Bilanço Analizi – 3Ç26
10 Kasım 2026

TACİRLER YATIRIM

Tüpraş

Tüpraş, 3Ç26'da 474,4 milyar TL ciro, 88,7 milyar TL FAVÖK ve 68,7 milyar TL net kar açıkladı. Üç kalem de hem tahminlerimizi hem de piyasa beklentilerini aştı. Güçlü ürün marjları ve yüksek kapasite kullanımı operasyonel performansı desteklerken, artan finansman gelirleri net kara katkı sağladı. Eylül raporumuzda öne çıkardığımız güçlü marj görünümü üçüncü çeyrekte de devam etti. Şirketin yıl sonu net rafineri marjı beklentisini artırmasıyla biz de 2026 tahminlerimizi yukarı yönlü güncelliyoruz. Ancak 2027 ve sonraki değerleme dönemleri için makroekonomik varsayımlarımızda yaptığımız değişiklikler, bu iyileşmenin hedef fiyatımıza etkisini büyük ölçüde dengeliyor. Bu nedenle 12 aylık hedef fiyatımızı 481,00 TL'de, AL tavsiyemizi ise koruyoruz. Mevcut hedef fiyatımız, dünkü kapanışına göre yaklaşık %45 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Güçlü marjlar FAVÖK'e yansıdı... Tüpraş çeyrekte 7,6 milyon ton üretim ve 8,8 milyon ton satış gerçekleştirdi. Kapasite kullanım oranı %106 ile son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesine ulaşırken, yurt içi satışlar rekor seviyeye ulaştı. Rafineri arzındaki kesintiler, düşük ürün stokları ve mevsimsel talep özellikle motorin ve jet yakıtı marjlarını destekledi. Net rafineri marjı ikinci çeyrekteki 21,4 dolardan 36,3 dolar/varile yükseldi. FAVÖK yıllık reel %246 büyürken, FAVÖK marjı geçen yılki %9,0'dan %18,7'ye çıktı. Eylül sonunda konsolide net nakit 204,1 milyar TL'ye ulaştı.

Marjlarda kademeli normalleşme bekliyoruz... Üçüncü çeyrekteki rekor marjları kalıcı görmüyoruz. Yılın ilk dokuz ayında 23,0 dolar/varil olan net rafineri marjına karşılık, yönetimin yıllık beklentisini 20 – 22 dolar/varil olarak belirlemesi son çeyrekte daha düşük marjlara alan bırakıyor. Öte yandan devre dışı kalan rafinerilerin yeniden çalışmaya başlaması ve ürün stoklarının yenilenmesi zaman alabilir. Bu nedenle 2027'de marjların kademeli normalleşeceği görüşümüzü koruyoruz. Beklenenden hızlı bir düşüş başlıca risk unsuru.

Beklentiler ve tahminlerimiz... Şirket, 2026 net rafineri marjı beklentisini 13 – 15 dolardan 20 – 22 dolar/varile yükseltirken üretim, satış, kapasite kullanımı ve yatırım harcaması hedeflerini korudu. İzmit'teki FCC ve LPG ünitelerinin planlanan bakım süresi 12 haftadan 8 haftaya indirildi, Batman'daki mevsimsel bakım ise iptal edildi. Bakım kaynaklı üretim kesintilerinin azalması, güçlü marj ortamından yararlanılmasını destekleyebilir. Üçüncü çeyrek sonuçlarını ve güncellenen marj görünümünü dikkate alarak 2026 FAVÖK tahminimizi 150,7 milyar TL'den 208,2 milyar TL'ye, net kar tahminimizi 101,0 milyar TL'den 151,0 milyar TL'ye yükseltiyoruz. Ciro tahminimiz ise 1.503 milyar TL seviyesinde bulunuyor.

TUPRS — AL

Hedef fiyat	**TL 481**
Getiri Potansiyeli	**%45**

Pay bilgileri

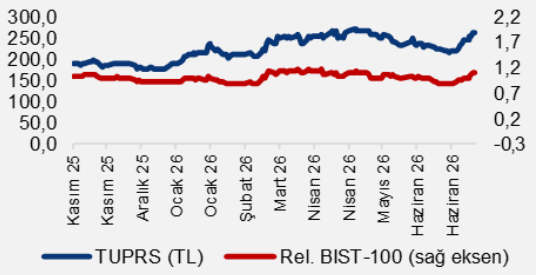
Pay Kodu	**TUPRS TI**
Pay fiyatı (09.11.2026)	332,25
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	172,8 / 409,9
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	640.178 - 12.781
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	38%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	**1 Ay**	**3 Ay**	**12 Ay**
milyon ABD doları	127,8	189,9	177,4

Fiyat performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**YBB**
TL	-14%	5%	91%
USD	-16%	-1%	63%
BIST-100'e göre performans	-10%	23%	84%

Finansallar (mn TL)	**2024**	**2025**	**2026T**
Net satışlar	1.318.670	1.032.276	1.502.775
FAVÖK	82.506	77.167	208.153
Net kâr	30.972	37.137	150.979

Değerleme	**2024**	**2025**	**2026T**
F/K	21,5x	17,4x	4,3x
F/DD	1,4x	1,4x	1,1x
FD/FAVOK	5,4x	5,8x	2,1x



Serhan Yenigun
+90 212 355 2604
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
+90 212 355 2637
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Finansallar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	119.656	133.314	247.386
Ticari alacaklar	60.323	65.581	95.762
Stoklar	98.085	77.257	118.106
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	377.916	380.877	395.591
Diğer duran varlıklar	82.982	78.895	78.895
Toplam varlıklar	**738.962**	**735.924**	**935.739**
Kısa vadeli borçlanmalar	14.733	27.127	28.483
Ticari borçlar	169.036	131.171	199.965
Uzun vadeli borçlanmalar	16.166	35.342	37.109
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	79.804	89.647	101.333
Uzun vadeli yükümlülükler	**279.738**	**283.287**	**366.890**
Özkaynaklar	**459.224**	**452.637**	**568.850**
Ödenmiş sermaye	2.395	1.927	1.927
Diğer özkaynaklar	456.829	450.710	566.923
Toplam kaynaklar	**738.962**	**735.924**	**935.739**
Net borç	-88.758	-70.845	-181.794
Net işletme sermayesi	-10.627	11.667	13.903

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	**1.318.670**	**1.032.276**	**1.502.775**
Brüt kâr	110.700	100.986	229.666
Faaliyet giderleri	-43.841	-42.001	-43.111
Esas faaliyet kârı	66.859	58.985	186.555
FAVÖK	**82.506**	**77.167**	**208.153**
Net diğer gelir	-8.751	-7.210	-10.497
Net finansman geliri	-8.772	1.036	1.213
Vergi öncesi kâr	51.657	54.412	179.055
Vergi gideri	-20.685	-17.275	-28.076
Net kâr	**30.972**	**37.137**	**150.979**

Nakit akış tablosu			
FAVÖK	**82.506**	**77.167**	**208.153**
Vergi gideri	-16.715	-14.746	-46.639
Yatırımlar	-22.439	-23.716	-32.896
İşletme sermayesi değişimi	20.038	22.294	2.236

Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%6,7	%8,1	%29,6
Net kâr	%2,3	%3,6	%10,0
Aktif devri	1,6x	1,4x	1,8x
Kaldıraç	1,7x	1,6x	1,6x
Aktif kârlılığı	%3,9	%5,0	%18,1
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%4	%8	%7
Net borç/özsermaye	-0,19	-0,16	-0,32
Net borç/FAVÖK	-1,08	-0,92	-0,87

Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%18	-%22	%46
FAVÖK	-%64	-%6	%170
Net kâr	-%76	%20	%307
Brüt marj	%8,4	%9,8	%15,3
Esas faaliyet kâr marjı	%5,1	%5,7	%12,4
FAVÖK marjı	%6,3	%7,5	%13,9
Net marj	%2,3	%3,6	%10,0

Hisse başına (TL)			
Net kâr	16,07	19,27	78,36
Özkaynak	238,34	234,92	295,23
Temettü	-41,18	-22,48	-17,13

Değerleme			
F/K	21,8x	17,7x	4,4x
F/DD	1,4x	1,4x	1,1x
FD/FAVOK	5,5x	5,9x	2,2x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

**Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.*

***Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.*

Künye

Tacirler Yatırım
Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün
Kıdemli Müdür
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak
Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi
oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat
Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda
berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Metyu Mert Ekinci
metyu.ekinci@tacirler.com.tr

Ekin Çınar
Başekonomist
ekin.cinar@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
Holdingler, Enerji (rafineri & petrokimya), Perakende (giyim & teknoloji)
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Ömer Tarman
Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO
omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Yeşilbağlar Mah. Kaptan Sok. Metrowin Tower No:17/1 Kat:4 D:25 Pendik / İSTANBUL	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibariyle yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.