3Ç26 Kâr Değerlendirmesi

9 Kasım 2026

TÜPRAŞ

Endeksin Üzerinde Getiri

2026 beklentileri tekrar yükseltildi…

Analist: Ezgi Yılmaz
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

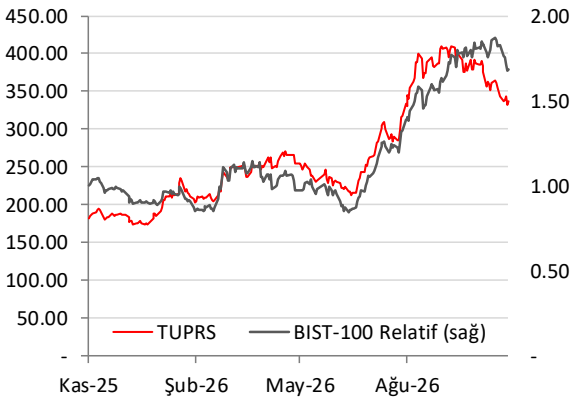
Tüpraş'ın, 3Ç26'da net karı 68,7 milyar TL (+%335 y/y) olurken piyasa beklentisi (60,4 milyar TL) ve bizim tahminimizin (60,1 milyar TL) %14 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK ise 3Ç26'da yıllık %246 artışla 88,7 milyar TL'ye ulaşarak piyasa beklentisine (85,2 milyar TL) ve tahminimize (91,2 milyar TL) büyük ölçüde paralel gerçekleşti. Tahminimizden sapmada, beklentimizin üzerindeki net finansal gelirler ve diğer faaliyetlerden elde edilen gelirler etkili oldu. **Şirketin net nakit pozisyonu,** net işletme sermayesindeki artışa rağmen güçlü operasyonel performansın desteğiyle, 2Ç26 sonundaki 131 milyar TL (2,8 milyar dolar) seviyesinden 3Ç26 sonunda 204 milyar TL'ye (4,1 milyar dolar) yükseldi. **Yönetim, 2026 yılı net rafineri marjı beklentisini 13-15 USD/v aralığından 20-22 USD/v aralığına yükseltti** (2025: 7 USD/v; 9A26: 23,0 USD/v). Beklentilerdeki revizyonda, güçlü 3Ç26 performansı ve ürün marjlarındaki yüksek seviyelerin devam etmesi etkili oldu.

3Ç26'da motorin ve jet yakıtı marjları, Orta Doğu'daki çatışmalar ve Rus rafineri altyapısında meydana gelen hasarların etkisiyle yıllık bazda sırasıyla %226 ve %245 arttı. Benzer dinamiklerin etkisiyle benzin marjları da yıllık %138 yükseldi. Türkiye'de doğal gaz tarifeleri çeyrek boyunca dolar bazında yıllık yaklaşık %10 ve çeyreklik %15 arttı. Ham petrol fiyat makası hem yıllık hem de çeyreklik bazda genişledi. Bununla birlikte, sigorta ve navlun maliyetleri ham petrol maliyetleri üzerinde baskı oluşturdu. Tüpraş'ın FAVÖK'ü, jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yükselen güçlü ürün marjları ve stok kârlarının sınırlı katkısıyla 3Ç26'da yıllık %280 artarak 1,8 milyar dolara ulaştı. Net rafineri marjı, 2Ç26'daki 21,4 USD/v ve 3Ç25'teki 9,7 USD/v seviyelerine kıyasla 3Ç26'da 36,3 USD/v olarak gerçekleşti. Net kâr, faaliyet kârındaki artışın desteğiyle yıllık bazda reel olarak güçlü büyüme kaydetti.

Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı %4 artışla 480 TL'ye yükseltiyoruz… Yönetimin güncel beklentileri doğrultusunda 2026 ve 2027 tahminlerimizi yukarı yönlü revize ettik. 2026 yılı FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi yaklaşık %30, 2027 yılı FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi ise yaklaşık %20 artırdık. Öte yandan, değerleme modelimizde 2027 yılı çarpanlarına geçmemiz nedeniyle hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü revizyon %4 ile sınırlı kaldı. Jeopolitik gerilimlerde olası bir azalmanın ardından, özellikle 2027'nin ilk yarısında tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasını beklediğimiz ürün marjlarının kademeli olarak normalleşeceği varsayımıyla, FAVÖK'ün 2026T'deki 4 milyar dolar seviyesinden 2027T'de 2,2 milyar dolara gerileyeceğini öngörüyoruz. 3Ç26 finansal sonuçlarının hisse performansı üzerinde sınırlı olumlu etki yaratmasını bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL	480.00 (önceki 460.00)
Güncel Fiyat, TL	337.50
Getiri Potansiyeli	42%
Piyasa Değeri, mn TL	650,294
Firma Değeri, mn TL	431,516

Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	830,356	1,597,842	1,593,520	1,743,196
FAVÖK, mn TL	62,073	206,164	135,722	143,350
Net Kâr, mn TL	29,523	150,569	79,254	109,902
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-56,988	-215,838	-177,449	-225,192
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-1.0	-1.3	-1.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.5%	12.9%	8.5%	8.2%
Net Marj	3.6%	9.4%	5.0%	6.3%
Temettü Verimi	9.6%	5.1%	20.2%	15.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	2.5%	92.4%	-0.3%	9.4%
FAVÖK, y/y	n.m.	232.1%	-34.2%	5.6%
Net Kâr, y/y	61.2%	410.0%	-47.4%	38.7%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	10.3	4.3	8.2	5.9
FD/FAVÖK	3.8	2.0	3.3	2.7
FD/Ciro	0.3	0.3	0.3	0.2
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-11.0%	6.9%	80.4%	93.9%
BİST-100 Relatif	-4.1%	28.0%	71.2%	87.5%
AOİH, mn TL	5,974	9,335	7,290	7,974



Çeyreksel Özet

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	474,390	286,274	*66%*	407,943	*16%*	430,868	418,125	*10%*
FAVÖK	88,733	25,670	*246%*	57,369	*55%*	85,162	91,182	*4%*
FAVÖK Marjı	*18.7%*	*9.0%*	*974 bps*	*14.1%*	*464 bps*	*19.8%*	*21.8%*	*-106 bps*
Net Kar	68,677	15,778	*335%*	48,433	*42%*	60,406	60,105	*14%*

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
milyon USD	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1,597,842	1,593,520	1,743,196	1,431,872	1,428,856	1,687,082
% büyüme	*12%*	*0%*	*9%*	*72%*	*0%*	*18%*
FAVÖK	206,164	135,722	143,350	152,624	115,136	134,478
FAVÖK Marjı	*12.9%*	*8.5%*	*8.2%*	*10.7%*	*8.1%*	*8.0%*
Net Kar	150,569	79,254	109,902	118,411	67,428	109,892
% büyüme	*27.2%*	*-47.4%*	*38.7%*	*301.1%*	*-43.1%*	*63.0%*
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	*12%*	*12%*	*3%*			
FAVÖK	*35%*	*18%*	*7%*			
Net Kar	*27%*	*18%*	*0%*			
Hedef Fiyat, TL		480			366	
Hedef Fiyat Değişimi		*4%*				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
Satış Gelirleri	**286,274**	**256,032**	**291,763**	**407,943**	**474,390**	**776,244**	**1,174,095**	**1,058,523**	**1,430,127**
Satışların Maliyeti	255,579	230,068	267,388	343,506	380,536	701,222	991,429	965,018	1,221,497
Brüt Kar	**30,695**	**25,964**	**24,375**	**64,437**	**93,854**	**75,021**	**182,666**	**93,505**	**208,630**
Operasyonel Giderler	9,549	12,883	11,206	11,757	9,855	29,118	32,818	37,699	45,701
Faaliyet Karı	**21,146**	**13,081**	**13,169**	**52,679**	**83,999**	**45,903**	**149,847**	**55,806**	**162,928**
Amortisman ve İtfa Payları	4,524	4,628	4,676	4,690	4,734	13,555	14,100	16,755	18,728
FAVÖK	**25,670**	**17,709**	**17,845**	**57,369**	**88,733**	**59,458**	**163,948**	**72,560**	**181,656**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	278	794	-1,439	20	4,247	-5,366	2,828	-4,233	3,622
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-1,524	-102	-298	-3,237	-2,175	-7,108	-5,711	-6,985	-5,813
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	651	141	-94	804	435	1,441	1,145	2,368	1,286
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-51	23	0	-12	-1	-3	-13	-5	10
Finansal Gelir / (Gider)	1,795	1,743	1,735	3,322	9,395	3,614	14,452	5,641	16,195
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-595	-1,012	-2,781	-858	-3,406	-3,309	-7,045	-5,252	-8,057
Vergi Öncesi Kar	**21,424**	**13,875**	**11,730**	**52,699**	**88,246**	**40,537**	**152,675**	**51,573**	**166,550**
Vergi Geliri / (Gideri)	-5,523	-5,288	-7,420	-3,937	-19,201	-11,987	-30,558	-16,033	-35,845
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-1,032	-1,888	-4,980	-3,326	-22,013	-1,723	-30,319	-1,518	-32,206
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-4,491	-3,400	-2,440	-610	2,812	-10,264	-239	-14,514	-3,639
Vergi Sonrası Net Kar	**15,901**	**8,587**	**4,310**	**48,762**	**69,045**	**28,550**	**122,118**	**35,540**	**130,705**
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	123	196	119	329	369	239	817	897	1,013
Net Kar	**15,778**	**8,391**	**4,191**	**48,433**	**68,677**	**28,311**	**121,301**	**34,643**	**129,692**

Büyüme (Yıllık)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
Satış Gelirleri	-15.6%	-9.3%	24.4%	59.7%	65.7%	-25.1%	51.3%		35.1%
Operasyonel Giderler	-8.1%	50.1%	18.1%	16.6%	3.2%	-17.4%	12.7%		21.2%
Faaliyet Karı	-4.3%	32.1%	32.0%	256.4%	297.2%	-19.4%	226.4%		192.0%
FAVÖK	-1.1%	35.2%	23.8%	196.2%	245.7%	-14.3%	175.7%		150.4%
Net Kar	17.8%	32.5%	2820.1%	290.9%	335.3%	20.6%	328.5%		274.4%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
Brüt Kar Marjı	10.7%	10.1%	8.4%	15.8%	19.8%	9.7%	15.6%	8.8%	14.6%
Operasyonel Gider Marjı	3.3%	5.0%	3.8%	2.9%	2.1%	3.8%	2.8%	3.6%	3.2%
Faaliyet Kar Marjı	7.4%	5.1%	4.5%	12.9%	17.7%	5.9%	12.8%	5.3%	11.4%
FAVÖK Marjı	9.0%	6.9%	6.1%	14.1%	18.7%	7.66%	13.96%	6.85%	12.70%
Efektif Vergi Oranı	25.8%	38.1%	63.3%	7.5%	21.8%	29.6%	20.0%	31.1%	21.5%
Net Kar Marjı	5.5%	3.3%	1.4%	11.9%	14.5%	3.6%	10.3%	3.3%	9.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.2%	-0.4%	-1.0%	-0.2%	-0.7%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	16.7%	-0.9%	2.4%	32.5%	14.0%	8.2%	17.6%	8.2%	14.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	15.2%	-3.9%	1.3%	29.8%	11.8%	6.1%	15.4%	5.9%	12.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	187%	-13%	40%	231%	75%	107%	126%	119%	112%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.5%	3.0%	1.6%	1.9%	2.9%	2.0%	2.2%	2.2%	2.4%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	5.8%	-11.2%	2.1%	5.8%	-0.8%	0.8%	2.2%	1.7%	-0.2%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	**47,921**	**-2,276**	**7,104**	**132,634**	**66,552**	**63,770**	**206,291**	**86,420**	**204,015**
Düzeltme Öncesi Kar	15,901	8,587	4,310	48,762	69,045	28,550	122,118	35,540	130,705
Amortisman ve İtfa Payları	4,524	4,628	4,676	4,690	4,734	13,555	14,100	16,755	18,728
İşletme Sermayesindeki Değişim	16,662	-28,549	6,257	23,827	-3,895	6,249	26,190	17,867	-2,359
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	10,834	13,058	-8,139	55,355	-3,332	15,416	43,883	16,259	56,940
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	**-4,498**	**-7,635**	**-3,287**	**-11,033**	**-10,640**	**-16,503**	**-24,960**	**-23,700**	**-32,595**
Sabit Sermaye Yatırımları	-4,413	-7,808	-4,688	-7,830	-13,802	-15,909	-26,319	-23,748	-34,127
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-85	173	1,401	-3,203	3,162	-594	1,359	48	1,532
Serbest Nakit Akımı	**43,423**	**-9,911**	**3,817**	**121,601**	**55,912**	**47,267**	**181,331**	**62,720**	**171,419**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	**-9,375**	**-2,845**	**-20,521**	**-27,154**	**-10,713**	**3,024**	**-58,388**	**-64,424**	**-61,233**
Finansal Borçlardaki Değişim	-815	8,965	3,974	13,316	-21,049	30,033	-3,759	-18,821	5,206
Temettü	-9,864	-11,580	-22,595	0	-6,530	-31,738	-29,125	-50,373	-40,705
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,304	-230	-1,900	-40,470	16,865	4,729	-25,505	4,770	-25,734
Çevrim Farkları	2,209	1,517	2,036	2,487	1,662	4,773	6,186	4,887	7,703
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**36,257**	**-11,239**	**-14,668**	**96,935**	**46,861**	**55,064**	**129,128**	**3,183**	**117,889**

Bilanço (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	**350,266**	**294,546**	**356,069**	**463,958**	**517,985**
Nakit ve Nakit Benzerleri	151,904	133,314	146,754	206,749	255,498
Finansal Yatırımlar	0	0	0	3,249	0
Ticari Alacaklar	72,095	65,581	86,776	83,134	127,700
Stoklar	81,164	77,257	70,221	102,450	103,906
Diğer Dönen Varlıklar	45,103	18,394	52,318	71,626	30,881
Duran Varlıklar	**441,279**	**441,378**	**440,113**	**443,927**	**454,098**
Finansal Yatırımlar	1,073	1,237	1,208	1,237	1,249
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	21,437	21,719	20,336	20,904	21,364
Maddi Duran Varlıklar	370,442	368,289	367,926	370,096	378,076
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12,160	12,593	12,195	11,857	11,630
Diğer Duran Varlıklar	36,167	37,540	38,448	39,834	41,779
Toplam Varlıklar	**791,544**	**735,924**	**796,182**	**907,886**	**972,083**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**277,766**	**211,026**	**323,676**	**343,491**	**375,329**
Finansal Borçlar	18,889	27,127	21,890	33,526	10,437
Ticari Borçlar	163,473	131,171	165,036	221,097	255,540
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	95,404	52,728	136,750	88,868	109,353
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**61,722**	**65,139**	**65,710**	**75,283**	**65,928**
Finansal Borçlar	36,455	35,342	40,465	38,473	40,960
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,268	29,797	25,245	36,810	24,968
Özkaynaklar	**452,056**	**459,759**	**406,797**	**489,111**	**530,826**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	445,137	452,637	399,557	481,545	522,889
Ödenmiş Sermaye	2,500	1,927	2,177	2,034	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	121,790	121,474	100,988	134,686	107,459
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	292,536	292,534	292,202	292,201	292,202
Dönem Net Karı / (Zararı)	28,311	36,702	4,191	52,624	121,301
Azınlık Payları	6,920	7,122	7,239	7,567	7,937
Toplam Kaynaklar	**791,544**	**735,924**	**796,182**	**907,886**	**972,083**
Yatırım Sermayesi (IC)	380,764	418,711	347,642	391,172	351,693
İşletme Sermayesi	-10,214	11,667	-8,038	-35,514	-23,934
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	-1%	1%	-1%	-3%	-2%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	-60,515	-22,667	-92,470	-52,755	-102,405
Toplam Borç	55,344	62,469	62,355	71,999	51,396
Net Borç / (Nakit)	-97,633	-72,082	-85,607	-139,236	-205,350
Net Borç / G12A FAVÖK	-1.3	-0.9	-1.1	-1.2	-1.1
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-77,248	-72,239	-66,673	-100,720	-105,479

AKYatırım

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

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026