TUPRS 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Net kar beklentileri aşarken, güçlü operasyonel performans öne çıktı…** Tüpraş, 3Ç26 finansal sonuçlarını 68.677 milyon TL net kar ile açıkladı. Net kar, 60.103 milyon TL olan Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminimizin %14,3, 60.406 milyon TL seviyesindeki piyasa medyan beklentisinin ise %13,7 üzerinde gerçekleşti. Geçen yılın aynı çeyreğindeki 15.778 milyon TL'ye kıyasla net kar, enflasyon muhasebesine göre karşılaştırılabilir bazda %335 artarken, net kar marjı yaklaşık %5,5'ten %14,5'e yükseldi. Esas faaliyet karının 19.623 milyon TL'den 81.824 milyon TL'ye çıkması, net kardaki artışın temel belirleyicisinin rafinaj faaliyetlerindeki güçlü görünüm olduğunu gösteriyor. Üçüncü çeyrekte 9.395 milyon TL net finansman geliri karlılığı desteklerken, 19.201 milyon TL vergi gideri ve 3.406 milyon TL net parasal pozisyon kaybı bu katkıyı kısmen sınırladı. Yılın ilk dokuz ayında net kar yıllık %328 artarak 121.301 milyon TL'ye ulaştı.

- **Hasılat güçlü marjların ve yüksek faaliyet hacminin katkısıyla tahminleri geçti...** Şirket 3Ç26'da 474.390 milyon TL konsolide hasılat elde etti. Açıklanan satış gelirleri 419.550 milyon TL'lik kurum beklentimizin %13,1, 430.868 milyon TL'lik piyasa medyanının %10,1 üzerinde gerçekleşti. Hasılat yıllık bazda reel %65,7 artarken, 9A26 konsolide satışları %51,3 büyüyerek 1.174.095 milyon TL'ye yükseldi. Gelir büyümesinde petrol ürünlerindeki güçlü fiyatlama ve rafineri marjlarının yanı sıra, yüksek kapasite kullanımı ve satış hacmi belirleyici oldu. Dokuz aylık dönemde toplam satış miktarı yıllık %10 artışla 24,0 milyon tona, yurt içi satışlar %12 artışla 19,6 milyon tona ulaştı. Uluslararası satışlar %1 gerilerken, yurt içindeki motorin ve benzin satışları sırasıyla %17 ve %11 büyüyerek faaliyet hacmini destekledi.

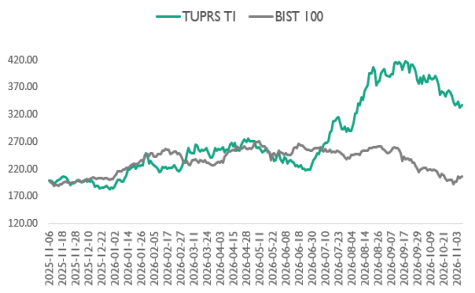
- **FAVÖK beklentileri aşarken marjlarda genişleme görüldü…**Tüpraş'ın 3Ç26 FAVÖK'ü 88.733 milyon TL ile 83.070 milyon TL'lik kurum tahminimizin %6,8, 85.162 milyon TL'lik piyasa medyan beklentisinin %4,2 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda yaklaşık %245 artarken, FAVÖK marjı 970 baz puan iyileşmeyle %18,7'ye yükseldi. Brüt karın geçen yılın aynı dönemindeki 30.695 milyon TL'den 93.854 milyon TL'ye çıkması ve brüt kar marjının %10,7'den %19,8'e ulaşması, operasyonel iyileşmenin kapsamını ortaya koyuyor. 9A26 FAVÖK 166.906 milyon TL'ye yükselerek yıllık %169,8 artış kaydederken, dokuz aylık FAVÖK marjı %8,0'dan %14,2'ye çıktı. Açıklanan sonuçlarda güçlü ürün marjlarının katkısını olumlu değerlendirmizi belirtmek isteriz.

- **Rafineri marjlarında üçüncü çeyrek zirvesi…** Tüpraş'ın net rafineri marjı, 2Ç26'daki 21,4 dolar/varil ve 3Ç25'teki 9,7 dolar/varil seviyelerinden 3Ç26'da 36,3 dolar/varile yükselirken, 9A26 ortalaması 23,0 dolar/varil oldu. Orta Doğu kaynaklı jeopolitik riskler, Hürmüz Boğazı ve Kızıldeniz'deki lojistik aksaklıklar, Rusya kaynaklı arz kısıtlamaları ve güçlü motorin ile jet yakıtı talebi ürün piyasalarındaki sıkılığı artırdı. Şirketin faaliyet raporunda motorin marjlarının tarihsel açıdan yüksek seviyelere ulaştığı, jet yakıtının güçlü havacılık talebiyle desteklendiği ve benzin marjlarının düşük stoklar ile yaz talebinden faydalandığı belirtiliyor. Fuel oil marjları ise çeyrek sonuna doğru görece zayıfladı. Bu nedenle çeyreğin güçlü performansını yalnızca Brent fiyatlarının yükselişine bağlamak yerine ürün-ham petrol fiyat farklarındaki genişleme ve tedarik dinamikleriyle birlikte yorumlanması gerektiğini düşünüyoruz.

"AL"
Hedef Fiyat: 458,00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %36

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	458.00
Kapanış (TL/hisse)	337.50
Yükseliş Potansiyeli (%)	36%
Piyasa Değeri (milyon TL)	650,294
Piyasa Değeri (milyon USD)	13,010
Firma Değeri (milyon TL)	446,192
Sermaye (milyon TL)	1,927
Halka Açıklık Oranı (%)	49.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	830,356	1,468,022	1,289,203
Büyüme (%)	-22%	77%	-12%
FAVÖK*	62,073	223,103	201,613
Büyüme (%)	-6%	259%	-10%
Net Kar	29,523	161,083	101,096
Büyüme (%)	23%	446%	-37%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	7.5%	15.2%	15.6%
Net Kar Marjı	3.6%	11.0%	7.8%
Borçluluk			
Net Borç	-62,709	-214,103	-248,000
Net Borç/FAVÖK	-1.01	-0.96	-1.23
Değerleme Çarpanları			
F/K	22.03	4.04	6.43
FD/FAVÖK	7.19	2.00	2.21



Analist

Dr. Kutay Gözgör

kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr

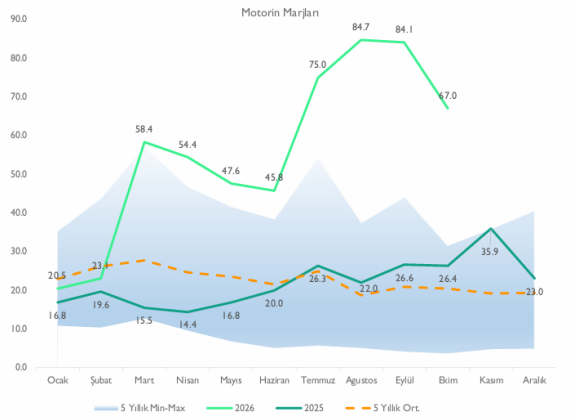
TUPRS 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Yüksek kapasite kullanımı ve güçlü yurt içi satış hacmi…** Yılın ilk dokuz ayında rafinerilerde kapasite kullanım oranı yıllık 5,2 puan artışla %98,8 seviyesinde gerçekleşti. Toplam ham petrol ve yarı mamul şarjı 22,2 milyon tona, satılabilir ürün üretimi yıllık %5 büyümeyle 21,3 milyon tona ulaşırken, beyaz ürün verimi %82,0'dan %82,7'ye yükseldi. Ürün bazında 9A26 üretimi benzin tarafında %7, motorin ve jet yakıtında %6 büyüdü. Yurt içi satış hacmindeki artışı, yüksek ürün marjlarının gelire ve operasyonel karlılığa dönüşmesini sağlayan önemli bir unsur olarak görüyoruz. **Bununla birlikte, üçüncü çeyreğin olağanüstü ürün marjlarının sonraki dönemlere aynı seviyede taşınmasını temel senaryomuzda varsaymıyoruz.**

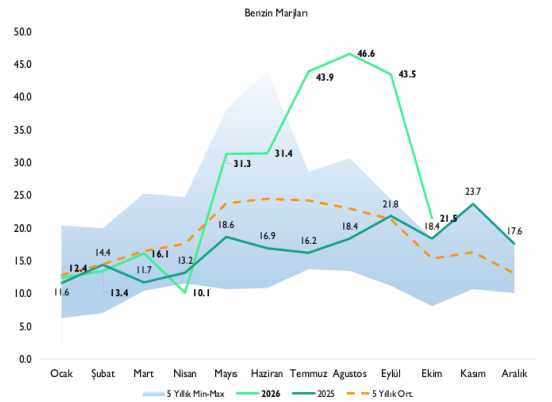
- **2026 net rafineri marjı beklentisi yeniden yukarı revize edildi…** Şirket yönetimi, güçlü 3Ç26 performansı ve ürün piyasalarındaki arz-talep dengesi doğrultusunda 2026 yılı net rafineri marjı beklentisini 13–15 dolar/varilden 20–22 dolar/varile yükseltti. Böylece şubat ayında açıklanan 6–7 dolar/varillik ilk tahmine kıyasla yıl içinde ikinci kez yukarı yönlü revizyona gidildi. Yönetim, %95–100 kapasite kullanımı, yaklaşık 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve 700 milyon dolar yatırım harcaması hedeflerini korudu. Dokuz aylık net rafineri marjının 23,0 dolar/varil seviyesinde gerçekleşmesine karşın yıllık hedefin 20–22 dolar/varilde tutulması, son çeyrekte rekor seviyelerden normalleşme beklendiğine işaret ediyor. **2027 yılına ilişkin görünümde ise Brent petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilimin sürmesi ve küresel talepteki yavaşlamanın ürün marjlarına yansıması halinde, rafineri sektöründe daha dar marjların öne çıkabileceğini değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda, 2026 yılında jeopolitik gelişmelerin desteğiyle oluşan yüksek rafineri marjlarının 2027'de daha sürdürülebilir seviyelere gerilemesini baz senaryomuz olarak öngörüyoruz.**

- **Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 390,20 TL'den 458,00 TL'ye revize ediyor, model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.** Hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü revizyonda, güncellenen makroekonomik varsayımlarımız ve değerleme modelimizin bir yıl ileri taşınmasının etkisi belirleyici oldu.

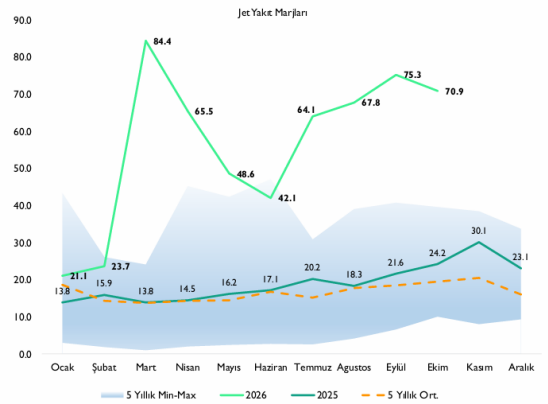
Grafik 1: Motorin (dolar/varil)



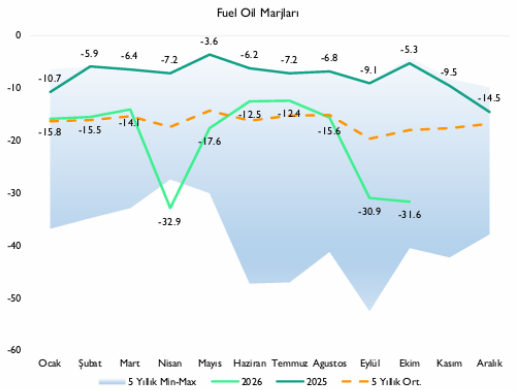
Grafik 2: Benzin (dolar/varil)



Grafik 3: Jet Yakıtı (dolar/varil)



Grafik 4: Fuel Oil (dolar/varil)



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Net Satışlar	**474,390**	**286,274**	**66**	**386,420**	**23**	**1,174,095**	**776,244**	**51**
Satışların Maliyeti (-)	380,536	255,579	49	325,383	17	991,429	701,222	41
Brüt Kar/Zarar	**93,854**	**30,695**	**206**	**61,037**	**54**	**182,666**	**75,021**	**143**
Faaliyet Giderleri (-)	9,855	9,549	3	11,137	-12	32,818	29,118	13
Esas Faaliyet Karı	**83,999**	**21,146**	**297**	**49,900**	**68**	**149,847**	**45,903**	**226**
Amortisman	4,734	4,524	5	4,443	7	14,100	13,555	4
FAVÖK	**88,733**	**25,670**	**246**	**54,343**	**63**	**163,948**	**59,458**	**176**
Diğ. Gelir/Gider (net)	-2,175	-1,524	a.d.	-3,066	a.d.	-5,711	-7,108	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	-1	-51	a.d.	-11	a.d.	-13	-3	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	5,989	1,201	399	2,334	157	7,407	305	2,330
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3,406	-595	a.d.	-812	a.d.	-7,045	-3,309	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**88,246**	**21,424**	**312**	**49,919**	**77**	**152,675**	**40,537**	**277**
Vergi	-19,201	-5,523	a.d.	-3,729	a.d.	-30,558	-11,987	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	369	123	199	312	18	817	239	242
Ana Ortaklık Net Kar	**68,677**	**15,778**	**335**	**45,878**	**50**	**121,301**	**28,311**	**328**

Karlılık	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	19.8%	10.7%	9.1bps	15.8%	4.0bps	15.6%	9.7%	5.9bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	17.7%	7.4%	10.3bps	12.9%	4.8bps	13%	6%	6.8bps
FAVÖK Marjı	**18.70%**	**8.97%**	**9.7bps**	**14.1%**	**4.6bps**	**14.0%**	**7.7%**	**6.3bps**
Vergi Oranı	-21.8%	-25.8%	a.d.	-7.5%	a.d.	-20%	-30%	a.d.
Net Kar Marjı	14.5%	5.51%	9.0bps	11.9%	2.6bps	10.3%	4%	6.7bps
***Net Borç**	**-204,101**	**-74,431**	**a.d.**	**-130,718**	**a.d.**	**-204,101**	**-74,431**	**a.d.**
Net Borç (USD)	-4,171	-1,793	a.d.	-2,807	a.d.	-4,171	-1,793	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-1.10	-0.68	a.d.	-0.93	a.d.	-1.10	-0.68	a.d.

Nakit Akım Tablosu	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	66,552	47,921	39	125,637	-47	206,291	63,770	223
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-10,640	-4,498	a.d.	-10,451	a.d.	-24,960	-16,503	a.d.
Serbest Nakit Akımı	**55,912**	**43,423**	**29**	**115,186**	**-51**	**181,331**	**47,267**	284
Gelirlere Oranı (%)	11.8%	15.2%	-3.4bps	30%	-18.0bps	15.4%	6.1%	9.4bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-10,713	-9,375	a.d.	-25,722	a.d.	-58,388	3,024	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	1,662	2,209	-25	2,356	-29	6,186	4,773	30
Net Nakit Değişimi	**46,861**	**36,257**	**29**	**91,821**	**-49**	**129,128**	**55,064**	**135**

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
YÖNETMEN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.