TÜPRAŞ 3Ç2026 Sonuçları

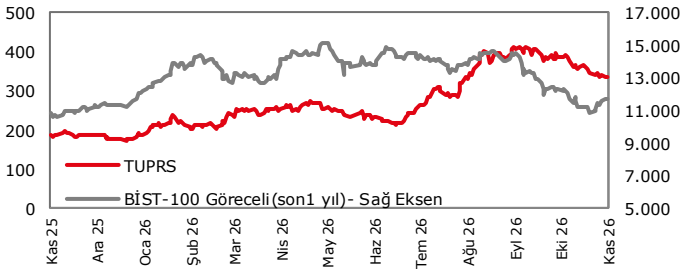
AYLİN KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

"Tüpraş Rekor Rafineri Marjlarının Desteğiyle 3Ç2026'da 68,7 Milyar TL Ana Ortaklık Net Dönem Karı Açıkladı..."

Öneri "AL"
Hedef Hisse Fiyatı : 490,00TL

Reuters/Bloomberg			TUPRS.IS/TUPRS.TI
Sektör			Petrokimya
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler			XU030, XU050, XU100
İşlem Gördüğü Pazar			Yıldız Pazar
Fiyat		331,25 TL	6,61 USD
BİST 100		11.662 TL	233 USD
TL/$ (TCMB Alış)			*50,0878*
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl		172,79 TL	409,90 TL
Hisse Adedi (mn)			1.927
P. Değeri (mn TL)			638.251
Net Borç (mn TL)			-204.101
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı			49,0%
Halka Açıklık			49,0%
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı			39,1%
Yerli Yatırımcı Takas Oranı			60,9%
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-14,2%	-0,8%	78,5%
BİST-100	-4,9%	-15,6%	8,1%
BİST-100 Göreceli	-9,8%	17,5%	65,2%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)			4.364,63
(mn TL)	3Ç2025	3Ç2026	% Değ.
Net Satış	286.274	474.390	65,7%
Brüt Kar	30.695	93.854	205,8%
Faaliyet Karı /Zararı	19.623	81.824	a.d.
A. Ort. Net Kar / Zar	15.778	68.677	a.d.
		F/K	FD/FAVÖK
TUPRS		4,9	2,4
BİST-100		9,9	a.d.
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)		4,1	3,9
Ortaklık Yapısı			Pay Oranı
Diğer			49,9%
Enerji Yatırımları			46,4%
Koç Holding			3,7%

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 10.11.2026 verileri kullanılmıştır.

Tüpraş'ın 3Ç2026 ana ortaklık net dönem karı 68.677mn TL'ye yükselirken, bu rakam ortalama piyasa beklentisi olan 60.503mn TL'nin ve bizim beklentimiz olan 62.225mn TL'nin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmiştir.

Satış gelirleri, satış hacmindeki yıllık %10'luk artışın ve Brent petrol fiyatlarının yüksek seyretmesinin etkisiyle yıllık %65,7 artarak 474,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir (piyasa beklentisi: 430,0 milyar TL). Ürün marjlarındaki belirgin genişleme ve %106'lık rekor kapasite kullanımının desteğiyle brüt kar marjı 9,1 puan iyileşerek %19,8 seviyesine ulaşmıştır. Operasyonel giderler aynı dönemde %3,2 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 2.175mn TL net gider (3Ç2025: 1.524mn TL net gider) kaydedilmiştir. Bu çerçevede faaliyet karı 81,8 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Şirket'in üçüncü çeyrek FAVÖK'ü ise 88,7 milyar TL olarak kaydedilmiştir (piyasa beklentisi: 84,4 milyar TL). FAVÖK marjı %18,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Stok etkisi hariç FAVÖK ise 87,3 milyar TL olmuştur.

Net rafineri marjı, 3Ç2026'da 36,3$/varil ile rekor seviyeye ulaşmış ve geçen yılın aynı dönemindeki 9,7$/varil seviyesine göre 26,6$/varil artış kaydetmiştir. Şirket ayrıca %106 kapasite kullanım oranı ile 7,6mn ton üretim ve yıllık %10 artışla 8,8mn ton satış gerçekleştirmiştir. Rusya ve Orta Doğu'daki rafineri kesintilerinin ürün arzını kısıtlaması ve düşük stok seviyeleri, ürün marjlarının tarihsel ortalamaların belirgin şekilde üzerinde seyretmesini desteklemiştir. Finansman tarafında 9.395mn TL net gelir kaydedilirken, net parasal kayıp ise geçen yılın aynı dönemindeki 595mn TL'den 3.406mn TL'ye yükselmiştir. 19.201mn TL vergi gideri sonrasında ana ortaklık net dönem karı 68,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

3Ç2026 karıyla birlikte şirketin 2026 yılı ilk dokuz aylık ana ortaklık net dönem karı 121,3 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Geçen yılın aynı döneminde şirket 28.311mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştı.

Tüpraş'ın hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki güncellemelere bağlı olarak, 430,00TL'den **490,00TL'ye** yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	3Ç25	3Ç26	3Ç26-3Ç25 %Değ.	9A2025	9A2026	%Değ.
SATIŞLAR	**286.274**	**474.390**	**65,7%**	**776.244**	**1.174.095**	**51,3%**
Satışların Maliyeti (-)	255.579	380.536	48,9%	701.222	991.429	41,4%
BRÜT KAR/ZARAR	**30.695**	**93.854**	**205,8%**	**75.021**	**182.666**	**143,5%**
Operasyonel giderler	**9.549**	**9.855**	**3,2%**	**29.118**	**32.818**	**12,7%**
Genel Yönetim Giderleri (-)	6.211	6.796	9,4%	19.133	21.452	12,1%
Pazarlama Giderleri (-)	3.168	2.927	-7,6%	9.514	10.867	14,2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	170	132	-22,4%	471	500	6,2%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	**21.146**	**83.999**	**297,2%**	**45.903**	**149.847**	**226,4%**
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-1.524	-2.175	a.d.	-7.108	-5.711	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	**19.623**	**81.824**	**a.d.**	**38.795**	**144.137**	**271,5%**
FAVÖK	**25.670**	**88.733**	**245,7%**	**59.458**	**163.948**	**175,7%**
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-51	-1	a.d.	-3	-13	a.d.
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Payları	651	435	-33,3%	1.441	1.145	-20,5%
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	**20.223**	**82.257**	**a.d.**	**40.232**	**145.269**	**261,1%**
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	1.795	9.395	a.d.	3.614	14.452	299,9%
Net Parasal Pozisyon Kazanç (Kayıp)	-595	-3.406	a.d.	-3.309	-7.045	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**21.424**	**88.246**	**a.d.**	**40.537**	**152.675**	**276,6%**
Vergi Gideri/Geliri (-)	5.523	19.201	247,7%	11.987	30.558	154,9%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	**15.901**	**69.045**	**a.d.**	**28.550**	**122.118**	**a.d.**
Kontrol gücü olmayan paylar	123	369	199,2%	239	817	242,4%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı / Zararı	**15.778**	**68.677**	**a.d.**	**28.311**	**121.301**	**a.d.**
FİNANSAL ORANLAR	**3Ç25**	**3Ç26**	**%Değ.**	**9A2025**	**9A2026**	
Brüt Kar Marjı	10,7%	19,8%	9,1%	9,7%	15,6%	5,9%
Faaliyet Kar Marjı	6,9%	17,2%	10,4%	5,0%	12,3%	7,3%
FAVÖK Marjı	9,0%	18,7%	9,7%	7,7%	14,0%	6,3%
Net Kar Marjı	5,6%	14,6%	9,0%	3,7%	10,4%	6,7%

Kaynak: *Tüpraş, Ziraat Yatırım*

Tüpraş'ın satış miktarı üçüncü çeyrekte 8,8mn tona yükseldi...

Şirket'in toplam satış miktarı, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık %10,3 artışla 8,8mn tona yükselmiştir. Yurt içi satışlar yıllık %13,5 artarak 7,9mn tona ulaşırken, ihracat satışları %11,9 azalarak 0,9mn tona gerilemiştir. Ürün bazında toplam motorin satışları yıllık %15,1 artışla 3,5mn tona, benzin satışları ise %9,7 artışla 1,9mn tona yükselmiştir. Jet yakıtı satışları ise %3 azalışla 1,3mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

SATIŞ (000 ton)	3Ç25	3Ç26	3Ç26-3Ç25 %Değ.	9A2025	9A2026	Değ.%
LPG	190	217	14%	563	619	10%
Nafta	0	3	a.d	0	47	a.d
Benzin	1.750	1.920	10%	4.730	5.111	8%
Jet Yakıtı	1.359	1.318	-3%	3.678	4.026	9%
Dizel	3.000	3.454	15%	8.364	9.131	9%
Fuel Oil	246	228	-7%	1.163	1.087	-7%
Diğer	1.410	1.634	16%	3.424	4.005	17%
TOPLAM	7.955	8.774	10,3%	21.923	24.026	9,6%
T. İhracat*	997	878	-12%	4.489	4.775	6%
T.Yurt İçi Satış	6.958	7.896	13%	17.433	19.250	10%

Kaynak: *Tüpraş, *Transfer dahil*

Tüpraş'ın 3Ç2026 kapasite kullanım oranı %97,9...

Tüpraş, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık %5,8 artışla 7,6mn ton üretim gerçekleştirirken, kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı dönemindeki %91 seviyesine göre ise 6,9 puan artış kaydetmiştir. Küresel petrol ürünleri arzındaki sıkışıklık ve güçlü ürün marjlarının etkisiyle üretimin yüksek seviyede tutulması, kapasite kullanım oranının son yılların en yüksek çeyreklik seviyesine ulaşmasını sağlamıştır. Yüksek kapasite kullanımı operasyonel karlılığı desteklemiştir.

ÜRETİM (000 ton)	3Ç25	3Ç26	3Ç26-3Ç25 %Değ.	9A2025	9A2026	Değ.%
LPG	228	256	12%	642	715	11%
Nafta	-20	12	a.d	1	20	a.d
Benzin	1.655	1.739	5%	4.542	4.866	7%
Jet Yakıtı	1.350	1.235	-8%	3.715	3.936	6%
Dizel	2.606	2.926	12%	7.380	7.823	6%
Fuel Oil	177	99	-44%	778	687	-12%
Asfalt	907	977	8%	2.018	2.129	6%
Diğer	302	375	24%	1.072	1.077	0%
TOPLAM	7.206	7.620	5,8%	20.147	21.253	5,5%

Kaynak: *Tüpraş,*

Ürün marjlarında belirgin artış görülmüştür...

Orta Doğu'da devam eden jeopolitik gerilimler, Rusya kaynaklı ihracat kısıtlamaları ve küresel rafineri duruşlarının yol açtığı arz sıkışıklığı, 3Ç2026'da ürün marjlarını desteklemeye devam etmiştir. Bu gelişmelerin etkisiyle motorin marjı 3Ç2025'teki 25 USD/varil seviyesinden 81,3 USD/varile yükselirken, jet yakıtı marjı rafineri kesintileri ve güçlü mevsimsel talebin etkisiyle 20,1 USD/varilden 69,1 USD/varile çıkarak tarihsel ortalamaların belirgin şekilde üzerine ulaşmıştır. Benzin marjı ise güçlü yaz dönemi talebi, düşük stok seviyeleri ve sıkılaşan arz koşullarının desteğiyle 18,8 USD/varilden 44,6 USD/varile yükselmiştir. Buna karşın, yüksek kükürtlü fuel oil marjı arz fazlası ve zayıf talebin etkisiyle geçen yılın aynı dönemindeki -7,7 USD/varilden -19,6 USD/varile gerilemiştir. Güçlü ürün marjlarının katkısıyla Tüpraş'ın net rafineri marjı 3Ç2026'da 36,3 USD/varile ulaşarak rekor seviyede gerçekleşmiş ve operasyonel karlılığı desteklemiştir.

Tüpraş, güçlü üçüncü çeyrek performansının ardından 2026 yılı beklentilerini yeniden güncelleyerek net rafineri marjı beklentisini 13-15$/varilden 20-22$/varil seviyesine yükseltmiştir. Şirket; %95-100 kapasite kullanımı, yaklaşık 29mn ton üretim, 30mn ton satış ve yaklaşık 700mn USD yatırım harcaması beklentilerini ise korumuştur.

Şirket'in net nakit pozisyonu 2025 sonundaki 70,8 milyar TL seviyesinden 204 milyar TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in bu yıl 152,5 milyar TL kar kaydetmesini bekliyoruz...

Tüpraş'la ilgili beklentilerimizi 2026 yılının 9 aylık gerçekleşmelerinin ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2026 yılsonu satış gelirleri tahminimiz 1.424.395mn TL iken, FAVÖK marjı tahminimiz de %14,1 seviyesindedir. Ek olarak, Şirket'in bu yıl 152.452mn TL net kar kaydetmesini bekliyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2026T	2027T
Satış Gelirleri	1.424.395	1.356.486
FAVÖK	200.282	178.657
Net Kar	152.452	129.882
FAVÖK Marjı	14,1%	13,2%
Net Kar Marjı	10,7%	9,6%

Kaynak: *Ziraat Yatırım*
T: *Tahmin*

Tüpraş için hedef hisse fiyatını 490,00TL olarak güncelliyor ve "AL" önerimizi koruyoruz...

Tüpraş'ın tahmini değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak, **944.133mn TL**'ye; hedef hisse fiyatını da 430,00TL'den **490,00TL**'ye yükseltiyoruz. Tüpraş hisselerinin güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %32,4 oranında iskontoyla işlem görmesine bağlı olarak da daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%1 büyüme)	935.752
*Benzer Şirket Karşılaştırması	(2026T F/K 5,4x, FD/FAVÖK 4,4x) (2027T F/K 5,9x, FD/FAVÖK 5,6x)	977.654
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	944.133
Hedef Hisse Fiyatı		**490,00**
**Tüpraş Hisse Fiyatı		331,25
İskonto Oranı		32,4%

Kaynak: *Bloomberg, **10.11.2026 kapanış fiyatı*

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2024	2025	%Değ	9A2025	9A2026	%Değ
DÖNEN VARLIKLAR	**242.924**	**294.546**	**21,3%**	**269.993**	**517.985**	**91,9%**
Nakit ve Nakit Benzerleri	96.251	133.314	38,5%	117.091	255.498	118,2%
Ticari Alacaklar	48.524	65.581	35,2%	55.573	127.700	129,8%
Diğer Alacaklar	250	776	211,2%	690	831	20,4%
Stoklar	78.899	77.257	-2,1%	62.563	103.906	66,1%
Diğer Dönen Varlıklar	19.001	17.617	-7,3%	34.076	30.051	-11,8%
DURAN VARLIKLAR	**351.493**	**441.378**	**25,6%**	**340.148**	**454.098**	**33,5%**
Finansal Yatırımlar	842	1.237	46,9%	827	1.249	51,0%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	17.086	21.719	27,1%	16.524	21.364	29,3%
Maddi Duran Varlıklar	296.026	368.289	24,4%	285.545	378.076	32,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.971	12.593	58,0%	9.373	11.630	24,1%
Diğer Duran Varlıklar	29.568	37.540	27,0%	27.878	41.779	49,9%
TOPLAM AKTİFLER	**594.417**	**735.924**	**23,8%**	**610.140**	**972.083**	**59,3%**
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**194.726**	**211.026**	**8,4%**	**214.108**	**375.329**	**75,3%**
Finansal Borçlar	4.934	11.135	125,7%	1.790	5.197	190,4%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.917	15.992	131,2%	12.771	5.240	-59,0%
Ticari Borçlar	135.971	131.171	-3,5%	126.009	255.540	102,8%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	46.904	52.728	12,4%	73.539	109.353	48,7%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**25.015**	**65.139**	**160,4%**	**47.577**	**65.928**	**38,6%**
Finansal Borçlar	13.004	35.342	171,8%	28.100	40.960	45,8%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	12.012	29.797	148,1%	19.477	24.968	28,2%
ÖZSERMAYE	**374.675**	**459.759**	**22,7%**	**348.455**	**530.826**	**52,3%**
Ödenmiş Sermaye	1.927	1.927	0,0%	1.927	1.927	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	242.653	292.534	20,6%	225.493	292.202	29,6%
Net Dönem Karı/Zararı	23.973	36.702	53,1%	21.823	121.301	a.d.
Diğer	100.844	121.474	20,5%	93.879	107.459	14,5%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5.278	7.122	34,9%	5.334	7.937	48,8%
TOPLAM PASİFLER	**594.417**	**735.924**	**23,8%**	**610.140**	**972.083**	**59,3%**
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	**2024**	**2025**	**%Değ**	**9A2025**	**9A2026**	**%Değ**
SATIŞLAR	**1.060.730**	**830.356**	**-21,7%**	**776.244**	**1.174.095**	**51,3%**
Satışların Maliyeti (-)	971.684	749.124	-22,9%	701.222	991.429	41,4%
BRÜT KAR/ZARAR	**89.046**	**81.232**	**-8,8%**	**75.021**	**182.666**	**143,5%**
Genel Yönetim Giderleri (-)	21.800	22.373	2,6%	19.133	21.452	12,1%
Pazarlama Giderleri (-)	13.045	10.915	-16,3%	9.514	10.867	14,2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	419,8	497,4	18,5%	471	500	6,2%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-7.039	-5.800	a.d.	-7.108	-5.711	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	**46.741**	**41.647**	**-10,9%**	**38.795**	**144.137**	**271,5%**
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-20	16	a.d.	-3	-13	a.d.
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	12.031	4.309	-64,2%	3.614	14.452	299,9%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	1.888	1.272	-32,6%	1.441	1.145	-20,5%
Net parasal Poz. Kazanç./Kayıpları	-19.088	-3.476	a.d.	-3.309	-7.045	a.d.
Vergi Gideri/Geliri (-)	16.639	13.896	-16,5%	11.987	30.558	154,9%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	24.914	29.873	19,9%	28.550	122.118	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	**23.973**	**29.523**	**23,2%**	**28.311**	**121.301**	**a.d.**

a.d: anlamlı değil, Tüpraş

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları					
(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)					
AL	: %20,01 ve üzeri iskonto	**EKLE**	: %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto	**TUT**	: %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT	: %-10,01 ile %-20,00 arlığında iskonto	**SAT**	: %-20,01 ve üzeri iskonto	**İZLE**	: Nötr

Uyarı Notu: 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri