Hisse Senedi / Büyük Şirket / Petrol

Tüpraş

09/11/2026

2026 3.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 41%

Operasyonel performans beklentilere büyük ölçüde paralel gerçekleşse de beklenti üstü net kar ve 2026 net rafineri marjı beklentisindeki sert yukarı yönlü revizyon nedeniyle Tüpraş'ın 3Ç26 sonuçlarına hafif pozitif piyasa tepkisi bekliyoruz. TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımızı 365,25 TL/hisse seviyesinden 477 TL/hisse seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyat artışının üç nedeni var: (i) 3Ç26 gerçekleşmeleri ve marjlardaki normalleşmenin beklenenden yavaş gerçekleşmesi yönündeki görüşümüzün kuvvetlenmesi sonucu tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyon, (ii) İNA modelimizin ileri taşınması ve (iii) makro varsayımlarımızdaki güncellemeler. AL tavsiyemizi sürdürüyor ve hisseyi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Net kar beklentilerin üzerinde, FAVÖK büyük ölçüde paralel. Tüpraş 3Ç26'da yıllık bazda %335 artışla 68,7 milyar TL net kar açıkladı. Net kar tahminimizin %13, piyasa beklentisinin %14 üzerinde gerçekleşti (İş Yatırım: 60,9 milyar TL; Piyasa: 60,4 milyar TL). Yıllık bazdaki artışta çok daha güçlü operasyonel performans ve artan net finansal gelirler belirleyici oldu. Tahminimizdeki sapmanın ana sebepleri beklentimizin üzerinde gelen net faiz gelirleri ve beklentimizden hafif daha iyi operasyonel performans. Ciro, artan satış hacmi ve ürün fiyatlarının desteğiyle 3Ç26'da yıllık bazda %66 artışla 474,4 milyar TL oldu ve beklentilerin üzerinde gerçekleşti (İş Yatırım: 440,6 milyar TL; Piyasa: 430,9 milyar TL). FAVÖK 3Ç26'da 88,7 milyar TL seviyesine ulaştı ve beklentilere büyük ölçüde paralel gerçekleşti (İş Yatırım: 86,4 milyar TL; Piyasa: 85,2 milyar TL). FAVÖK yıllık bazda %246 arttı; rekor ürün marjları ve yüksek kapasite kullanımı, artan hammadde tedarik maliyetlerini fazlasıyla telafi etti.

Beklentiler. Şirket 2026 net rafineri marjı beklentisini 13-15 dolar/varilden 20-22 dolar/varile yükseltti. Diğer hedefler değişmedi: %95-100 kapasite kullanım oranı, yaklaşık 29 milyon ton üretim, yaklaşık 30 milyon ton satış ve yaklaşık 700 milyon dolar yatırım harcaması. 9A26'da kapasite kullanım oranı %98,8, üretim 21,3 milyon ton, satış 24,0 milyon ton, yatırım harcaması 532 milyon dolar oldu. Hesaplamalarımıza göre yeni beklentinin orta noktası 4Ç26 için 15-16 dolar/varil net rafineri marjına işaret ediyor. İzmit'teki FCC & LPG ünitelerinin 4Ç26 bakım süresi 12 haftadan 8 haftaya indirildi; Batman'daki mevsimsel bakım ise iptal edildi.

Tahmin revizyonlarımız. Çeyreğin ardından 2026 FAVÖK tahminimizi %38 artışla 3,1 milyar dolardan 4,3 milyar dolara, net kar tahminimizi ise %66 artışla 1,9 milyar dolardan 3,2 milyar dolara yükseltiyoruz. 2027 için FAVÖK tahminimizi %48 artışla 1,8 milyar dolardan 2,6 milyar dolara, net kar tahminimizi ise %97 artışla 1,0 milyar dolardan 2,0 milyar dolara yükseltiyoruz. Hesaplamalarımıza göre brüt ürün marjı 3Ç26'da 47,2 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti. Mevsimsel olarak yumuşayan benzin marjları nedeniyle 4Ç26 için brüt ürün marjı tahminimiz 35,6 dolar/varil. 2027 için tahminimiz 22,9 dolar/varil (2025: 14,4 dolar/varil; 2026T: 34,1 dolar/varil). 2027 yılının da ürün piyasalarında görece sıkı geçmesini bekliyoruz. 2027 boyunca marjlarda kademeli bir normalleşme varsaydığımız için risklerin yukarı yönde yoğunlaştığını düşünüyoruz. Bununla birlikte marjlarda sert bir normalleşmenin temel aşağı yönlü risk olduğunu not ediyoruz. Tüpraş'ın 2027'de hisse başına 61 TL temettü dağıtmasını bekliyoruz; bu da %18,2 gibi oldukça yüksek bir temettü verimine işaret ediyor.

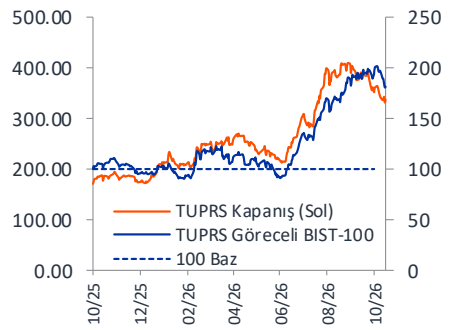
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	337.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	477.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	365.25
Piyasa Değeri (mn)	650,294
Halka Açık PD (mn)	318,904
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	6496.3
Hisse sayısı (Adet mn)	1,927
Takas Saklama Oranı (%)	49
Yabancı Oranı (%)	51

*Güncelleme tarihi: 09/11/2026

Çarpanlar ($)	2026	2027	2028
F/K	4.1	6.5	10.3
PD/DD	1.2	1.2	1.3
FD/FAVÖK	2.1	3.5	5.4

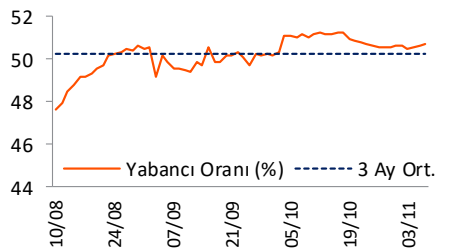
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-11.0	93.9	80.4
ABD $	-12.6	66.2	51.8
BIST-100 Relatif	-4.1	90.2	74.0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	330.58	409.90

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	50.69



Anıl Ulaş Köseoğlu
aukoseoglu@isyatirim.com.tr
+90 212 350 21 82

Lütfen son sayfada yer alan yasal uyarıya bakınız

Tablo: Özet Finansallar

UMS 29

				Çeyreksel Finansallar		9A Finansallar			Tahminler	
TL mn	3Ç26	3Ç25	Y/Y Δ	2Ç26	Ç/Ç Δ	9A26	9A25	9A Y/Y Δ	Piyasa Tahmini	İş Yatırım Tahmini
Ciro	**474,390**	**286,274**	**66%**	**407,938**	**16%**	**1,174,095**	**776,244**	**51%**	**430,868**	**440,594**
Brüt Kar	**93,854**	**30,695**	**206%**	**64,436**	**46%**	**182,666**	**75,021**	**143%**		
Brüt Kar Marjı	*19.8%*	*10.7%*	*9.1ppt*	*15.8%*	*4.0ppt*	*15.6%*	*9.7%*	*5.9ppt*		
Faaliyet Giderleri*	**-9,855**	**-9,549**	**3%**	**-11,757**	**-16%**	**-32,818**	**-29,118**	**13%**		
Faaliyet Gideri/Ciro	*-2.1%*	*-3.3%*	*1.3ppt*	*-2.9%*	*0.8ppt*	*-2.8%*	*-3.8%*	*1.0ppt*		
Faaliyet Karı	**83,999**	**21,146**	**297%**	**52,679**	**59%**	**149,847**	**45,903**	**226%**		
Amortisman	**4,734**	**4,524**	**5%**	**4,690**	**1%**	**14,100**	**13,555**	**4%**		
FAVÖK*	**88,733**	**25,670**	**246%**	**57,369**	**55%**	**163,948**	**59,458**	**176%**	**85,162**	**86,355**
FAVÖK Marjı	*18.7%*	*9.0%*	*9.7ppt*	*14.1%*	*4.6ppt*	*14.0%*	*7.7%*	*6.3ppt*		
Finansman Gelir (Gider), net	**9,395**	**1,795**	**423%**	**3,322**	**183%**	**14,452**	**3,614**	**300%**		
Parasal Kazanç (Kayıp)	**-3,406**	**-595**	**473%**	**-858**	**297%**	**-7,045**	**-3,309**	**113%**		
VÖK	**88,246**	**21,424**	**312%**	**52,698**	**67%**	**152,675**	**40,537**	**277%**		
VÖK Marjı	*18.6%*	*7.5%*	*11.1ppt*	*12.9%*	*5.7ppt*	*13.0%*	*5.2%*	*7.8ppt*		
Vergi Gelir/ Gider	**-19,201**	**-5,523**	**248%**	**-3,937**	**388%**	**-30,558**	**-11,987**	**155%**		
Net Kar	**69,045**	**15,901**	**334%**	**48,762**	**42%**	**122,118**	**28,550**	**328%**		
Ana Ortaklık Net Karı	**68,677**	**15,778**	**335%**	**48,432**	**42%**	**121,301**	**28,311**	**328%**	**60,406**	**60,860**
Net Kar Marjı	*14.6%*	*5.6%*	*9.0ppt*	*12.0%*	*2.6ppt*	*10.4%*	*3.7%*	*6.7ppt*		

** Faaliyet Giderleri = Satış, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderleri.*

** FAVÖK = Faaliyet Karı + Amortisman.*

Son beş yılın en yüksek çeyreklik kapasite kullanım oranı ve rekor yurt içi satışlar. Tüpraş 3Ç26'da 7,6 milyon ton üretim gerçekleştirdi (3Ç25: 7,2 milyon ton; 2Ç26: 6,9 milyon ton). Toplam kapasite kullanım oranı %106 ile son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesine çıktı; ham petrol için kapasite kullanım oranı %98 oldu. Satış hacmi yıllık bazda %10 artışla 8,8 milyon tona yükseldi (3Ç25: 8,0 milyon ton; 2Ç26: 7,9 milyon ton); bu hacim de son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesi olarak kayıtlara geçti. Motorin ve benzinin öncülük ettiği yurt içi satışlar yıllık bazda %13 artışla 7,9 milyon ton ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştı. Beyaz ürün verimi yıllık bazda yatay seyrederek %82'de kaldı.

Ürün piyasasındaki sıkılık, artan tedarik maliyetlerini fazlasıyla telafi etti. Motorin ürün marjı 3Ç26'da ortalama 81,3 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti (3Ç25: 25,0 dolar/varil; 2Ç26: 49,3 dolar/varil); rafineri kesintileri ve Rus ürün arzındaki aksaklıklar yüksek sezonda piyasayı sıkılaştırdı. Jet yakıtı ürün marjı, yaz döneminde zirve yapan seyahat talebinin desteğiyle 69,1 dolar/varile yükseldi. Benzin ürün marjı, yoğun sürüş sezonu ve düşük stokların etkisiyle 44,7 dolar/varile çıktı (2Ç26: 24,3 dolar/varil). Yüksek kükürtlü fuel oil (YKFO) ürün marjı ise -19,6 dolar/varil ile zayıf seyrini sürdürdü. Ağır-hafif ham petrol fiyat makası, küresel ham petrol arzının artmasıyla 2Ç26'daki zirve seviyelerinden geriledi; navlun ve sigorta maliyetleri ise yüksek kalmaya devam etti. 2026'nın ilk 8 ayında yurt içinde benzin talebi %10,2, motorin talebi %1,2 arttı; jet yakıtı talebi ise %4,7 geriledi. Sonuç olarak net rafineri marjı 3Ç26'da 36,3 dolar/varil ile rekor seviyeye ulaştı (3Ç25: 9,7 dolar/varil; 2Ç26: 21,4 dolar/varil) ve 9A26'da 23,0 dolar/varil oldu. Benzin ürün marjı son dönemde sezonsallığın etkisiyle yumuşadı ve 3Ç26 ortalaması olan 44,7 dolar/varilden Ekim'de 21,5 dolar/varile geriledi. Motorin ve jet yakıtı marjları ise sırasıyla 67,0 dolar/varil ve 70,9 dolar/varil ile yüksek seyrini korudu.

Değerleme. TUPRS hisselerini benzer çarpan (%50) ve İNA (%50) yöntemlerini eşit ağırlıkla kullanarak değerliyoruz. Çarpan tarafında şirketi 2027T FAVÖK tahminimiz olan 2.636 milyon dolar üzerinden 4,5x ile değerliyoruz. Buna 3Ç26 sonu itibarıyla 3.382 milyon dolarlık düzeltilmiş net nakit pozisyonunu ve %41,67'lik Opet payının değerini (437 milyon dolar) eklediğimizde 15.681 milyon dolarlık çarpan bazlı değere ulaşıyoruz. İNA modelimiz projeksiyon döneminde %11,1 ile %10,0 arasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ve %1 terminal büyüme oranı kullanıyor ve 14.265 milyon dolar hedef özsermaye değeri üretiyor. İki değeri eşit ağırlıkla birleştirdiğimizde yaklaşık 15 milyar dolarlık hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. 2027 yıl sonu için 61,4 dolar/TL kur tahminimizle bu değer 477 TL/hisse 12 aylık hedef fiyata karşılık geliyor ve %41 getiri potansiyeli sunuyor. TUPRS hisseleri 2026T 2,1x ve 2027T 3,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu çarpanlar, Avrupalı benzer şirketlerin sırasıyla 4,2x ve 4,7x olan medyan çarpanlarına göre %49 ve %25 iskontoya karşılık geliyor. Tüpraş'ın piyasa değeri, Hürmüz Boğazı'nın kapanmasından önceki yaklaşık 9,0 milyar dolar seviyesine kıyasla yaklaşık 13,0 milyar dolar seviyesinde. Yaklaşık 4 milyar dolarlık bu artış, şirketin yalnızca 9A26'da yarattığı 3,6 milyar dolarlık serbest nakit akımına benzer büyüklükte. Bu da bize piyasanın marjlardaki sıkılığın sürmesi senaryosunu temkinli fiyatladığını gösteriyor. Hisse, Nisan ayında model portföyümüze dahil edilmesinden bu yana BIST-100'ün %61, yılbaşından bu yana ise %90 üzerinde performans gösterdi; son bir ayda endeksin %4, son bir haftada ise %8 altında kaldı.

Serbest nakit akımı güçlü gerçekleşse de net türev yükümlülüklerindeki artış düzeltilmiş net nakit pozisyonundaki yükselişi sınırladı. Tüpraş 9A26'da 3,6 milyar dolar serbest nakit akımı yarattı; bu rakam 3Ç26 için yaklaşık 1,3 milyar dolara işaret ediyor. İşletme sermayesi beklentilerimizle uyumlu olarak 2Ç26 sonundaki -720 milyon dolardan 3Ç26 sonunda -489 milyon dolara yükseldi. Yatırım harcaması 3Ç26'da 286 milyon dolar oldu ve 9A26 toplamı 532 milyon dolara ulaştı. Net türev varlık/yükümlülüklere göre düzeltilmiş net nakit pozisyonu 3Ç26 sonunda 3,4 milyar dolar oldu (2Ç26 sonu: 2,8 milyar dolar). Artışı ağırlıklı olarak 2Ç26 sonundaki 379 milyon dolarlık net varlıktan 3Ç26 sonunda 433 milyon dolarlık net yükümlülüğe dönen net türev pozisyonu sınırladı. 13 milyar TL'lik ikinci temettü taksitinin yaklaşık 6,5 milyar TL'lik kısmı Ekim başında ödendi; bu nedenle bu tutar 3Ç26 sonu net nakit pozisyonuna henüz yansımadı.

Tüpraş

Ortaklık Yapısı (%)	
Diğer	49.9
Enerji Yatırımları Aş	46.4
Koç Holding Anonim Şirketi	3.7

Faaliyet Konusu

Tüpraş, yıllık 30,0 milyon tonluk rafinaj kapasitesinin yanısıra %79,98'ine sahip olduğu DİTAŞ, %40 iştiraki olan Opet Petrolcülük A.Ş. ile birlikte yarattığı katma değer ile Türkiye'nin lider sanayi kuruluşudur.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	**830,356**	**1,640,337**	**1,616,459**	**1,522,640**
Brüt Kar (Zarar)	**81,232**	**265,261**	**176,724**	**145,244**
Operasyonel Giderler	33,859	44,507	43,131	46,219
Esas Faaliyet Karı	**47,660**	**199,419**	**133,593**	**99,025**
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-5,786	-8,217	-8,097	-7,627
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	**43,769**	**211,668**	**156,797**	**118,626**
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-13,896	47,625	31,359	23,725
Net Kar	**29,523**	**161,933**	**123,825**	**93,681**
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	32,525	154,550	106,875	79,220
FAVÖK	**62,286**	**220,249**	**161,864**	**125,829**

Büyümeler & Opr. Perf.	2025G	2026T	2027T	2028T
Büyümeler				
Net Satışlar	-21.7%	97.5%	-1.5%	-5.8%
Faaliyet Karı	16%	318%	-33%	-26%
FAVÖK	16%	254%	-27%	-22%
Net Kar	23%	448%	-24%	-24%
Operasyonel Performans				
Brüt Marj	9.8%	16.2%	10.9%	9.5%
Faaliyet Kar Marjı	5.7%	12.2%	8.3%	6.5%
FAVÖK Marjı	7.5%	13.4%	10.0%	8.3%
Efektif Vergi Oranı	31.8%	22.5%	20.0%	20.0%
Net Kar Marjı	3.6%	9.9%	7.7%	6.2%
Özkaynak Karlılığı	8.0%	34.8%	20.0%	12.9%
Aktif Karlılığı	5.0%	20.4%	11.5%	7.6%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	a.d	82.9%	25.6%	15.2%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	6.0%	11.7%	8.6%	7.2%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	3.6%	9.5%	6.3%	4.3%

Rasyo Analizi	2025G	2026T	2027T	2028T
Düzeltilmiş F / K (x)	18.8	4.1	6.5	10.3
FD / FAVÖK (x)	6.3	2.1	3.5	5.4
FD / Satışlar (x)	0.5	0.3	0.4	0.5
PD / Defter Değeri (x)	1.5	1.2	1.2	1.2
Nakit Akışı / PD	5.4%	23.3%	12.7%	6.8%
Hisse Başı Kazanç (₺)	15.32	84.04	64.26	48.62
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	17.13	61.30	52.08
Temettü Verimi	0.000%	6.038%	24.422%	11.5%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-57,004	-219,664	-268,201	-294,264

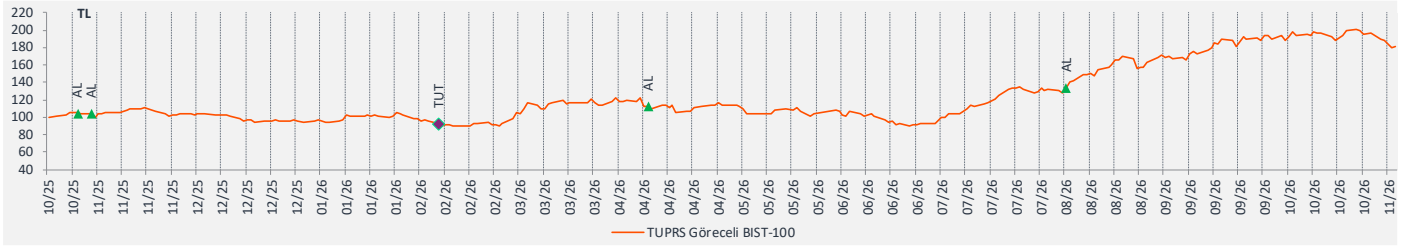
Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	**236,931**	**526,815**	**601,134**	**648,484**
Nakit ve Nakit Benzerleri	107,237	288,837	360,124	416,061
Ticari Alacaklar	52,753	103,364	101,859	95,947
Stoklar	62,145	105,485	110,445	109,437
Diğer Dönen Varlıklar	14,787	29,129	28,705	27,039
Duran Varlıklar	**355,043**	**465,462**	**553,038**	**668,949**
Maddi Duran Varlıklar	296,248	370,073	451,083	560,805
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10,115	12,636	15,402	19,148
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	31,159	61,382	60,488	56,978
Toplam Varlıklar	**591,974**	**992,277**	**1,154,172**	**1,317,433**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**169,748**	**329,678**	**322,215**	**315,513**
Finansal Borçlar	21,821	27,669	22,981	30,449
Ticari Borçlar	105,513	218,505	216,946	207,553
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	42,389	83,503	82,287	77,511
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**52,398**	**84,095**	**147,746**	**206,466**
Finansal Borçlar	28,429	41,504	68,943	91,347
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,959	42,591	78,803	115,118
Özkaynaklar	**369,828**	**578,505**	**684,211**	**795,454**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	364,099	567,192	673,062	784,952
Ödenmiş Sermaye	1,927	1,927	1,927	1,927
Rezerv ve Diğer Kalemler	332,636	403,331	546,934	688,496
Dönem Net Karı (Zararı)	29,523	161,933	123,825	93,681
Azınlık Payları	5,729	11,314	11,149	10,502
Toplam Kaynaklar	**591,974**	**992,277**	**1,154,172**	**1,317,433**

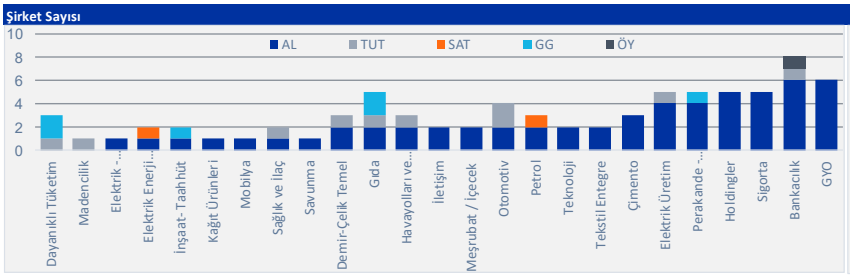
Nakit Akım (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	**49,465**	**191,297**	**138,260**	**110,029**
Düzeltme Öncesi Kar	29,873	164,042	125,437	94,901
Amortisman & İtfa Payları	14,626	20,830	28,271	26,804
İşletme Sermayesindeki Değ.	-17,938	20,903	-6,904	-3,422
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	17,790	-14,478	-8,543	-8,254
Yatırım Faal. Kay. Nakit	**-19,416**	**-35,948**	**-36,843**	**-44,370**
Sabit Sermaye Yatırımları	-19,077	-35,948	-36,843	-44,370
Serbest Nakit Akım	**30,048**	**155350**	**101,417**	**65,659**
Finansman Faal. Kay.Nakit	**5,204**	**5,001**	**-86,666**	**-83,296**
Finansal Borçlardaki Değişim	31,370	8,987	9,211	11,093
Temettü Ödemeleri	-34,845	-30,607	-128,974	-119,298
Net Nakit Değişimi	**34,931**	**160,350**	**14,751**	**-17,637**

Tüpraş

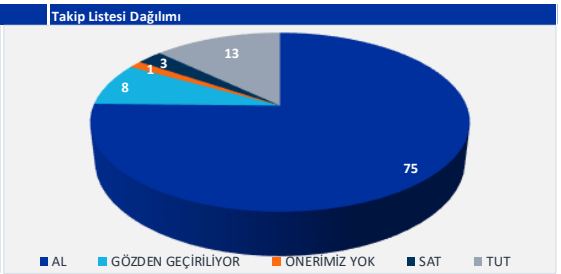
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.
Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.