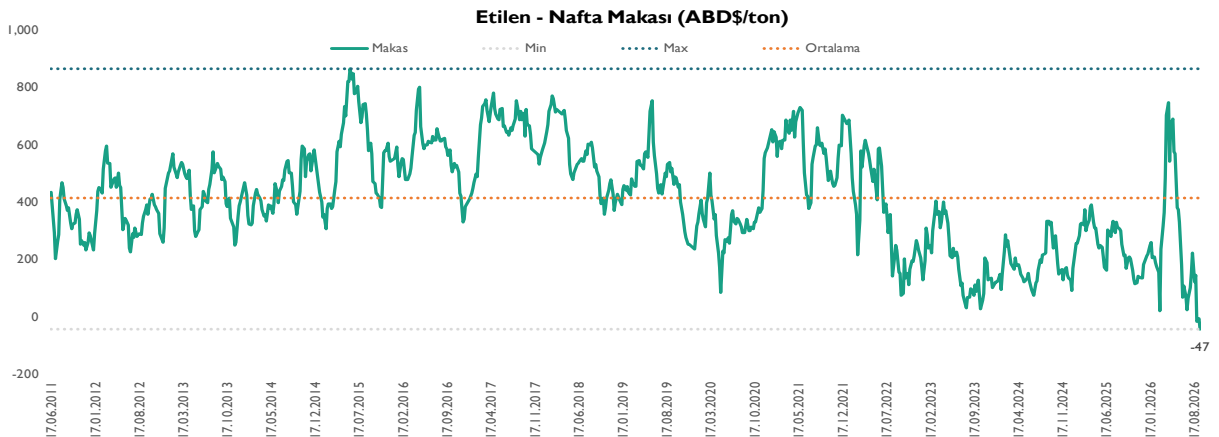


## Petkim Marjları

- **Etilen-Nafta Makası Tarihi Düşük Seviyede.** Petkim'in haftalık verilerine göre, 18 Eylül itibarıyla etilen-nafta makası **-47 ABD\$/ton seviyesine geriledi**. Böylece 2011'den bu yana izlenen veri setinde etilen-nafta makası **üst üste üçüncü** haftada da negatif bölgede kaldı. Aynı dönemde **Petkim makası haftalık bazda %3 düşüşle 264 ABD\$/ton** seviyesine geriledi. Haftalık fiyat hareketlerinde **etilen tarafındaki zayıflık** öne çıktı. **Etilen fiyatı %6 düşüşle 807 ABD\$/ton, nafta fiyatı ise %2 düşüşle 853 ABD\$/ton seviyesine geriledi**. Etilen fiyatlarındaki düşüşün naftaya kıyasla daha sert gerçekleşmesi, makasın yeniden daralmasında temel belirleyici oldu. Etilen-nafta makası yıl başından bu yana **263 ABD\$/ton olan ortalamanın** oldukça altında kalırken, Petkim makası da **395 ABD\$/tonluk yılbaşından bu yana ortalamanın yaklaşık %33 altında gerçekleşti**. Buna karşılık, nihai petrokimya ürün fiyatlarını takip eden **Platts Petrokimya Endeksi haftalık bazda %1 artışla 1.143 ABD\$/ton** seviyesine yükseldi. Endeksin 1.028 ABD\$/tonluk yılbaşından bu yana ortalamanın yaklaşık %11 üzerinde seyretmesi, nihai ürün fiyatlarının geleneksel etilen-nafta makasına kıyasla daha dirençli bir görünüm sergilediğine işaret ediyor.
- **Etilen Fiyatlarındaki Gerileme Marj Baskısının Temel Belirleyicisi Oluyor.** Bu haftanın en dikkat çekici gelişmesi, nafta fiyatlarındaki sınırlı gerilemeye karşılık etilen fiyatlarının daha sert düşmesi oldu. Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler ve Hürmüz Boğazı'ndaki lojistik riskler **hammadde piyasalarında oynaklığı artırırken, Avrupa etilen piyasasında zayıf nihai talep ve yüksek kapasite fazlası fiyatlar üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor**. Petkim'in 2Ç26 yatırımcı sunumunda da küresel petrokimya sektörünün temel sorunları arasında **kapasite fazlası, zayıf nihai talep ve arz tarafındaki kesintiler** öne çıkarılmıştı. Bu çerçevede, mevcut dönemde marj görünümünü yalnızca nafta fiyatlarındaki hareketle açıklamak yeterli görünmüyor. Etilen fiyatlarının talep kaynaklı baskıyla naftadan daha hızlı gerilemesi, geleneksel etilen-nafta makasının negatif bölgede kalmasında giderek daha belirleyici hale geliyor.
- Şirketin hesaplamasına göre Petkim makası, 2023–2025 döneminde düzeltilmiş **brüt kar ile %98** korelasyon gösteriyor. 2Ç26'da **547 ABD\$/ton** seviyesine yükselen Petkim makası, Temmuz ayında **301 ABD\$/ton, 11 Eylül'de ise 272 ABD\$/ton seviyesindeydi**. 18 Eylül itibarıyla makasın **264 ABD\$/ton** seviyesine gerilemesi, 3Ç26'da marjların ikinci çeyrekteki güçlü seviyelerden belirgin şekilde normalleştiğini gösteriyor. Bununla birlikte, spot etilen-nafta makasının -47 ABD\$/ton ile negatif bölgede bulunmasına rağmen **Petkim makasının 264 ABD\$/ton ile pozitif kalması, şirketin ürün portföyünün geleneksel etilen-nafta spreadine kıyasla daha dirençli bir marj yapısı sunduğuna işaret ediyor**. Platts Petrokimya Endeksi'nin yılbaşından bu yana ortalamasının %11 üzerinde seyretmesi de bu görünümü destekliyor.
- **Özetle;** önümüzdeki dönemde Orta Doğu'daki gelişmeler, Hürmüz Boğazı'ndaki tanker trafiği ve enerji fiyatları petrokimya marjlarının seyri açısından önemini koruyacak. Jeopolitik risklerin nafta ticaret akışlarını ve hammadde maliyetlerini etkilediği bir ortamda, Avrupa'daki zayıf talep ve yüksek kapasite fazlasının etilen fiyatları üzerindeki baskıyı sürdürmesi beklenebilir. Bu görünümün devam etmesi halinde etilen-nafta makasındaki baskının kısa vadede devam etmesi olası görünüyor. Bununla birlikte, Petkim makasının **264 ABD\$/ton seviyesine gerilemesine rağmen Platts Endeksi'nin yılbaşından bu yana ortalamasının %11 üzerinde seyretmesi, nihai ürün fiyatlarında belirli ölçüde direnç bulunduğunu gösteriyor**. Dolayısıyla şirketin marj görünümünde anlamlı bir toparlanma için etilen fiyatlarının güçlenmesi ve nihai petrokimya ürünlerindeki fiyat direncinin korunması kritik olacaktır. **Petkim hisseleri 68,3x FDI/FAVÖK çarpanıyla işlem görürken, son bir aylık dönemde BIST 100'ün %14 üzerinde performans gösterdi**.

Tablo 1: Etilen Nafta Makası

| ABD\$/ton    | 18.Eyl     | 11.Eyl    | Değ. (%)    | YTD        | YTD (%)     | 3Ç26      | 2Ç26       | 1Ç26       | 4Ç25       | 3Ç25       | 2Ç25       | 2024       | 2023       | 2022       | 2021       |
|--------------|------------|-----------|-------------|------------|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Etilen       | 807        | 860       | -6%         | 993        | -19%        | 837       | 1.286      | 844        | 666        | 823        | 808        | 822        | 816        | 1.136      | 1.212      |
| Nafta        | 853        | 867       | -2%         | 730        | 17%         | 761       | 801        | 629        | 508        | 547        | 536        | 644        | 625        | 771        | 627        |
| <b>Makas</b> | <b>-47</b> | <b>-8</b> | <b>a.d.</b> | <b>263</b> | <b>a.d.</b> | <b>77</b> | <b>485</b> | <b>214</b> | <b>158</b> | <b>277</b> | <b>272</b> | <b>178</b> | <b>190</b> | <b>365</b> | <b>586</b> |



Kaynak: Petkim, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

**Analist:**

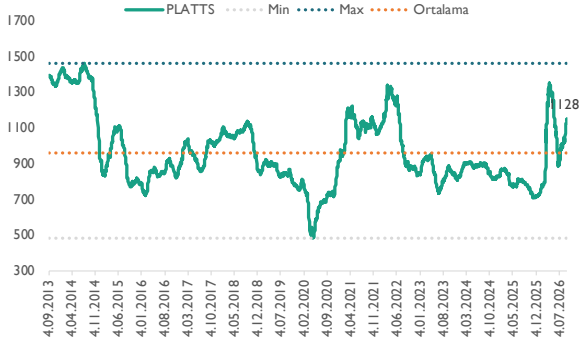
**Muhammet Çakmak**

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

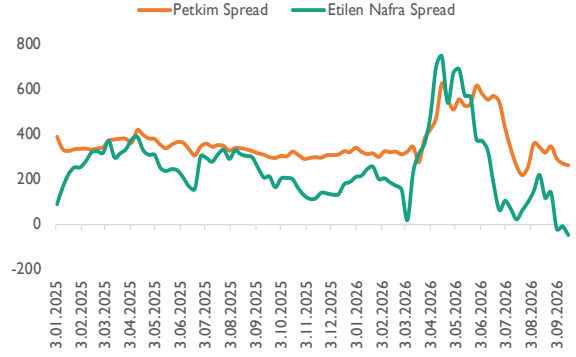


## Petkim Marjları

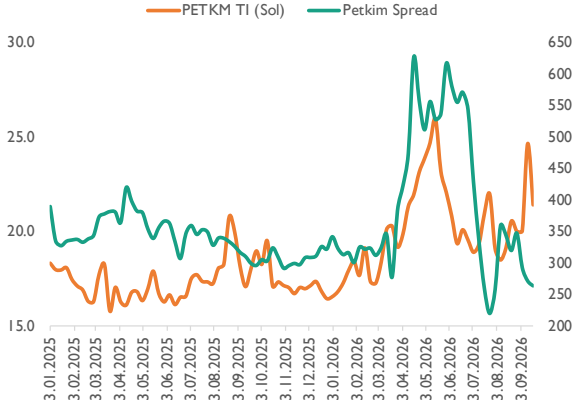
Grafik 1: Platts Endeksi



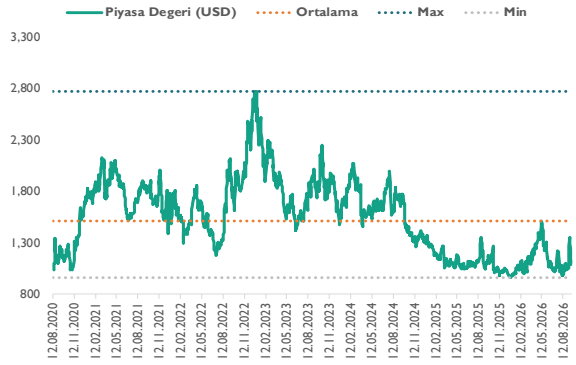
Grafik 2: \*Petkim Spread ve Etilen-Nafta Spread



Grafik 3: Petkim Cari Fiyat (TL) ve Petkim Spread



Grafik 4: Petkim Piyasa Değeri (USD)



Kaynak: Petkim, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

\* **Petkim makası**, geleneksel nafta-etilen makasına kıyasla şirketin marj yapısını daha doğru yansıtmaktadır. Brüt kar ile daha güçlü uyum göstererek operasyonel performans için daha güvenilir bir gösterge sunmaktadır. Metodoloji, farklı piyasa döngülerinde daha tutarlı ve anlamlı marj analizi yapılmasına imkan tanımaktadır. 2023–2025 döneminde düzeltilmiş brüt kar ile %98 korelasyon göstererek güçlü bir performans metriği olduğunu ortaya koymaktadır.

## Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gzgr  
ARAşTIRMA  
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş  
Yönetmen  
Teknik Analist

Muhammet akmak  
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.ř. ("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 dayanılarak 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 kişiiler ile paylaşılamaz.

