Tüpraş

Beklentilerin üzerinde sonuçlar…

Osman Furkan Özdemir
Analist
oozdemir@sekeryatirim.com

Tüpraş enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 3Ç26'da 68.677 mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Açıklanan net kâr, beklentimiz olan 59.878 mn TL'nin %14,7, piyasa medyan beklentisi olan 60.406 mn TL'nin ise %13,7 üzerinde gerçekleşti. Ana ortaklık net kârı yıllık bazda %335,3 arttı. Operasyonel kârlılık beklentimizle uyumlu gerçekleşirken, net kârdaki pozitif sapma ağırlıklı olarak finansman ve vergi kalemlerinden kaynaklandı. Net finansman geliri 9.395 mn TL'ye ulaşırken, 3.406 mn TL'lik net parasal kayıp net kârı kısmen baskıladı.

Şirket'in 3Ç26 dönemine ilişkin FAVÖK rakamı 88.733 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Açıklanan rakam, beklentimiz olan 89.286 mn TL'nin %0,6 altında, piyasa medyanı olan 85.162 mn TL'nin ise %4,2 üzerinde oluştu. FAVÖK yıllık bazda %245,7 artarken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %9,0 seviyesinden 3Ç26'da %18,7'ye yükseldi. FAVÖK artışının ana belirleyicisi, net rafineri marjının 36,3 ABD doları/varil ile rekor seviyeye ulaşması oldu. Şirket'in vergi öncesi kâr köprüsüne göre ürün marjlarındaki iyileşme yıllık bazda 77.106 mn TL katkı sağlarken, ham petrol ve ara ürün fiyat farkları 13.102 mn TL ve enerji maliyetleri 850 mn TL olumsuz etki yarattı. %106 kapasite kullanım oranı ve 8,8 mn tonluk rekor satış hacmi güçlü marj ortamının finansallara yansımasını sağladı. Şirket tanımına göre FAVÖK rakamı 89.539 mn TL olurken, 2.195 mn TL'lik pozitif stok etkisinin sınırlı kalması (stok etkisinden arındırılmış FAVÖK: 87.344 mn TL) kârlılık artışının esas olarak operasyonel kaynaklı olduğunu gösterdi.

Tüpraş'ın 3Ç26 net satış gelirleri 474.390 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Şirket'in net satış geliri Şeker Yatırım beklentimiz olan 455.748 mn TL'nin %4,1, piyasa medyanı olan 430.868 mn TL'nin ise %10,1 üzerinde gerçekleşti. Şirket'in satış gelirleri 3Ç26'da yıllık bazda %65,7 artış gösterdi. Net satış gelirlerindeki artışta yüksek ürün fiyatları ile satış hacminin yıllık %10 artarak 8,8 mn tona ulaşması belirleyici oldu. Yurt içi satışlar motorin ve benzin satışlarındaki artışla yıllık %13 yükselerek 7,9 mn tonla tarihi zirveye ulaştı.

AL
Hedef Fiyat: 395,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 395,00 TL
Kazandırma Potansiyeli: %17

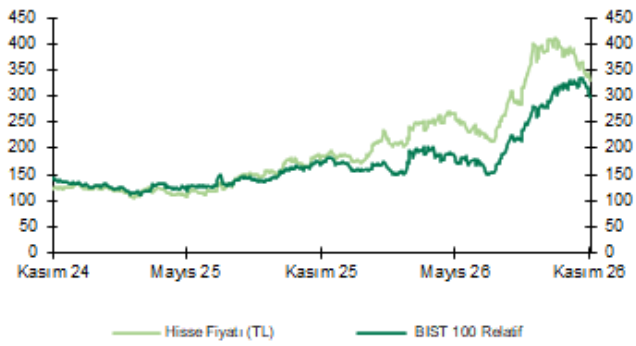
	TL	US$
Fiyat	337,50	6,75
BİST 100	11.483	230
US$ (MB Alış):	50,07	
52 Hafta Yüksek:	409,90	8,46
52 Hafta Düşük:	172,79	4,03
Bloomberg/Reuters Kodu:	TUPRS.TI /TUPRS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.926,8	
	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	650.294	13.010
Halka Açık PD (TL Mn):	318.644	6.375

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-11,0	80,4	93,9
US$ Getiri (%):	-12,6	51,8	66,4
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	-4,1	74,0	90,2
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	7.231,47		
Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	157,94		

Beta	0,60
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,38
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,24

Ortaklık Yapısı	%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46,40
Koç Holding A.Ş.	6,35
Koç Ailesi Tarafından Sahip Olunan Şirketler	0,47
Halka Açık Kısım	46,78
Toplam	100,00



Operasyonel görünüm… Tüpraş'ın net rafineri marjı 3Ç26'da 36,3 ABD doları/varil ile 3Ç25'teki 9,7 ABD doları/varil ve 2Ç26'daki 21,4 ABD doları/varil seviyelerinin belirgin üzerinde gerçekleşti. Rusya'nın rafinaj kapasitesinin yaklaşık yarısının devre dışı kalması, ürün ihracat kısıtlamaları ve Orta Doğu kaynaklı arz kesintileri orta distilat piyasasını sıkılaştırdı. Bu çerçevede motorin marjı 2Ç26'daki 49,3 ABD doları/varilden 81,3 ABD doları/varile, jet yakıtı marjı 52,0 ABD doları/varilden 69,1 ABD doları/varile, benzin marjı ise 24,3 ABD doları/varilden 44,6 ABD doları/varile yükseldi. YKFO marjı -19,6 ABD doları/varil ile negatif seyrini sürdürdü. Ağır ham petrol fiyat farkları 2Ç26'daki yüksek seviyelerinden gerilese de navlun ve sigorta maliyetlerinin yüksek kalması ve yıllık bazdaki olumsuz fark marj katkısını kısmen sınırladı.

Şirket 3Ç26'da %106 kapasite kullanım oranıyla (son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesi) 7,6 mn ton üretim ve 8,8 mn ton satış gerçekleştirdi; beyaz ürün verimi %82 oldu. 9A26'da kapasite kullanım oranı %98,8, üretim 21,3 mn ton ve satış hacmi 24,0 mn ton seviyesinde gerçekleşti.

Nakit akışı ve bilanço… Şirket tanımına göre 9A26'da serbest nakit akışı 3.601 mn ABD doları, yatırım harcamaları ise 532 mn ABD doları seviyesinde gerçekleşti. 30 Eylül 2026 itibarıyla net nakit pozisyonu Haziran sonundaki 130,7 mlr TL'den 165,4 mlr TL'ye yükselirken, işletme sermayesi ihtiyacı -35,5 mlr TL oldu.

Şirket 2026 Beklentileri... Şirket, 2026 net rafineri marjı beklentisini 13–15 ABD doları/varilden 20–22 ABD doları/varile yükseltirken, diğer operasyonel hedeflerini korudu. 9A26'da gerçekleşen 23,0 ABD doları/varillik marj dikkate alındığında, yeni beklenti 4Ç26'da marjlarda normalleşmeye işaret etmektedir.

Genel olarak 3Ç26 sonuçlarını olumlu değerlendiriyoruz. Rekor net rafineri marjı, yüksek kapasite kullanımı ve rekor satış hacmi operasyonel performansı desteklerken, net kârdaki beklenti üstü gerçekleşmede finansman geliri ve vergi kalemi belirleyici oldu. 3Ç26 marjlarının önemli bölümü geçici arz kesintilerinden kaynaklandığından, önümüzdeki dönemde crack marjlarındaki normalleşmenin hızı temel izleme konusu olacaktır. Güçlü nakit yaratımı ve 165 mlr TL'yi aşan net nakit pozisyonu ise temettü ve yatırım kapasitesini desteklemektedir.

3Ç26 finansalları sonrası, Tüpraş için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 395,00 TL'de koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %17 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	9A25	9A26	Yıllık	3Ç25	3Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	**776.244**	**1.174.095**	**51,3%**	**286.274**	**474.390**	**65,7%**
Brüt Kar	**75.021**	**182.666**	**143,5%**	**30.695**	**93.854**	**205,8%**
Brüt Kar Marjı	*9,7%*	*15,6%*		*10,7%*	*19,8%*	
Operasyonel Kar	**45.903**	**149.847**	**226,4%**	**21.146**	**83.999**	**297,2%**
Operasyonel Kar Marjı	*5,9%*	*12,8%*		*7,4%*	*17,7%*	
FAVÖK	**59.458**	**163.948**	**175,7%**	**25.670**	**88.733**	**245,7%**
FAVÖK Marjı	*7,7%*	*14,0%*		*9,0%*	*18,7%*	
Net Kar	**28.311**	**121.301**	**328,5%**	**15.778**	**68.677**	**335,3%**
Net Kar Marjı	*3,6%*	*10,3%*		*5,5%*	*14,5%*	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/09K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	368.289	378.076	3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12.593	11.630	(8)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	60.496	64.391	6
Ticari Alacaklar	65.581	127.700	95
Hazır Değerler	133.314	255.498	92
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	95.651	134.787	41
Toplam Aktifler	**735.924**	**972.083**	**32**
Uzun Vadeli Borçlar	35.342	40.960	16
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	29.797	24.968	(16)
Kısa Vadeli Borçlar	27.127	10.437	(62)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	131.171	255.540	95
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	52.728	109.353	107
Toplam Yükümlülükler	276.165	441.257	60
Toplam Özsermaye	459.759	530.826	15
Toplam Pasifler	**735.924**	**972.083**	**32**

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/09K	2026/09K	%Değ
Net Satışlar	776.244	1.174.095	51
SMM	701.222	991.429	41
Brüt Kâr	75.021	182.666	143
Faaliyet Giderleri	29.118	32.818	13
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	38.795	144.137	272
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	(7.108)	(5.711)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(3)	(13)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	3.614	14.452	300
Parasal Kazanç/Kayıp	(3.309)	(7.045)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar	1.441	1.145	(21)
Vergi Öncesi Kâr	**40.537**	**152.675**	**277**
Vergi	11.987	30.558	155
Net Kâr/(Zarar)	**28.550**	**122.118**	**328**
Azınlık Payları	239	817	242
Ana Ortaklık Payları	28.311	121.301	328,5

TUPRS *Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım*

UYARI NOTU:

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 yorum ve tavsiyeler ise 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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com