Tüpraş 3Ç26 Sonuçları

Tüpraş

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	**TUPRS TI**
Hisse Fiyatı (TL)	337,50
Fiili Dolaşım Oranı	49,04%
Piyasa Değeri (mn TL)	650.294
Piyasa Değeri (mn $)	12.967
BIST-100 Endeks Ağırlığı	9,01%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	7,31%
Emeklilik Fonları Oranı	7,4%
Yatırım Fonları Oranı	6,7%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 06/11/2026 itibarıyla

Finansal Veriler

(mlr TL)	**3Ç25**	**3Ç26**	**9A25**	**9A26**
Gelirler	286,3	474,4	776,2	1.174,1
Brüt Kâr	30,7	93,9	75,0	182,7
Brüt Kâr Marjı	10,7%	19,8%	9,7%	15,6%
FAVÖK	26,7	89,5	61,9	166,9
FAVÖK Marjı	9,3%	18,9%	8,0%	14,2%
Net Kâr	15,8	68,7	28,3	121,3
Net Kâr Marjı	5,5%	14,5%	3,6%	10,3%

Kaynak: Şirket sunumu (FAVÖK şirket tanımı). TMS 29, Eylül 2026 TL.

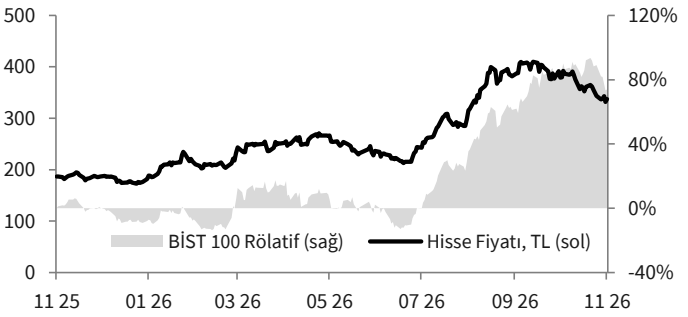
Piyasa Çarpanları	**2024**	**2025**	**Son**
F/K	14,9	12,0	5,0
PD/DD	0,97	0,98	1,24
FD/FAVÖK	4,32	4,81	2,46

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma (2024-25).

Ortaklık Yapısı	**Hisse Sayısı (milyon)**	**Oran**
Enerji Yatırımları	894,0	46,4%
Koç Holding	71,3	3,7%
Diğer	961,5	49,9%
Toplam	**1.926,8**	**100,0%**

Kaynak: Matriks

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Matriks. Fiyatlar temettüye göre düzeltilmiştir.

	1a	**3a**	**6a**	**1y**
Nominal	-11,0%	6,9%	26,8%	80,4%
Rölatif	-4,1%	28,4%	64,7%	74,0%
Ort.İşl.Hacmi (mn$)	121,1	190,6	164,1	159,1

Kaynak: BİST, Matriks

Tüpraş **(TUPRS)**, 3Ç26'da;

- yıllık %66 artışla 474,4 milyar TL ciro,
- yıllık %236 artışla 89,5 milyar TL FAVÖK ve
- yıllık %335 artışla 68,7 milyar TL ana ortaklık net kârı açıkladı.

Net rafineri marjının (NRM) 3Ç25'teki 9,7 $/v'den 36,3 $/v ile rekor seviyeye çıkması ve şirketin bu ortamı kapasitesinin üzerinde çalışarak değerlendirmesi kârı katladı. Ciro piyasa beklentisinin %13, FAVÖK %8, net kâr %14 üzerinde gerçekleşti. Stok etkisi hariç FAVÖK 87,3 milyar TL ile yıllık 3,2 katına çıkarak artışın stok kazancından değil operasyonel marjlardan geldiğini gösterdi.

Çeyreklik ivme de güçlü. 2Ç26'ya göre ciro %16, FAVÖK %53, net kâr %42 artarken NRM 21,4 $/v'den 36,3 $/v'ye yükseldi. Böylece 9A26 FAVÖK'ü 166,9 milyar TL ile geçen yılın 2,7 katına, net kâr 121,3 milyar TL ile 4,3 katına ulaştı.

Kapasitenin üzerinde çalışıldı, yurt içi satışlar rekor kırdı. Kapasite kullanımı son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesi olan %106'ya çıkarken (3Ç25: %100) üretim 7,2 milyon tondan 7,6 milyon tona yükseldi ve beyaz ürün verimi %82'de korundu. Toplam satışlar %10 artışla 8,8 milyon tona, yurt içi satışlar ise %13 artışla 7,9 milyon tonluk tarihi zirveye ulaştı; benzin ve motorin satışları ürün arzının sıkı olduğu bir dönemde tüm zamanların en yüksek seviyesini gördü.

Marj genişlemesi tüm kâr kalemlerine yansıdı. Brüt marj %10,7'den %19,8'e, FAVÖK marjı %9,3'ten %18,9'a yükseldi. Artan net nakit pozisyonuyla net finansman geliri 1,8 milyar TL'den 9,4 milyar TL'ye çıkarken 3,4 milyar TL'lik parasal kayıp bu katkıyı kısmen sınırladı ve net kâr marjı %14,5 oldu.

Nakit yaratımı bilançoyu güçlendirdi. 9A26'da 3,6 milyar $ serbest nakit akışı yaratılırken net nakit 2025 sonundaki 56,5 milyar TL'den 165,4 milyar TL'ye yükseldi (net borç/FAVÖK: -0,9x). İşletme sermayesi -23,9 milyar TL'de kalırken 9A26 yatırım harcaması 532 milyon $ ile yıllık ~700 milyon $'lık planla uyumlu seyretti. Şirket 2 Ekim'de 2025 kâr payının ikinci taksiti olarak hisse başına brüt 6,75 TL ödedi; bu nakit gücünün hissedar getirilerini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Yenilenebilir enerji yatırımları takvimde. Sıfır karbonlu elektrik üretiminden satışlar yıllık %43 artışla 492 GWs'e ulaşırken 105 MW'lık Büyükkışla RES ve 204,9 MW'lık Romanya GES projeleri planlanan takvime uygun ilerliyor.

Ana ortak payını azalttı. Koç Holding ve Temel Ticaret Eylül başında toplam 16,0 milyon payı (%0,8) hisse başına 384,50 TL'den sattı. Koç Holding ve Enerji Yatırımları'nın doğrudan payı %50,1'e inerken yönetim kontrolü değişmedi.

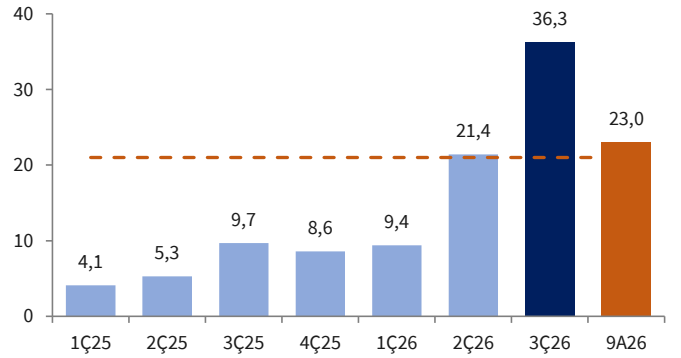
Orta distilat marjları üç katına çıktı

Rusya'da rafinaj kapasitesinin yaklaşık yarısının devre dışı kalması, Orta Doğu'daki kesintiler ve düşük küresel stoklar güçlü mevsimsel taleple birleşince ürün arzı daraldı. Tablo 1'de görüldüğü üzere motorin ve jet yakıtı marjları yıllık bazda üç katın üzerine, benzin marjı iki katın üzerine çıkarken yalnızca yüksek kükürtlü fuel oil (YKFO) marjı arz fazlası nedeniyle geriledi. Ağır ham petrol fiyat farkları 2Ç'deki zirveden gerilese de navlun ve sigorta maliyetleri yüksek kaldı.

Tablo 1: Ürün marjları ($/v)	3Ç25	2Ç26	3Ç26	Yıllık değişim
Net rafineri marjı	9,7	21,4	36,3	*+26,6*
Motorin	25,0	49,3	81,3	*+56,3*
Jet yakıtı	20,1	52,0	69,1	*+49,0*
Benzin	18,8	24,3	44,6	*+25,8*
YKFO	-7,7	-21,0	-19,6	*-11,9*

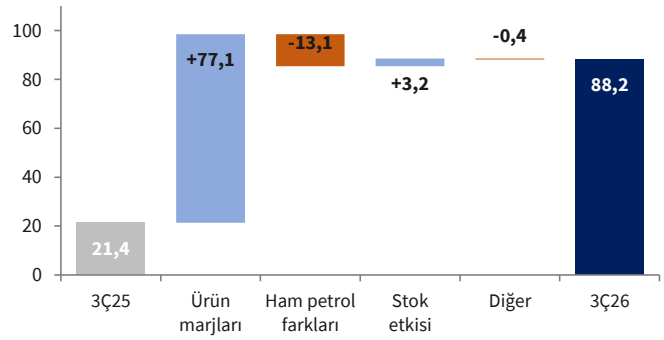
Kaynak: Şirket sunumları.

Şekil 1: Çeyreklik net rafineri marjı ($/v)



Kaynak: Şirket sunumu. Kesikli çizgi: 2026 NRM beklentisinin orta noktası.

Şekil 2: 3Ç25'ten 3Ç26'ya VÖK köprüsü (milyar TL)



Kaynak: Şirket sunumu. Diğer: enerji maliyetleri, faaliyet giderleri ve diğer.

Marj katkısı ham petrol maliyetini fazlasıyla karşıladı

Şekil 2'deki köprüye göre ürün marjlarının 77,1 milyar TL'lik katkısı, VÖK'teki 66,8 milyar TL'lik yıllık artışın tamamını tek başına açıklıyor. Ham petrol ve ara ürün fiyat farkları 13,1 milyar TL'lik olumsuz etki yaratırken stok etkisi 3,2 milyar TL ile sınırlı kaldı; diğer kalemlerin net etkisi ise yatay oldu.

NRM beklentisi ikinci kez yükseltildi, ancak 4Ç26 için temkinli

Yönetim 2026 NRM beklentisini Ağustos'taki 13-15 $/v'den 20-22 $/v'ye yükseltirken (yılbaşı beklentisi: 6-7 $/v) operasyonel hedefleri korudu (Tablo 2). 9A26'da gerçekleşen 23,0 $/v ile birlikte bu beklenti, eşit işleme hacmi varsayımıyla 4Ç26'da NRM'nin 11-19 $/v aralığına gerilemesini ima ediyor. Yönetim bu temkini AB stoklarının piyasaya arzı, Rusya'nın motorin ihracatı ve düşük sezon talebiyle açıklıyor; İzmit'teki FCC ve Platformer ünitelerinde 6-8 haftalık bakımlar da bu çeyrekte yapılacak.

Tablo 2: 2026 beklentileri	Ağustos 2026	Kasım 2026	9A26 gerçekleşen
Net rafineri marjı ($/v)	13-15	20-22	23,0
Kapasite kullanımı	%95-100	%95-100	%98,8
Üretim / satış (milyon ton)	~29 / ~30	~29 / ~30	21,3 / 24,0
Konsolide yatırım (milyon $)	~700	~700	532

Kaynak: KAP, şirket sunumları. NRM, TMS 29'a tabi unsurlar hariç hesaplanmaktadır.

Genel Değerlendirme

3Ç26 sonuçlarını **pozitif** değerlendiriyoruz. Rekor rafineri marjı, kapasitenin üzerinde çalışma ve rekor yurt içi satışlar kârı katlarken güçlü nakit yaratımı net nakit pozisyonunu yaklaşık üç katına çıkardı. Yükseltilen NRM beklentisi 4Ç26 için hâlâ temkinli bir varsayım içeriyor. Son bir ayda %11 gerileyen hissede sonuçların olumlu karşılanmasını bekliyoruz.

PhillipCapital Araştırma
arastirma.@phillip.com.tr

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir.

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. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. 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 PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.