Tüpraş Ekim Marj Görünümü

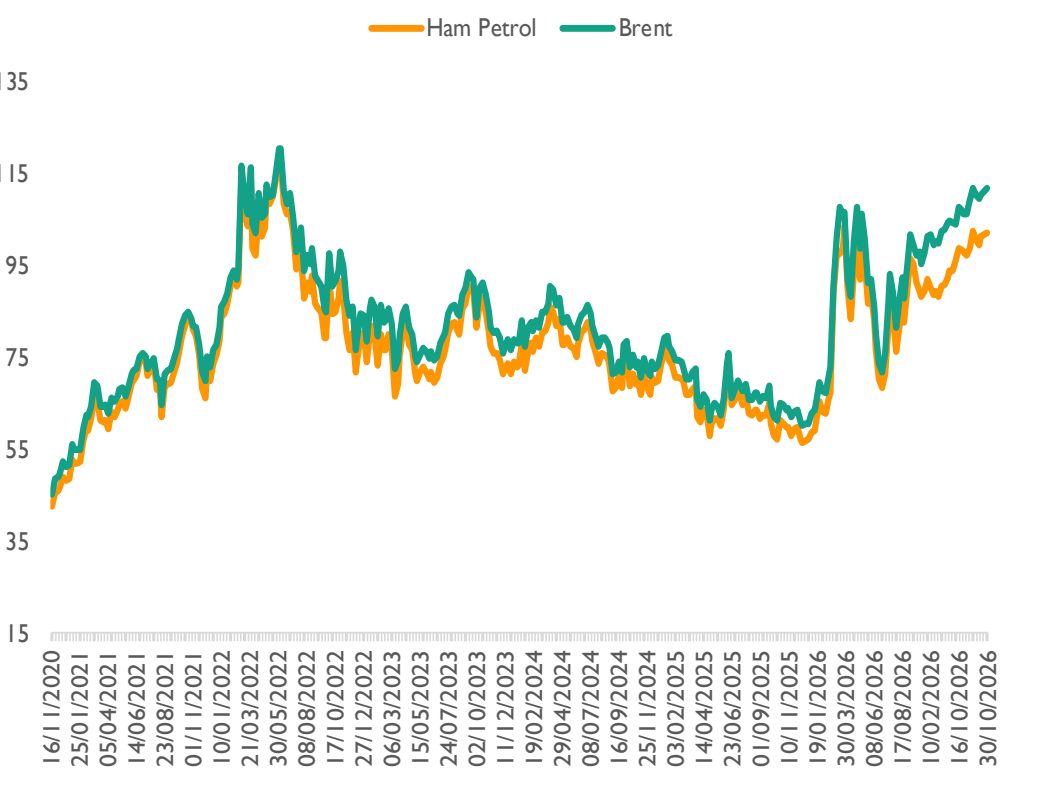
Tüpraş Ekim ayına ilişkin ürün marjlarını açıkladı. Orta distilat ürün grubunda motorin marjı ***aylık bazda %20 gerileyerek 67,0 $/varil*** seviyesinde gerçekleşirken, ***jet yakıtı marjı %6 düşüşle 70,9 $/varil*** seviyesine indi. Hafif distilat grubunda ***benzin marjı %51 gibi belirgin bir düşüşle 21,5 $/varil*** seviyesine gerilerken, ***yüksek kükürtlü fuel-oil marjı da Eylül ayındaki -30,9 $/varil seviyesinden -31,6 $/varile*** düştü. _Böylece Ekim ayında tüm ürün gruplarında aylık bazda zayıflama görülürken, motorin ve jet yakıtı marjları diğer ürünlere kıyasla genel olarak yüksek seviyelerini korudu._ Yıllık bazda ise jet yakıtı, motorin ve benzin marjlarının sırasıyla %193, %154 ve %17 artış göstermesi, ürün marjlarındaki güçlü görünümün sürdüğüne işaret ediyor.

Mevsimsel Talep Zayıflaması ve Arz Tarafındaki Kısmi Toparlanma Marjları Baskıladı. Ekim ayında yüksek sezonun sona ermesiyle petrol ürünlerine yönelik mevsimsel talep zayıflarken, küresel rafine ürün arzında kısmi toparlanma gözlendi. Özellikle benzin tarafında stokların toparlanması ve Çin'in ek ihracat kotaları açıklaması, arz beklentilerini güçlendirerek marjlardaki gerilemede etkili oldu. Orta distilat tarafında ise Rusya'daki rafineri tesislerine yönelik saldırılar nedeniyle baskılanan üretim kapasitesi Ekim ayının ikinci yarısında kısmen toparlansa da dizel arzına yönelik kısıtlamalar devam etti. ***Nitekim Rusya, dizel, gemi yakıtı ve gaz yağı ihracatına yönelik yasağı 31 Ocak 2027'ye kadar uzatırken, belirli ihracat anlaşmaları kapsamındaki sevkiyatlara istisna tanıdı. Ayrıca Hindistan'ın artan orta distilat ihracatı ve Çin'in Ekim sonunda açıkladığı ilave benzin, dizel ve jet yakıtı ihracat kotaları küresel arz sıkılığını kısmen hafifletebilecek gelişmeler olarak öne çıkıyor. 29 Ekim itibarıyla Avrupa ARA bölgesindeki ürün stokları, ürün grupları arasında farklılaşan bir görünüm sergiliyor. Benzin stoklarının 868 bin ton, motorin (gasoil) stoklarının 1,72 milyon ton, jet yakıtı stoklarının 380 bin ton ve fuel oil stoklarının 762 bin ton seviyesinde gerçekleşmesi dikkat çekiyor (Avrupa Stok Görünümü).***

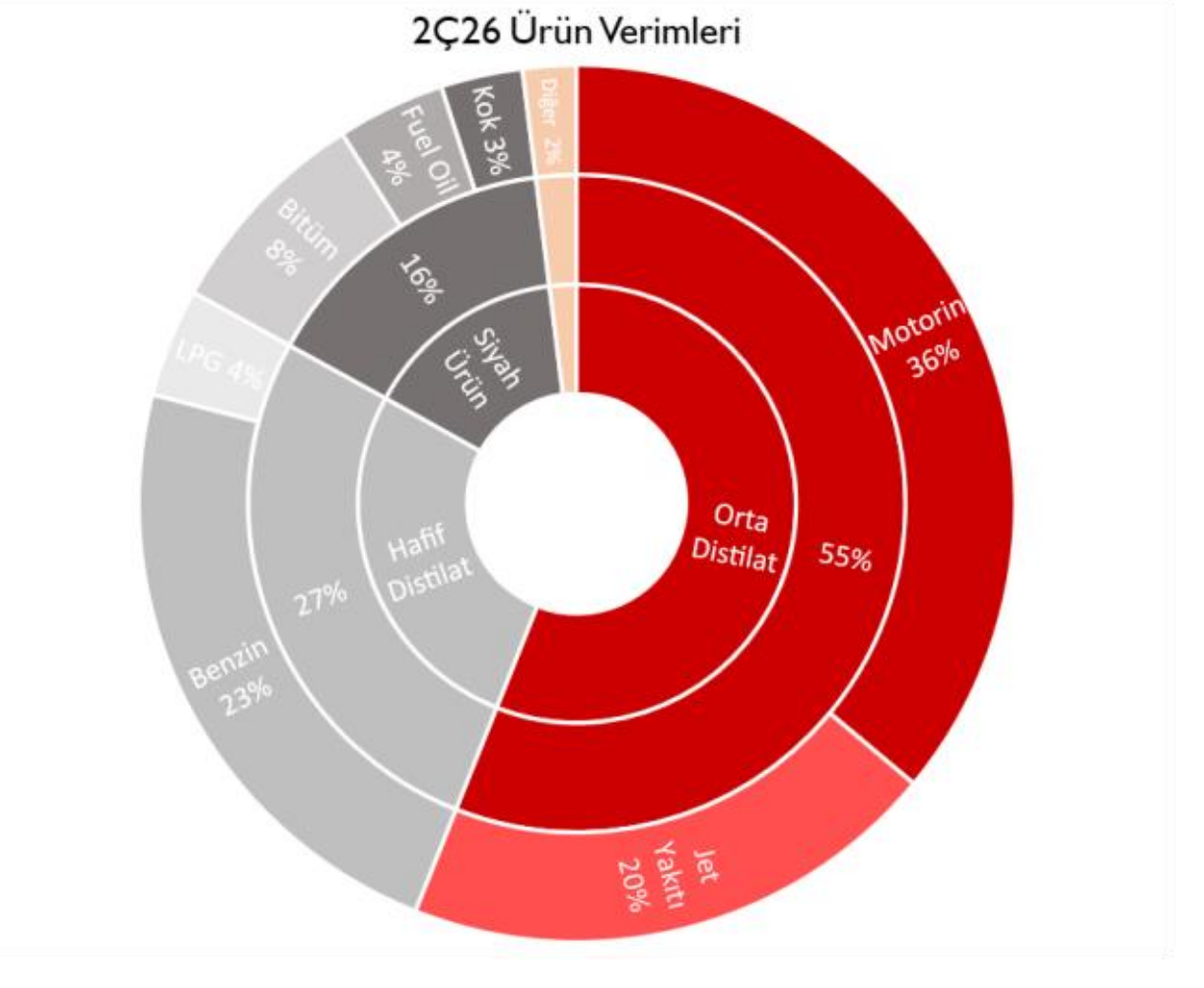
Tüpraş 3Ç26 Sonuçlarını 6 Kasım'da Açıklayacak. Yılın üçüncü çeyreğinde özellikle orta distilat ürün grubundaki marjların yüksek seviyelerde bulunması operasyonel görünümü destekliyor. Ayrıca, artan sigorta ve ulaştırma maliyetlerine rağmen FAVÖK marjının %20 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. ***Bu çerçevede şirketin 3Ç26'da 419.550 milyon TL net satış geliri, 83.070 milyon TL FAVÖK ve 60.103 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.*** Şirket 2Ç26'da net rafinaj marjı beklentisini 13-15 $/varil seviyesinde korumuştu.

Marj Görünümünde Güçlü Seyrin Korunmasını Bekliyoruz. Küresel motorin ve jet yakıtı piyasalarındaki arz sıkılığının bu ürünlerin marjlarını desteklemeyi sürdürebileceğini değerlendiriyoruz. Öncü nitelikte izlediğimiz göstergeler Ekim sonundan bu yana özellikle motorin marjı tarafında tekrardan yükselişe işaret ediyor. Orta Doğu'daki arz akışlarının normalleşme hızı, Rusya'nın rafine ürün ihracatı, Çin'in ihracat politikası ve küresel rafineri kapasitesindeki toparlanma önümüzdeki dönemde yakından izlenecek. Mevcut görünümde, aylık dalgalanmalara karşın rafinaj sektörünün geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde bir marj ortamında kalma potansiyelini koruduğunu değerlendiriyoruz. ***Şirket hisseleri son bir aylık dönemde %8,9'luk düşüş kaydetmesine karşın, BIST 100 endeksinin %3,9 üzerinde performans gösterdi. Tüpraş, 2026 tahminlerimize göre 8,48x F/K ve 4,43x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.***

Grafik 1: Brent ve Ham Petrol Fiyatları



Grafik 2: Tüpraş Ürün Verimleri



Kaynak: Tüpraş Yatırımcı Sunumu

Tüpraş Ürün Marjları - Ekim 2026 (USD/varil)

	Ekim 26	Ekim 25	y/y	Eylül 26	a/a
Brent Petrol	124.8	64.8	93%	116.8	7%
Motorin	67.0	26.4	154%	84.1	-20%
Jet Yakıtı	70.9	24.2	193%	75.3	-6%
Benzin	21.5	18.4	17%	43.5	-51%
Fuel-Oil	-31.6	-5.3	a.d.	-30.9	a.d.

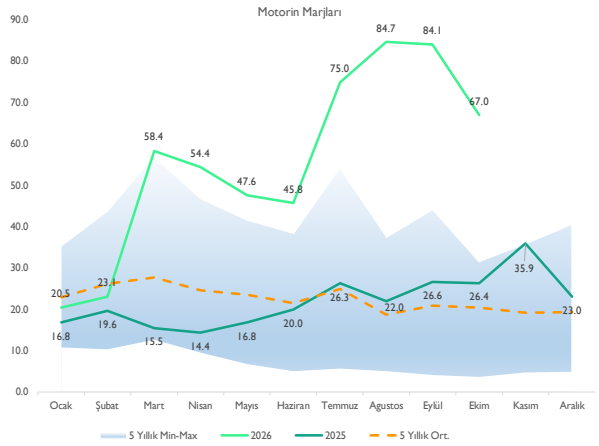
Kaynak: Tüpraş, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Analist:
Muhammet Çakmak
muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

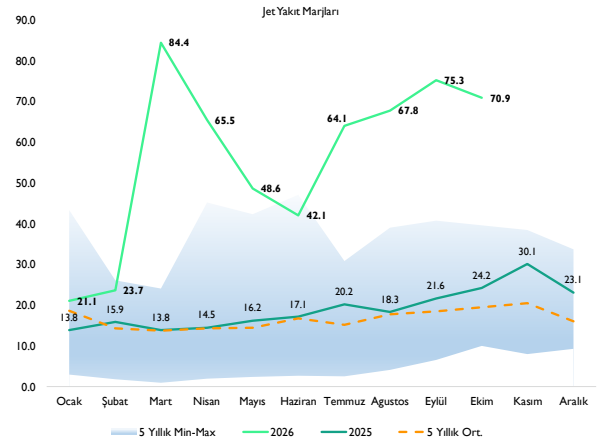
Analist:
Ali Osman Okut
ali.okut@kuveytturkyatirim.com.tr

Tüpraş Marjları

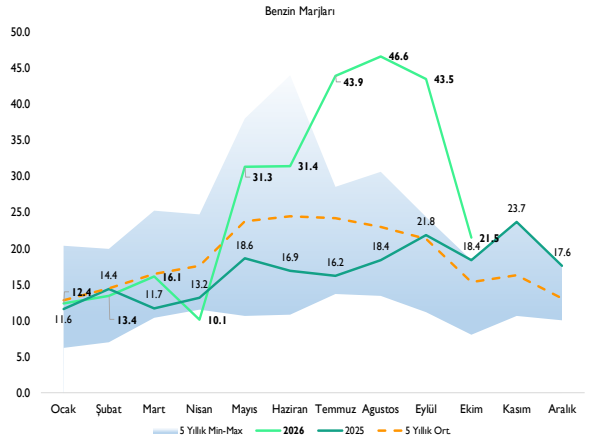
Grafik 3: Dizel Marjları



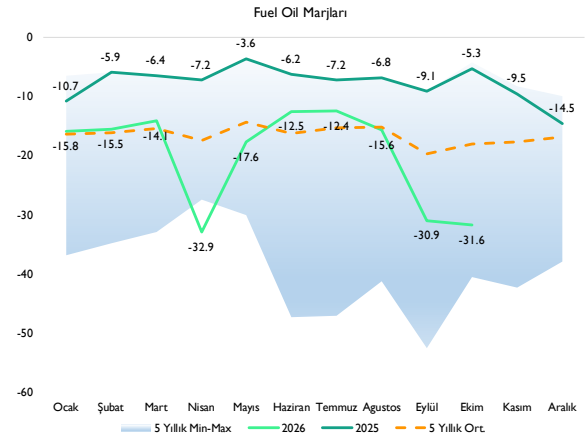
Grafik 4: Jet Yakıt Marjları



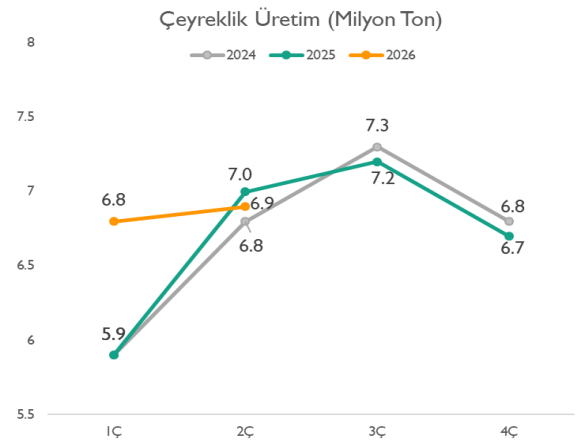
Grafik 5: Benzin Marjları



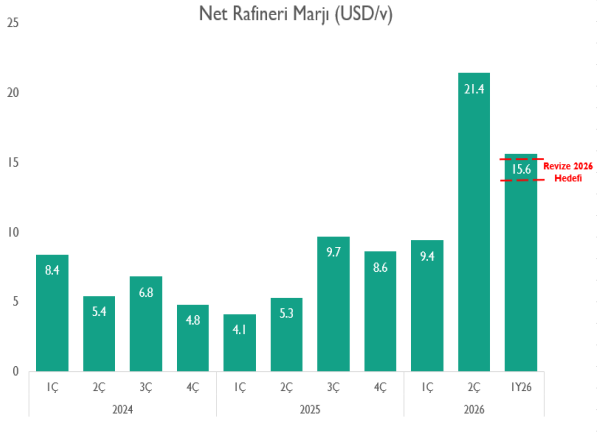
Grafik 6: Fuel Oil Marjları



Grafik 7: Tüpraş Çeyreklik Üretim



Grafik 8: Net Rafineri Marjı (USD/v)



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

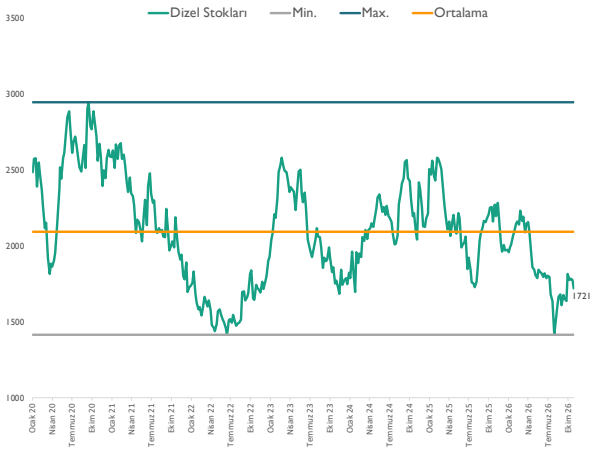
Avrupa Stok Görünümü

Avrupa'da Rafine Ürün Stokları Ekim Ayının Sonu İtibarıyla Ürün Bazında Farklılaşan Bir Görünüm Sergiliyor.

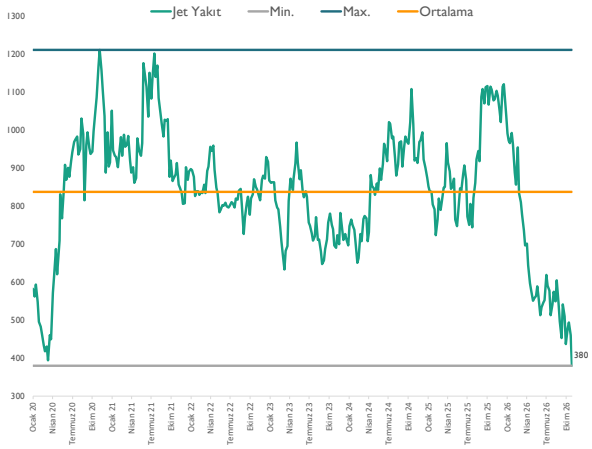
29 Ekim itibarıyla takip ettiğimiz ARA verilerine göre benzin stokları 868 bin ton, motorin/gasoil stokları 1,721 milyon ton, jet yakıtı stokları 380 bin ton ve fuel-oil stokları 762 bin ton seviyesinde bulunuyor. ***Eylül ayının 24'ü ile karşılaştırıldığında benzin ve motorin stoklarında artış, jet yakıtı ve fuel-oil stoklarında ise gerileme görülüyor.*** Özellikle jet yakıtı stoklarının 510 bin tondan 380 bin tona gerilemesi, Eylül ayında ay başında son yedi yılın en düşük seviyesine inen stok görünümündeki sıkılığın Ekim ayında da devam ettiğine işaret ediyor.

Orta distilat tarafında jet yakıtı stoklarındaki düşüş dikkat çekerken, motorin stoklarının yükselmesi bu üründeki arz görünümünün görece iyileştiğini gösteriyor. Bu ayrışma, Ekim ayında jet yakıtı marjının aylık bazda %5,8 gerilemesine karşın 70,9 $/varil ile yüksek seviyesini korumasıyla da uyumlu bir görünüm sunuyor.

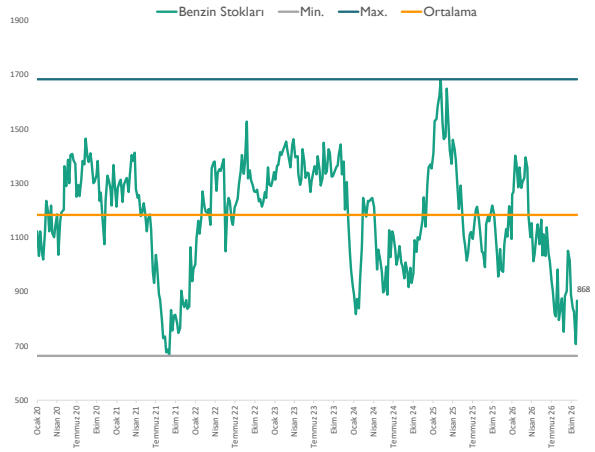
Grafik 9: Dizel Stokları



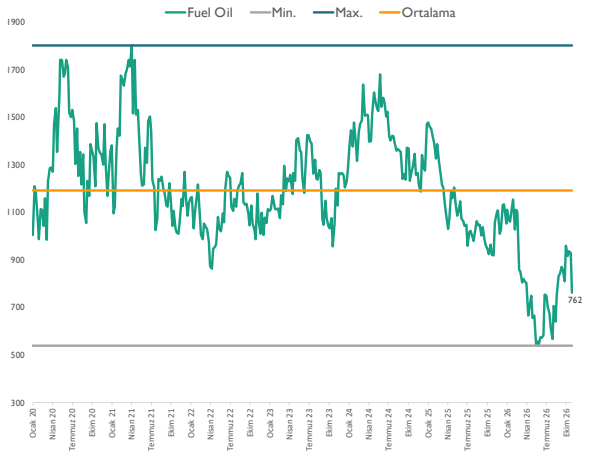
Grafik 10: Jet Yakıt Stokları



Grafik 11: Benzin Stokları



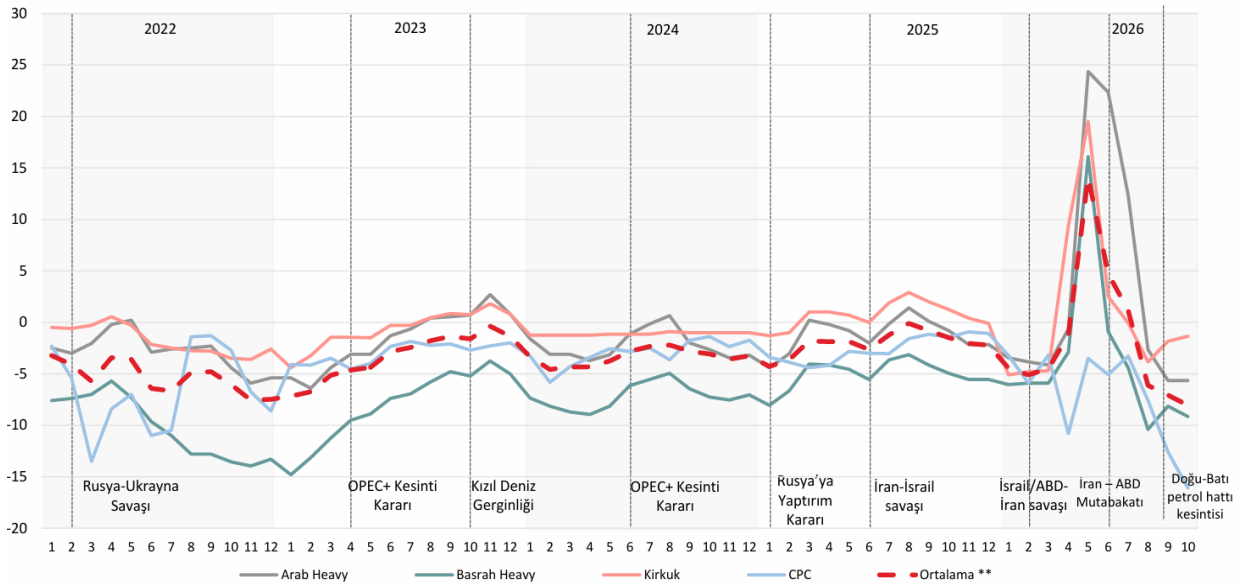
Grafik 12: Fuel Oil Stokları



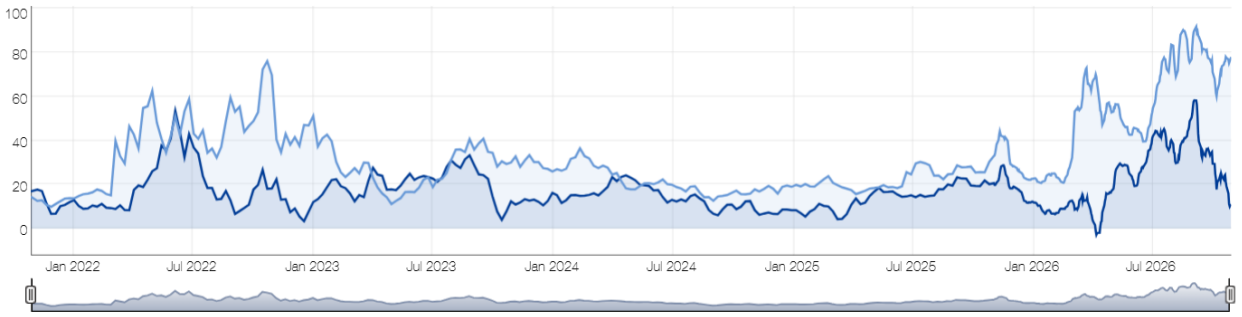
Kaynak: Bloomberg, Neste, Tüpraş Yatırımcı Sunumları ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Küresel Petrol Marj ve Fiyat Görünümü

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



Grafik 14: Dizel ve Benzin Marjları



Grafik 15: Avrupa Dizel Fiyatları



* Son fiyat 5 günlük ortalamayı temsil etmektedir.

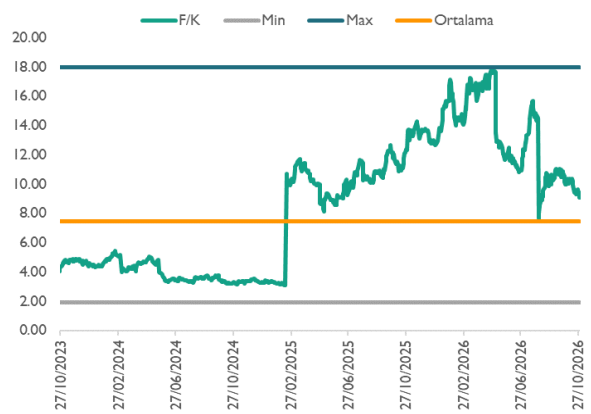
Kaynak: Bloomberg, Neste, Tüpraş Yatırımcı Sunumları ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Çarpan ve Performans Analizi

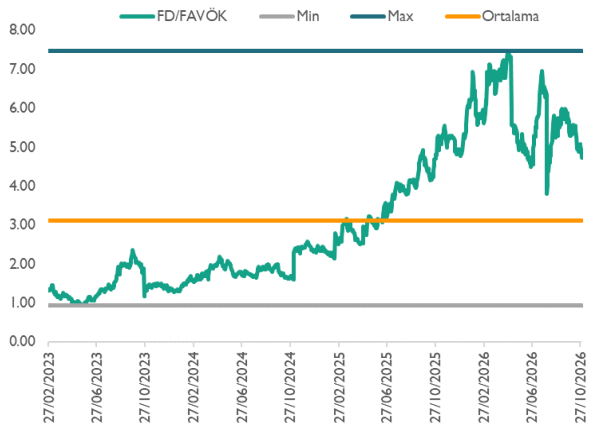
Tablo 1: Piyasa Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K		FD/FAVÖK	
		26T	27T	26T	27T
Marathon Petroleum	129,832	6.87	7.55	5.07	6.10
Phillips 66	112,855	8.38	8.90	5.99	6.40
Orlen SA	43,295	6.23	7.54	3.51	3.92
Repsol	37,526	5.69	7.65	3.48	3.90
OMV AG	27,842	7.24	8.88	3.95	4.22
Neste Oyj	24,354	7.32	9.57	5.28	6.28
Eneos Holdings	24,216	8.28	10.42	5.64	6.25
MOL Hungarian Oil	12,550	5.28	7.22	3.18	3.91
Par Pacific Holdings	3,819	3.14	4.87	3.12	4.10
Medyan		**7.03**	**7.65**	**3.82**	**4.22**
Tüpraş	**13,297**	**8.48**	**10.31**	**4.43**	**5.23**
Prim/İskonto		**21%**	**35%**	**16%**	**24%**

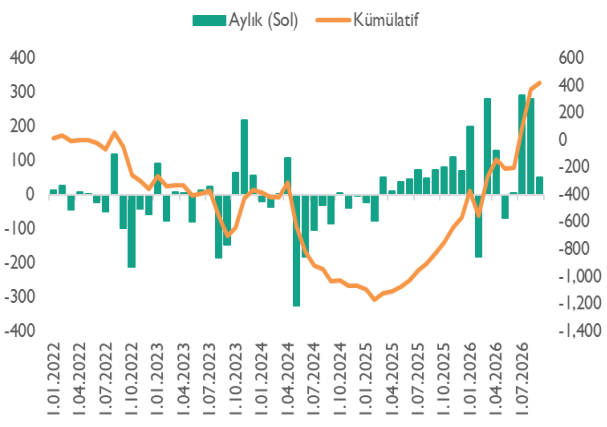
Grafik 16:Tüpraş Tarihsel F/K Çarpanı



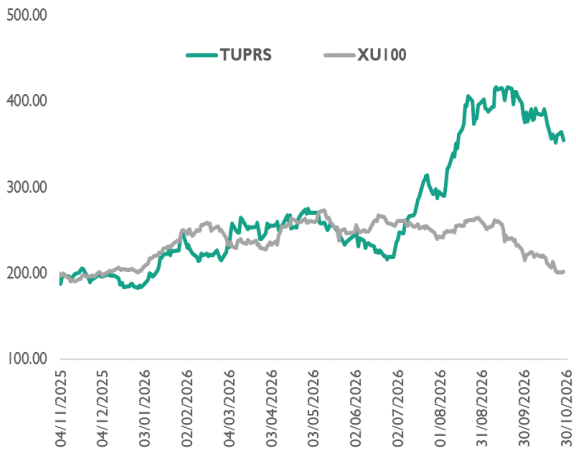
Grafik 17:Tüpraş Tarihsel FD/FAVÖK Çarpanı



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
Yönetmen
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 dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla 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.