Tüpraş <TUPRS> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Rekor marjla FAVÖK 3,5 katına çıktı

Tüpraş'ın 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %65,7 artarak 474,4 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar %205,8 artışla 93,9 milyar TL'ye, FAVÖK %245,7 artışla 88,7 milyar TL'ye, esas faaliyet karı %317,0 artışla 81,8 milyar TL'ye çıktı. Ana ortaklık net karı %335,3 artarak 68,7 milyar TL oldu ve 9 kurumun medyan beklentisini %14,3 aştı. 2Ç26'ya göre de FAVÖK %54,7, net kar %41,8 arttı. Esas faaliyet karındaki artış net kar artışının %117,6'sına ulaştı. Sonuçlar, rekor ürün marjları ve yüksek kapasite kullanımıyla faaliyet karlılığının güçlü biçimde arttığına işaret ediyor.

Marjlar 9-10 puan genişledi

Brüt kar marjı 3Ç25'e göre 9,1 puan artışla %19,78'e, FAVÖK marjı 9,7 puan artışla %18,70'e, esas faaliyet kar marjı 10,4 puan artışla %17,25'e yükseldi. Net rafineri marjı 9,7 $/v'den 36,3 $/v ile rekor seviyeye çıktı. Rusya'daki rafineri kesintileri ve ihracat yasaklarıyla daralan arz, motorin marjını 25,0 $/v'den 81,3 $/v'ye, jet yakıtı marjını 20,1 $/v'den 69,1 $/v'ye taşıdı. Faaliyet giderleri %3,2 artışla 9,9 milyar TL'de kaldı ve ciroya oranı %3,3'ten %2,1'e geriledi. Ağır ham petrol iskontolarının daralması ise ham madde maliyeti tarafında aleyhe çalıştı.

Kapasite ve yurt içi satışlar zirvede

Kapasite kullanımı 3Ç25'teki %100'den %106'ya çıkarak son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesine ulaştı ve üretim 7,2 milyon tondan 7,6 milyon tona yükseldi. Toplam satışlar %10 artışla 8,8 milyon ton oldu. Yurt içi satışlar %13 artışla 7,9 milyon tona çıkarak tarihi zirveye ulaştı ve motorin satışları 2,8 milyon tondan 3,4 milyon tona yükseldi. Uluslararası satışlar 1,0 milyon tondan 0,9 milyon tona geriledi. Dokuz ayda net rafineri marjı 23,0 $/v, kapasite kullanımı %98,8 oldu.

Faiz geliri arttı, vergi yükü yükseldi

Net finansman geliri 3Ç25'teki 1,8 milyar TL'den 9,4 milyar TL'ye yükseldi. Artışın kaynağı mevduat faiz gelirinin büyüyen nakitle 7,1 milyar TL'den 15,6 milyar TL'ye çıkmasıydı. Net parasal varlık pozisyonu nedeniyle parasal kayıp 0,6 milyar TL'den 3,4 milyar TL'ye çıktı ve net finansman gelirinin %36,3'ü kadar oldu. Vergi gideri 5,5 milyar TL'den 19,2 milyar TL'ye yükselirken etkin vergi oranı %25,8'den %21,8'e geriledi. OPET'ten gelen özkaynak yöntemi geliri 651 milyon TL'den 435 milyon TL'ye indi. Faaliyet dışı kalemlerdeki değişimin toplamı net kar artışını 9,3 milyar TL sınırladı.

Net nakit 204,1 milyar TL'ye yükseldi

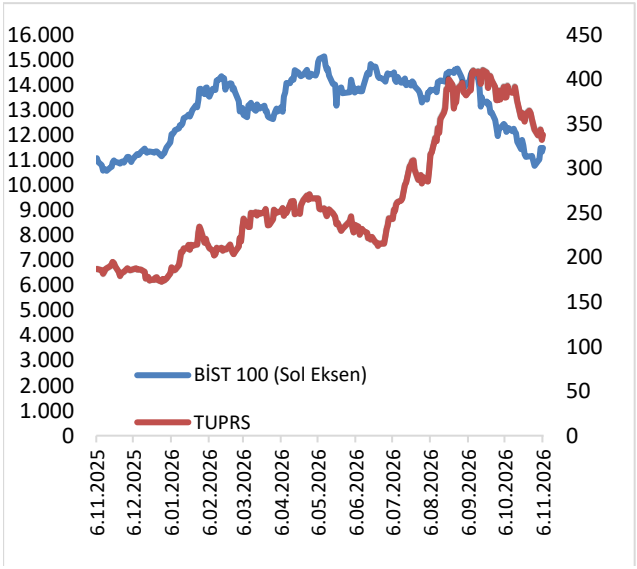
Haziran bilançosu Eylül alım gücüne taşındığında net nakit 138,0 milyar TL'den 204,1 milyar TL'ye yükseldi. Finansal borçlar %28,6 azalarak 51,4 milyar TL'ye inerken nakit ve nakit benzerleri %23,6 artışla 255,5 milyar TL oldu. Hazır değerlerin 43,1 milyar TL'si (%16,9) bloke mevduattan oluştu. Dokuz ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı 206,3 milyar TL'ye ulaştı, yatırım harcamaları 26,4 milyar TL, ödenen temettü 29,1 milyar TL oldu. Kısa vadeli türev yükümlülükleri ise 18,7 milyar TL'den 25,1 milyar TL'ye yükseldi.

POZİTİF

Kapanış, TL (06.11.2026)	337,50 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	1.926.796
Halka Açık Sermaye (bin TL)	957.617
Halka Açıklık Oranı	49,70
Piyasa Çarpanları	
F/K	5,01
PD/DD	1,24
FD/FAVÖK	2,46

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	474.389.735	286.274.193	65,7
Brüt satış karı	93.854.060	30.694.775	205,8
Faaliyet Giderleri	9.855.004	9.548.574	3,2
Finansal Gelir/Gider	9.394.987	1.795.345	a.d.
Esas Faaliyet Karı	81.823.673	19.622.585	317,0
FAVÖK	88.733.052	25.670.333	245,7
Ana Ortaklık Net Kar	68.676.738	15.777.551	335,3

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	19,78	10,72	9,1
Esas Faa.Kar Marjı (%)	17,25	6,85	10,4
FAVÖK Marjı (%)	18,70	8,97	9,7
Net Kar Marjı (%)	14,48	5,51	9,0



Marj beklentisi yükseldi, dördüncü çeyrekte normalleşme ima ediliyor. Şirket 6 Kasım'da 2026 net rafineri marjı beklentisini 13-15 $/v'den 20-22 $/v'ye yükseltti. Kapasite kullanımı, üretim, satış ve yatırım beklentileri korundu. Dokuz ayda gerçekleşen 23,0 $/v'lik marj, yıl beklentisinin dördüncü çeyrekte yaklaşık 12-19 $/v'lik bir marjı ima ettiğini gösteriyor.

Beklentiler

	9A25	9A26	Değ.	2026 Önceki	2026 Güncel	4Ç26 Gerekli
Net Rafineri Marjı ($/v)	6,5	23,0	+16,5	13-15	20-22	~12-19
Kapasite Kullanım Oranı (%)	93,6	98,8	+5,2 puan	95-100	95-100	-
Toplam Üretim (milyon ton)	20,1	21,3	+%5,5	~29	~29	~7,7
Toplam Satış (milyon ton)	21,9	24,0	+%9,6	~30	~30	~6,0
Toplam Yatırımlar (milyon $)	316,1	531,5	+%68,1	~700	~700	~168,5

Marjın sürekliliği ve bakım takvimi belirleyici olacak

Rusya'nın benzin ve motorin ihracat yasaklarının Ocak 2027'ye kadar sürmesi ve düşük küresel ürün stokları marjları desteklerken ağır ham petrol iskontolarının daralması ile yüksek navlun ve sigorta maliyetleri ham madde tarafında baskı oluşturuyor. Dördüncü çeyrekte İzmit Rafinerisi'nde 8 ve 6 haftalık planlı bakımlar bulunuyor ve bu bakımlar üretim hacmini sınırlayabilir. Güçlü net nakit pozisyonu faiz gelirini ve temettü kapasitesini desteklerken kısa vadeli türev yükümlülüklerindeki artış ve bloke mevduatın büyümesi izlenmesi gereken bilanço kalemleri olarak öne çıkıyor.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını pozitif değerlendiriyoruz. 3Ç25'e göre %65,7 artan ciro, %245,7 artan FAVÖK ve %335,3 artan net kar, rekor net rafineri marjı ve yüksek kapasite kullanımıyla faaliyetten geldi. Haziran'a göre 138,0 milyar TL'den 204,1 milyar TL'ye çıkan net nakit de bilanço tarafında olumlu. Buna karşılık marjı taşıyan arz kısıtlarının jeopolitik kaynaklı ve geçici olabilmesi, yıl beklentisinin dördüncü çeyrekte daha düşük bir marjı ima etmesi ve planlı bakımlar yönü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor. Ürün marjları, Rusya'nın ihracat kısıtlamaları, ham petrol fiyat farkları ve dördüncü çeyrek bakım takvimi temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr