

Tüpraş Eylül Marj Görünümü

Tüpraş Eylül ayına ilişkin ürün marjlarını açıkladı. Orta distilat ürün grubunda motorin marjı, aylık bazda **%0,7 gerileyerek 84,1 \$/varil** seviyesinde gerçekleşti. Jet yakıtı marjı **%11,1 artışla 75,3 \$/varil** seviyesine yükselirken, benzin marjı **%6,7 düşükle 43,5 \$/varil** oldu. Yüksek kükürtlü fuel-oil marjı ise Ağustos ayındaki **-15,6 \$/varil seviyesinden -30,9 \$/varile** geriledi. Böylece motorin marjı yüksek seviyesini korurken, jet yakıtındaki yükseliş dikkat çekti; benzin ve özellikle fuel-oil tarafında ise marjların zayıfladığını gözlemliyoruz.

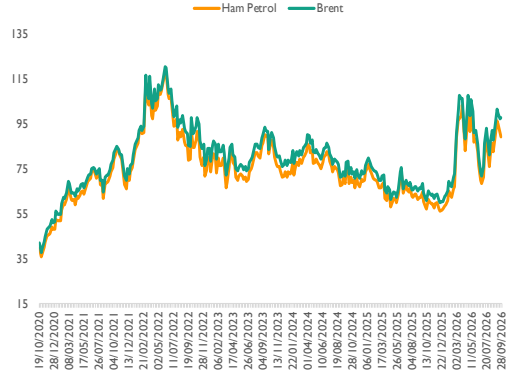
Arz sıkışıklığı özellikle orta distilat marjlarını destekliyor. Eylül ayında Rusya'daki rafineri tesislerine yönelik saldırıların yoğunlaşması ve buna bağlı üretim kayıpları, Rusya'nın motorin ve diğer rafine ürün ihracatına yönelik kısıtlamaları artırmasına neden olurken, Orta Doğu'daki arz kesintileri küresel ürün piyasasındaki sıkılığı devam ettirdi. **Uluslararası Enerji Ajansı'na (IEA) göre Ağustos ayında Körfez ülkeleri ve Rusya'nın motorin/gasoiil net ihracatı Şubat ayına kıyasla 1,6 milyon varil/gün daha düşük gerçekleşti.** Küresel rafineri sistemindeki arz kayıpları ve düşük stoklar özellikle motorin tarafında fiyatları ve crack marjlarını desteklerken, Avrupa'da yaklaşan kış sezonu öncesinde dizel arzına yönelik endişeler de Eylül ayında belirginleşti.

Jet yakıtında arz görünümü daha da sıkılaştı. Avrupa'nın Orta Doğu kaynaklı ürün arzındaki kayıpları telafi etmek amacıyla daha uzak tedarikçilere yönelmesi, jet yakıtı piyasasındaki sıkılığı artırdı. Eylül ayının başında ARA bölgesindeki jet yakıtı stoklarının **454 bin ton ile son yedi yılın en düşük seviyesine gerilemesi dikkat çekerken**, düşük stok görünümü ve sınırlı arz Avrupa jet yakıtı piyasasını destekledi. Bu gelişmeler, Tüpraş'ın Eylül ayında jet yakıtı marjının **aylık bazda %11,1 artarak 75,3 \$/varile yükselmesiyle uyumlu bir görünüm ortaya koyuyor.**

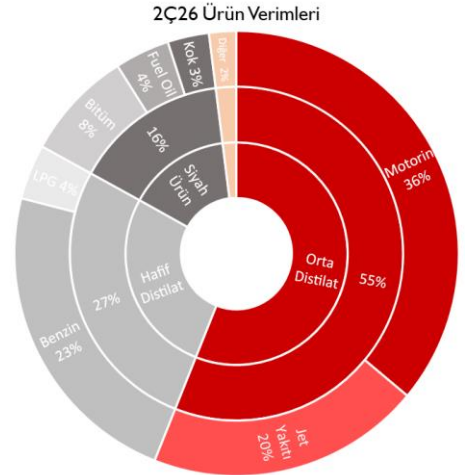
2026 yılı net rafinaj marjı beklentisi 13-15 \$/varil seviyesinde korunuyor. Tüpraş, 2026 yılı için yaklaşık 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve %95-100 kapasite kullanım oranı öngörürken, net rafinaj marjı beklentisi **13-15 \$/varil seviyesinde koruyor.** Şirketin **1Y26 net rafinaj marjı 15,6 \$/varil seviyesinde bulunuyor.** Ayrıca Tüpraş, 2026 yılında küresel net rafinaj kapasite artışının yalnızca 0,2 milyon varil/gün olmasını bekliyor. Bu çerçevede, sınırlı yeni kapasite artışı ve jeopolitik kaynaklı arz kayıplarının marj görünümünü desteklemeye devam ediyor.

Marjların yüksek seyrinin devam etmesini bekliyoruz. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, jeopolitik risklerin ve küresel rafine ürün arzındaki sıkışıklığın devam etmesi halinde özellikle orta distilat marjlarının yüksek seviyelerini koruyabileceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, Eylül ayında ürün bazında görülen ayrışma, marjların aylık bazda oynaklığa açık olduğunu gösteriyor. **Özellikle ABD dizel ihracatına ilişkin gelişmeler** ve Orta Doğu'daki arz akışlarının normalleşme hızı, önümüzdeki dönemde motorin ve jet yakıtı marjlarının yönü açısından yakından takip edilecek. Orta vadede devre dışı kalan rafineri kapasitelerinin yeniden devreye alınması ve jeopolitik risklerin azalmasıyla marjlarda normalleşme görülebileceğini; buna karşın mevcut arz sıkışıklığının sürmesi halinde güçlü marj ortamının 2027 başına kadar uzayabileceğini düşünüyoruz. **Şirket, 2026 tahminlerimize göre 9,94x FIK ve 5,38x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken, yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin %103,8 üzerinde performans gösterdi.**

Grafik 1: Brent ve Ham Petrol Fiyatları



Grafik 2: Tüpraş Ürün Verimleri



Kaynak: Tüpraş Yatırımcı Sunumu

Tüpraş Ürün Marjları - Eylül 2026 (USD/varil)

	Eylül 26	Eylül 25	y/y	Ağustos 26	a/a
Brent Petrol	116.8	68.0	72%	90.7	29%
Motorin	84.1	26.6	216%	84.7	-1%
Jet Yakıtı	75.3	21.6	249%	67.8	11%
Benzin	43.5	21.8	100%	46.6	-7%
Fuel-Oil	-30.9	-9.1	a.d.	-15.6	a.d.

Kaynak: Tüpraş, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Analist:
Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

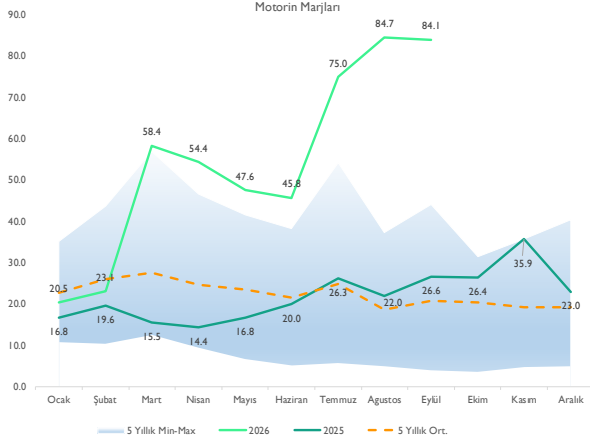
Analist:
Ali Osman Okut

ali.okut@kuveytturkyatirim.com.tr

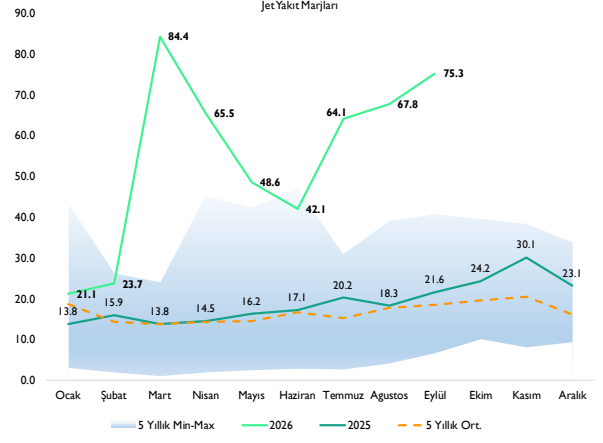


Tüpraş Marjları

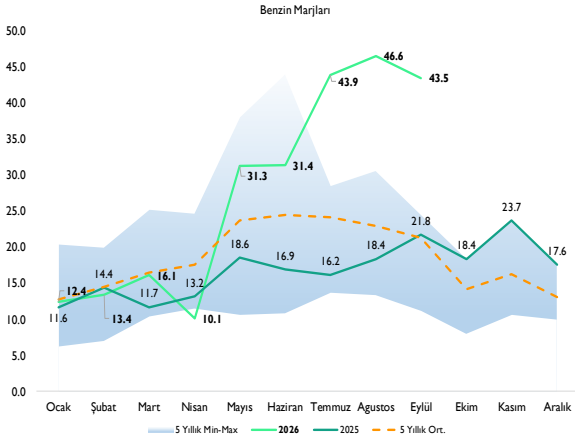
Grafik 3: Dizel Marjları



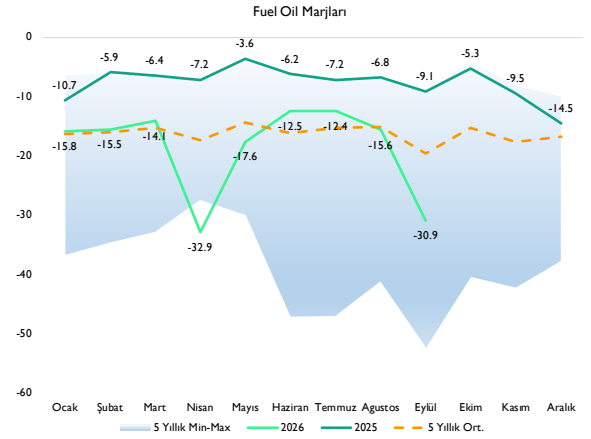
Grafik 4: Jet Yakıt Marjları



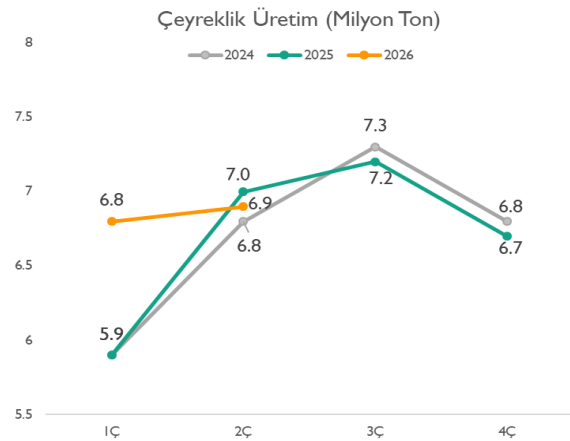
Grafik 5: Benzin Marjları



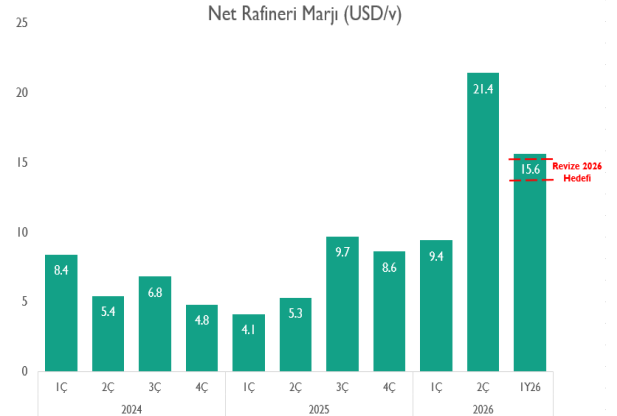
Grafik 6: Fuel Oil Marjları



Grafik 7: Tüpraş Çeyreklik Üretim



Grafik 8: Net Rafineri Marjı (USD/v)



Kaynak: Bloomberg, Neste, Tüpraş Yatırımcı Sunumları ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

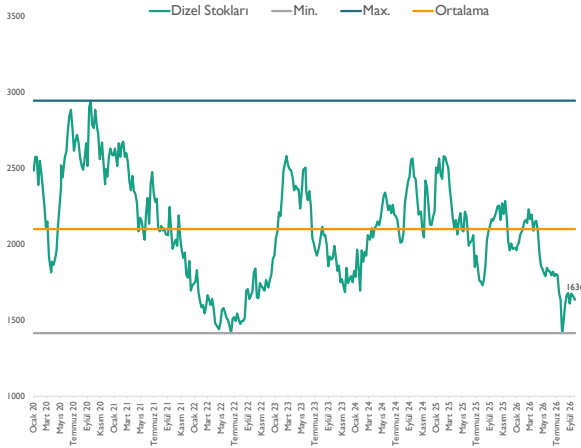
Avrupa Stok Görünümü

Avrupa’da rafine ürün stokları düşük seviyelerini koruyor.

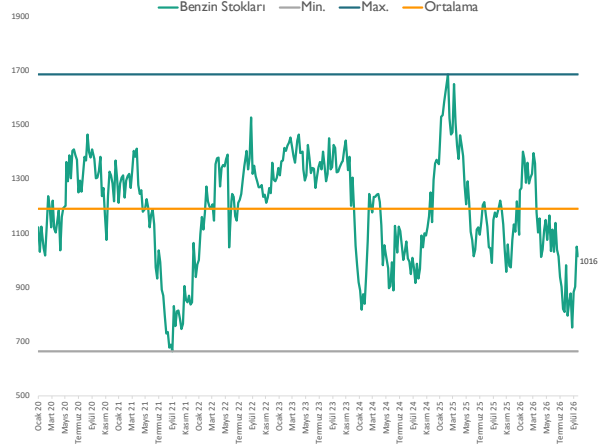
24 Eylül itibarıyla takip ettiğimiz ARA verilerine göre **benzin stokları 1,016 milyon ton, motorin/gasoi**
stokları 1,636 milyon ton, jet yakıtı stokları 510 bin ton ve fuel-oil stokları 811 bin ton seviyesinde
bulunuyor.

Özellikle orta distilat tarafındaki düşük stok görünümü dikkat çekerken, jet yakıtı stoklarının **ay başında 454 bin ton ile son yedi yılın en düşük seviyesine gerilemesi**, jet piyasasındaki arz sıkışıklığını belirginleştirdi. Rusya ve Orta Doğu kaynaklı arz kayıpları ile Avrupa’daki düşük stok seviyeleri, jet yakıtı ve motorin marjlarını desteklerken, bu görünüm Tüpraş’ın Eylül ayında jet yakıtı marjının %11,1 artışla 75,3 \$/varil seviyesine yükselmesiyle de uyumlu olduğunu gözlemliyoruz.

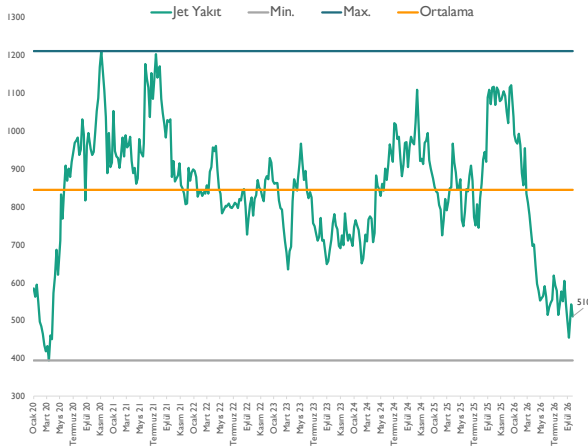
Grafik 9: Dizel Stokları



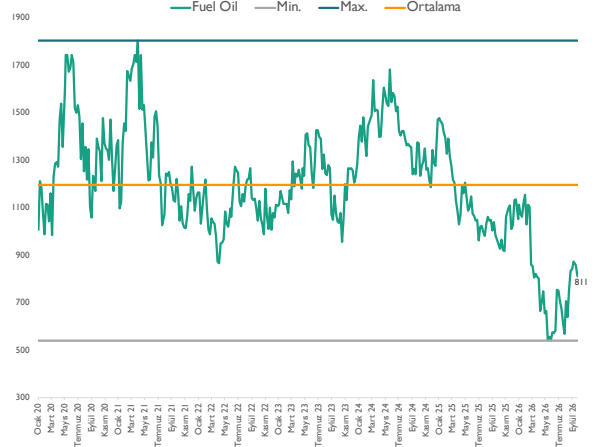
Grafik 10: Jet Yakıt Stokları



Grafik 11: Benzin Stokları

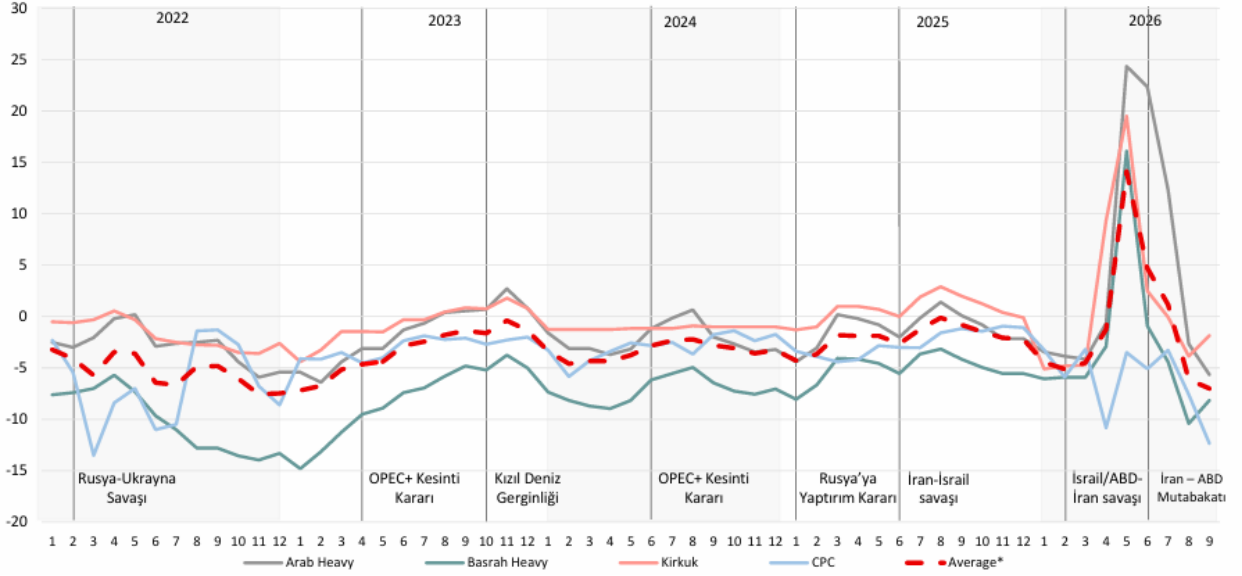


Grafik 12: Fuel Oil Stokları

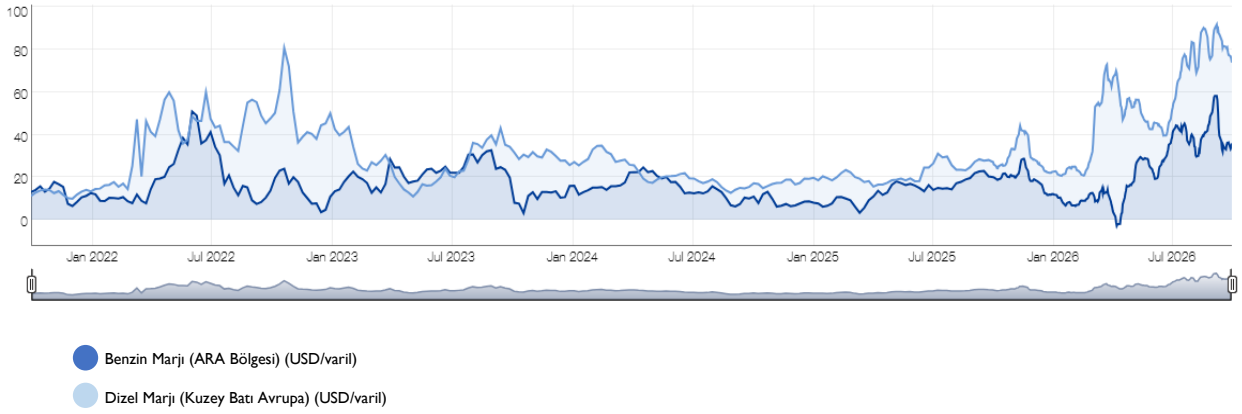


Küresel Petrol Marj ve Fiyat Görünümü

Grafik 13: Ağır-Hafif Ham Petrol Fiyat Makasları (USD/v)

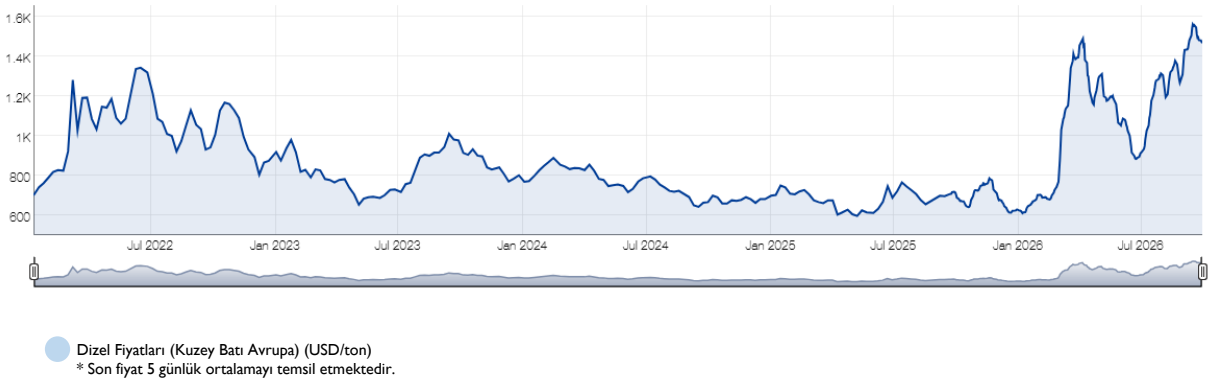


Grafik 14: Dizel ve Benzin Marjları



- Benzin Marjı (ARA Bölgesi) (USD/varil)
- Dizel Marjı (Kuzey Batı Avrupa) (USD/varil)

Grafik 15: Avrupa Dizel Fiyatları



- Dizel Fiyatları (Kuzey Batı Avrupa) (USD/ton)
- * Son fiyat 5 günlük ortalamaı temsil etmektedir.

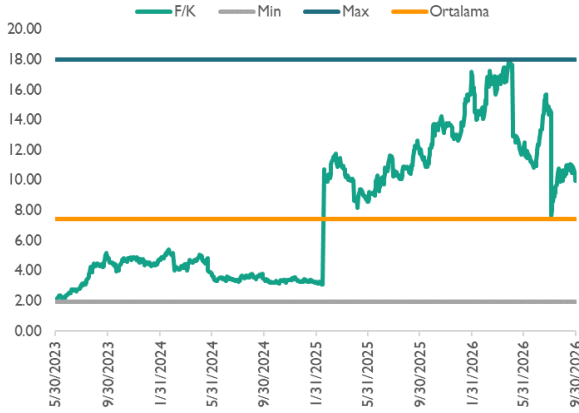
Kaynak: Bloomberg, Neste, Tüpraş Yatırımcı Sunumları ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Çarpan ve Performans Analizi

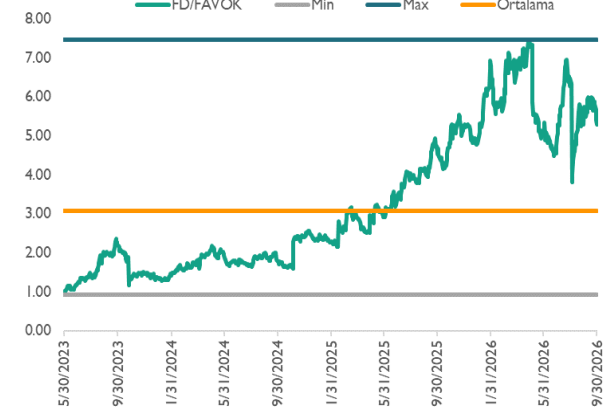
Tablo 1: Piyasa Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K		FD/FAVÖK	
		26T	27T	26T	27T
Marathon Petroleum	115,437	7.03	9.18	5.25	6.72
Phillips 66	101,874	8.81	9.91	6.34	7.09
Orlen SA	44,101	6.23	7.54	3.51	3.92
Repsol	36,870	5.93	7.68	3.67	4.82
Neste Oyj	28,709	8.73	11.45	7.11	7.68
OMV AG	26,533	7.69	8.93	3.74	4.04
Eneos Holdings	23,634	8.25	10.37	5.38	5.94
MOL Hungarian Oil	12,760	6.84	8.08	3.82	4.36
Par Pacific Holdings	4,089	3.80	6.80	3.82	5.61
Medyan		7.03	8.93	3.82	5.61
Tüpraş	14,816	9.94	12.09	5.38	6.35
Prim/İskonto		41%	35%	41%	13%

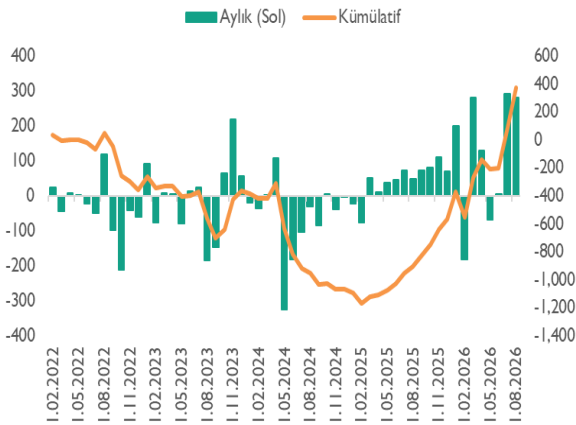
Grafik 16: Tüpraş Tarihsel F/K Çarpanı



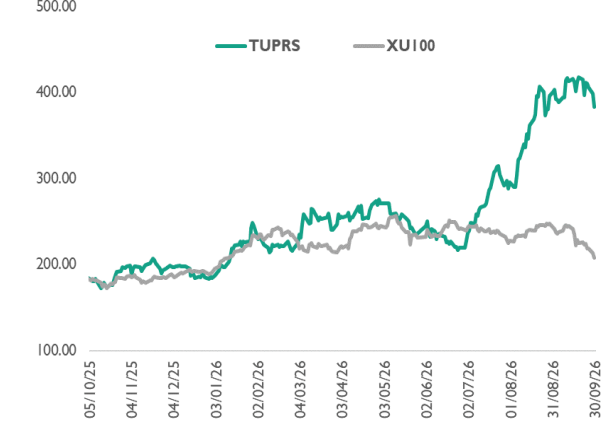
Grafik 17: Tüpraş Tarihsel FD/FAVÖK Çarpanı



Grafik 18: Tüpraş Yabancı İşlemleri



Grafik 19: TUPRS ve BIST 100 Performans



Kaynak: Bloomberg, Neste, Tüpraş Yatırımcı Sunumları ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
Yönetmen
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
KIDEMLİ UZMAN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

