun kökeni talep tarafında değil, arz tarafındaki fiziksel daralmadır. ABD Enerji Bilgi İdaresi (EIA) verilerine göre 2Ç26'da küresel ham petrol stokları günlük 5,1 milyon varil azalmış; aynı dönemde benzin ürün marjları yıllık bazda %60, distilat ve jet yakıtı marjları ise iki katından fazla artmıştır.

Arz daralmasının üç kaynağı bulunmaktadır. Birincisi, Rusya'nın rafinaj altyapısına verilen hasar sonucu Rus rafinerilerinin ham petrol işleme oranlarının son yirmi yılın en düşük seviyesine gerilemesidir. İkincisi, Hürmüz Boğazı çevresindeki gerilimin küresel ürün akışlarını kısıtlamasıdır; 17 Haziran'da imzalanan mutabakat taşımacılığı kısmen normalleştirmiş olsa da 3Ç26 başındaki gelişmeler belirsizliği yeniden artırmıştır. Üçüncüsü yapısaldır: ABD'de 2019'dan bu yana yedi rafineri kapanmış ve günlük yaklaşık 1,2 milyon varillik işleme kapasitesi devre dışı kalmıştır.

Akdeniz ürün marjları – orta distilatlarda olağandışı genişleme

2Ç26 ortalaması: motorin 49,3 \$/v, jet 52,1 \$/v, benzin 24,3 \$/v



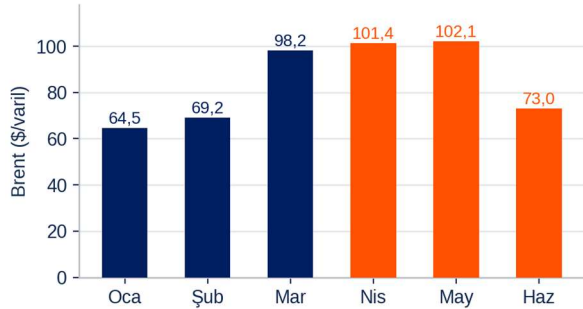
Kaynak: Akdeniz piyasası ürün marjı verileri; aylık ortalamalar. Haziran ve Temmuz rakamları yaklaşık.

Akdeniz havzası rafinericisi olarak Tüpraş üç ayrı kanaldan yararlanmaktadır. Birincisi ürün karmasıdır: şirketin üretiminde orta distilatların ağırlığı yüksektir ve 2Ç26'da en fazla genişleyen marjlar tam olarak bu ürünlerde yaşanmıştır. İkincisi coğrafyadır: Rus ürün arzının çekilmesiyle oluşan boşluğun doldurulmasında Akdeniz rafinerileri Avrupa piyasasına en yakın konumdadır. Üçüncüsü ham petrol tedarik esnekliğidir; ağır/ekşi ham petrol işleme kabiliyeti ham petrol maliyetinde ek kazanç sağlamaktadır.

Buna karşılık maliyet tarafındaki baskılar göz ardı edilmemelidir. Güçlü ürün marjlarının yükselen navlun, sigorta ve ham petrol tedarik maliyetleriyle birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Jeopolitik risk primi marjı yukarı çekerken lojistik maliyetleri de artırmakta; brüt ürün marjları ile şirketin gerçekleştirdiği net marj arasındaki fark bu nedenle geçmiş dönemlere göre bir miktar açılmış durumdadır.

Brent ham petrol – çeyrek içinde 126 dolardan 73 dolara

2Ç26 ortalaması yaklaşık 92,2 \$/varil



Kaynak: Brent aylık ortalama fiyatları; U.S. EIA ve piyasa verileri.

Ham petroldeki oynaklık iki uçlu bir kılıçtır. Nisan-Mayıs 2026'da günlük ortalama Brent hareketi 4 dolara ulaşmıştır (2025'in aynı aylarında 1 dolar). Yüksek oynaklık, doğru zamanlanan stok pozisyonlarında ek kazanç yaratabildiği gibi ters yönde de çalışabilir. Haziran'da Brent'in gerilemesi Tüpraş için lehte sonuçlanmış; ancak izleyen dönemde benzer büyüklükte bir yükseliş stok değerlendirme etkisini tersine çevirebilir.

İzlenen Dönemde Takip Edilecek Başlıklar

- Aylık ürün marjı gerçekleştirmeleri.** Temmuz'da motorin marjının ~75 \$/varil seviyesine çıkması 3Ç26 için güçlü bir başlangıca işaret etmektedir; bu seviyenin sürdürülüp sürdürülmediği çeyreğin en belirleyici değişkenidir.
- Efektif vergi oranının normalleşmesi.** 2Ç26'daki tek seferlik ertelenmiş vergi etkisinin ardından 3Ç26'da net kâr/FAVÖK dönüşüm oranının normal seviyelere dönmesi beklenmelidir.
- Stok değerlendirme etkisi.** Brent'in çeyrek içi seyri ile çeyrek sonu kapanış seviyesi arasındaki fark, raporlanan marjı doğrudan etkileyecektir.
- 30 Eylül 2026 temettü taksiti.** 2025 kârından kalan 13 milyar TL'lik ikinci taksitin ödemesi bu tarihte planlanmaktadır.
- 3Ç26 finansal sonuçları ve olası ikinci revizyon.** Şirketin 13-15 \$/varil bandını yeniden gözden geçirip geçirmeyeceği, yılın kalanına ilişkin en güçlü sinyal olacaktır.
- Jeopolitik haber akışı.** Hürmüz Boğazı ve Rusya rafinaj altyapısına yönelik gelişmeler, ürün marjlarının kalıcılığı açısından birincil izlem başlığıdır.

Sonuç

2Ç26, Tüpraş için hem gelir hem kârlılık tarafında istisnai bir çeyrek olmuştur. Çeyreklik FAVÖK marjının 802 baz puanı genişleyerek %14,14'e ulaşması, tamamen ürün marjlarındaki tarihsel genişlemenin sonucudur. Kârın bir bölümünün nakit çıkışı yaratmayan vergi kaleminden gelmesi bir uyarı işareti olmakla birlikte, 132,4 milyar TL'lik yarıyıl faaliyet nakit akışı ve 130,7 milyar TL'ye yükselen net nakit pozisyonu kârlılığın gerçekliğini teyit etmektedir. Şirketin 2026 net rafineri marjı beklentisini 6-7 \$/varil bandından 13-15 \$/varil bandına çıkarması, yılın kalanına ilişkin görünürlüğün yüksek olduğuna işaret etmektedir. Buna karşılık marj seviyelerinin döngüsel zirveye yakın olduğu ve mevcut kârlılığın doğrusal biçimde ileriye taşınmasının doğru olmayacağı dikkate alınmalıdır.

Kaynak: Tüpraş 2026 6 Aylık Ara Dönem Faaliyet Raporu ve konsolide finansal tabloları (KAP, 04.08.2026), KAP Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler bildirimi (04.08.2026), Finnet, IKON Araştırma.

Araştırma Birimi

arastirma@ikonmenkul.com.tr

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Özellikle kaldıraçlı işlemlerinizi yatırımdığınız para kadar kaybetme ihtimaliniz vardır. Kaldıraçlı işlemlerde yatırım danışmanlığı hizmeti de verilmemektedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, herhangi bir yatırım aracının alım satım tavsiyesi veya getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bu içerik genel anlamda bilgi vermeyi amaçlamakta olup; bu içeriğin, müşterilerin veya diğer yatırımcıların alım satım kararlarını destekleyebilecek yeterli bilgileri kapsamayabileceği dikkate alınmalıdır. Yatırım yapmadan önce piyasaların içerdiği riskleri tam olarak anladığınızdan emin olunuz. Web sitemizde yer alan bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından veya ortaya çıkabilecek tüm zararlardan IKON Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.