

Tüpraş Ağustos Marj Görünümü

Tüpraş, Ağustos ayına ilişkin ürün marjlarını açıkladı. Orta distilat ürün grubunda motorin marjı, aylık bazda %13 ve yıllık bazda %285 gibi güçlü bir artışla **84,7 \$/varil** seviyesine yükseldi. Jet yakıtı ve benzin marjları ise aylık bazda %6 artışla sırasıyla **67,8 \$/varil** ve **46,6 \$/varil** seviyelerine ulaştı. Fuel-oil marjı ise **-15,6 \$/varil** olarak gerçekleşti.

Arz sıkışıklığı marjları desteklemeye devam ediyor. ABD/İsrail-İran savaşı sonrası oluşan arz kayıplarının rafine ürün piyasaları üzerindeki etkisi, özellikle yıllık bazda marjlara yansımaya devam ediyor. Rusya'daki rafineri tesislerine yönelik Ukrayna saldırıları üretim üzerinde baskı oluştururken, Rusya motorin ihracat yasağını 30 Eylül'e kadar uzattı ve benzin ihracatına yönelik kısıtlamaları sürdürdü. Öte yandan, Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) Ağustos raporuna göre küresel rafineri üretimi Temmuz ayında yıllık bazda yaklaşık 5 milyon varil/gün daha düşük gerçekleşti. Orta distilat ve hafif ürünlerdeki arz sıkışıklığı, Atlantic Basin rafinaj marjlarının yüksek seviyelerde seyretmesini destekledi.

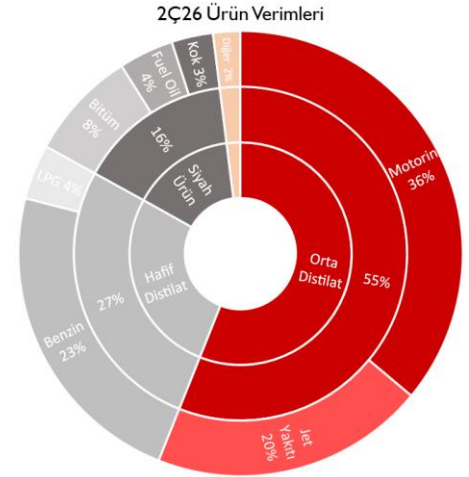
Net rafinaj marjı beklentisi yukarı revize edilmişti. Tüpraş, 2Ç26 sonuçlarının ardından 2026 yılı net rafinaj marjı beklentisini **6-7 \$/varil seviyesinden 13-15 \$/varil** seviyesine yükseltmişti. Şirket ayrıca 2026 yılında yaklaşık 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve %95'in üzerinde kapasite kullanım oranı öngörüyor. Şirket yönetimi, 3Ç26 ve 4Ç26 dönemlerinde güçlü marj görünümünün ve mevsimsel talep koşullarının devam etmesini beklerken, Orta Doğu ve Rusya'da devre dışı kalan rafinerilerin 2027 yılına kadar kademeli olarak yeniden devreye alınmasıyla birlikte marjlarda normalleşme öngörüyor. Bununla birlikte, mevcut arz sıkışıklığının devam etmesi halinde güçlü marjların 2027 yılının başına sarkma potansiyelinin bulunduğu belirtiliyor.

Marjların yüksek seyrinin devam etmesini bekliyoruz. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, jeopolitik risklerin ve küresel rafineri arzındaki sıkışıklığın devam etmesiyle ürün marjlarının yüksek seviyelerini koruyabileceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, jeopolitik risklerin azalması ve devre dışı kapasitenin yeniden devreye alınmasıyla oluşabilecek normalleşme sürecinde aylık bazda marj oynaklığının artabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, 3Ç26 ve 4Ç26 dönemlerinde mevsimsel talebin güçlü seyretmesinin, olası aylık marj daralmalarının Tüpraş'ın operasyonel karlılığı üzerindeki etkisini sınırlayabileceğini değerlendiriyoruz. **Şirket, 2026 tahminlerimize göre 9,7x F/K ve 5,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken, yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin %77,5 üzerinde performans gösterdi.**

Grafik 1: Brent ve Ham Petrol Fiyatları



Grafik 2: Tüpraş Ürün Verimleri



Kaynak: Tüpraş Yatırımcı Sunumu

Tüpraş Ürün Marjları - Ağustos 2026 (USD/varil)

	Ağustos 26	Ağustos 25	y/y	Temmuz 26	a/a
Brent Petrol	90.7	68.2	33%	83.4	9%
Motorin	84.7	22.0	285%	75.0	13%
Jet Yakıtı	67.8	18.3	270%	64.1	6%
Benzin	46.6	18.4	153%	43.9	6%
Fuel-Oil	-15.6	-6.8	a.d.	-12.4	a.d.

Kaynak: Tüpraş, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Analist:
Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

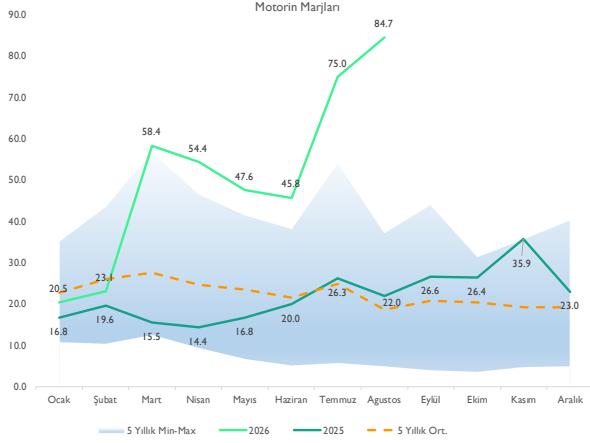
Analist:
Ali Osman Okut

ali.okut@kuveytturkyatirim.com.tr

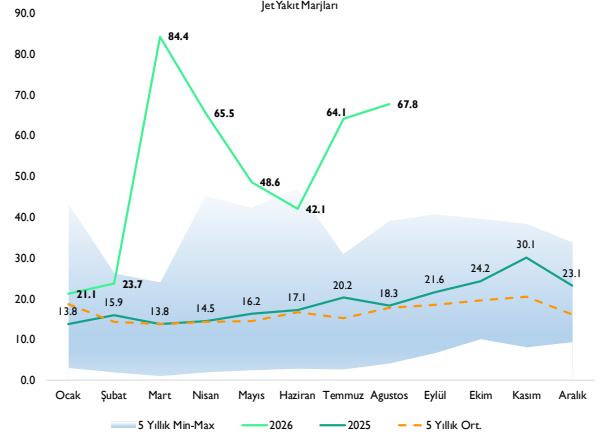


Tüpraş Marjları

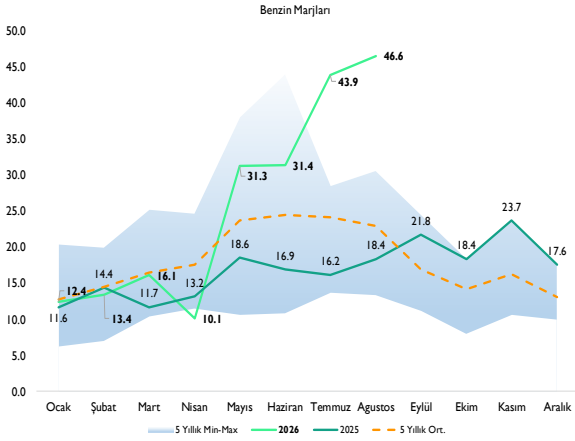
Grafik 3: Dizel Marjları



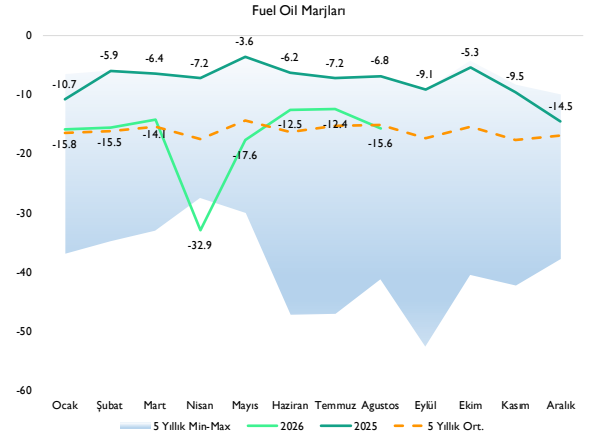
Grafik 4: Jet Yakıt Marjları



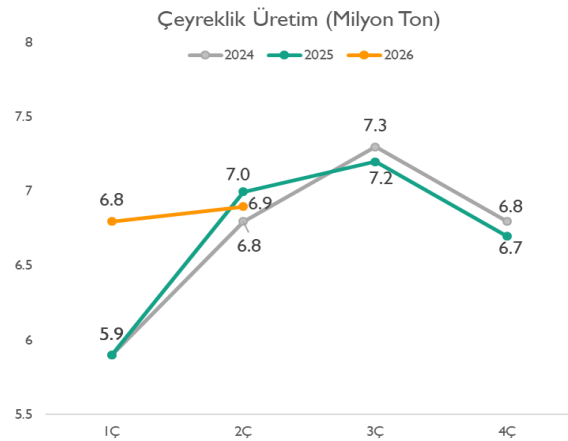
Grafik 5: Benzin Marjları



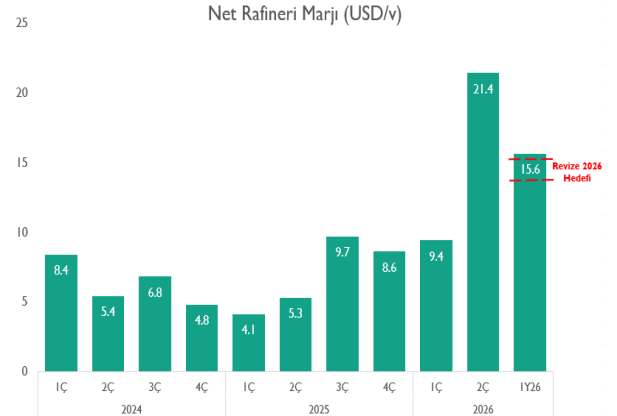
Grafik 6: Fuel Oil Marjları



Grafik 7: Tüpraş Çeyreklik Üretim



Grafik 8: Net Rafineri Marjı (USD/v)



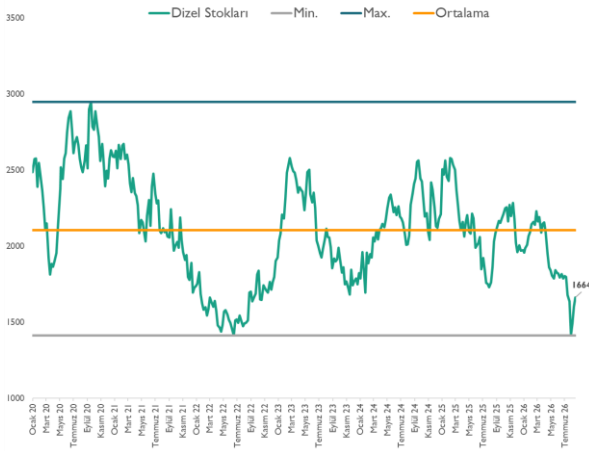
Avrupa Stok Görünümü

Avrupa'da rafine ürün stokları düşük seviyelerini koruyor.

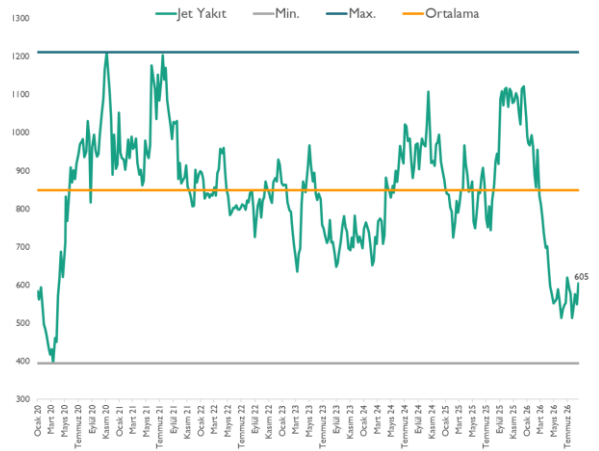
Ağustos ayında özellikle orta distilat stoklarındaki sıkı görünüm dikkat çekerken, ARA (Amsterdam-Rotterdam-Antwerp) bölgesinde motorin/gasoil stokları son dört yılın en düşük seviyelerine geriledi. Benzin stokları düşük seviyelerini korurken, fuel-oil stoklarında ise artış görüldü.

Rusya kaynaklı arz kayıpları, Orta Doğu'dan ürün akışlarının sınırlandırılması ve güçlü mevsimsel talep, Avrupa rafine ürün piyasasında arz sıkışıklığının devam etmesine neden olurken, düşük stok seviyelerinin özellikle motorin başta olmak üzere ürün marjlarını desteklemeyi sürdürmesini bekliyoruz.

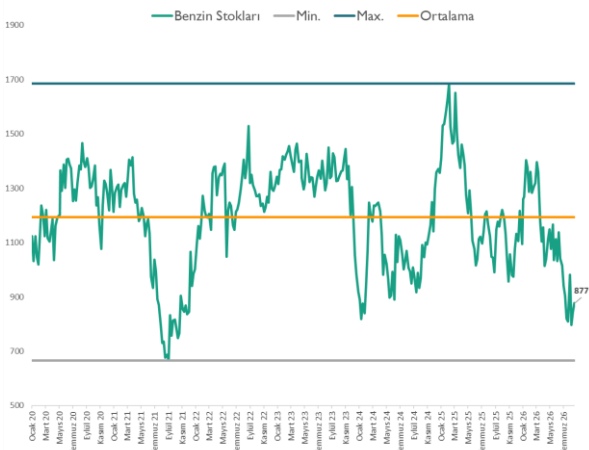
Grafik 9: Dizel Stokları



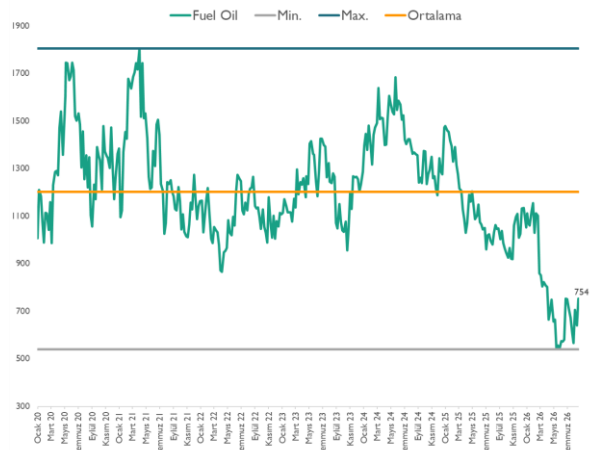
Grafik 10: Jet Yakıt Stokları



Grafik 11: Benzin Stokları

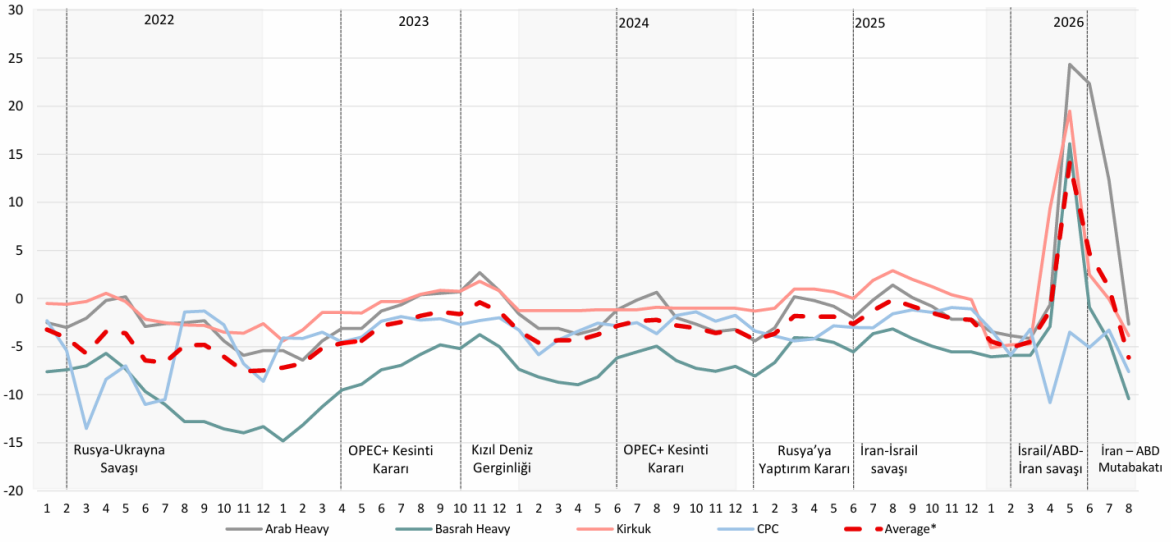


Grafik 12: Fuel Oil Stokları

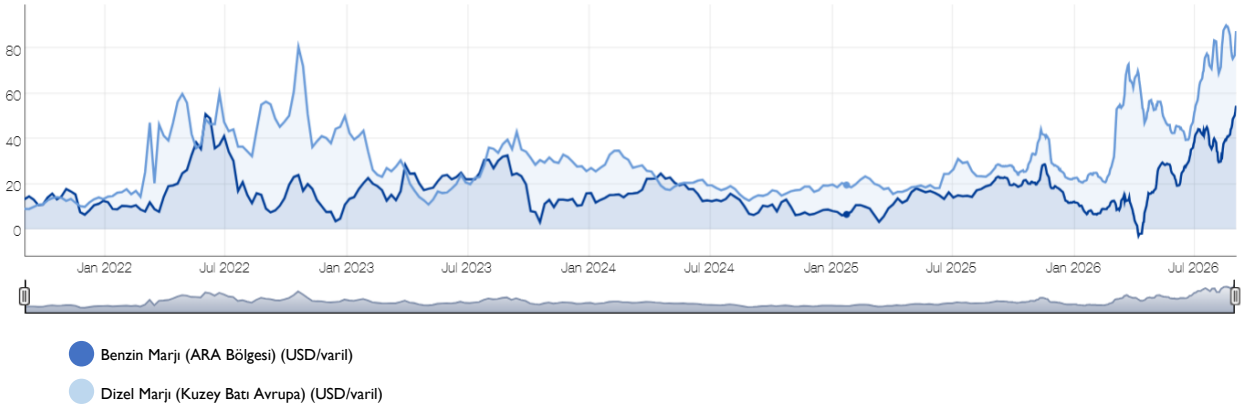


Küresel Petrol Marj ve Fiyat Görünümü

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



Grafik 14: Dizel ve Benzin Marjları



Grafik 15: Avrupa Dizel Fiyatları



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

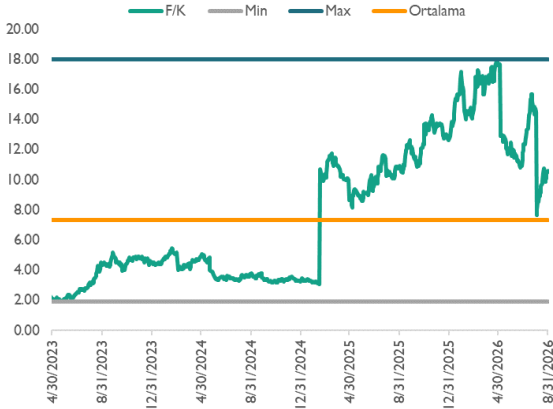


Çarpan ve Performans Analizi

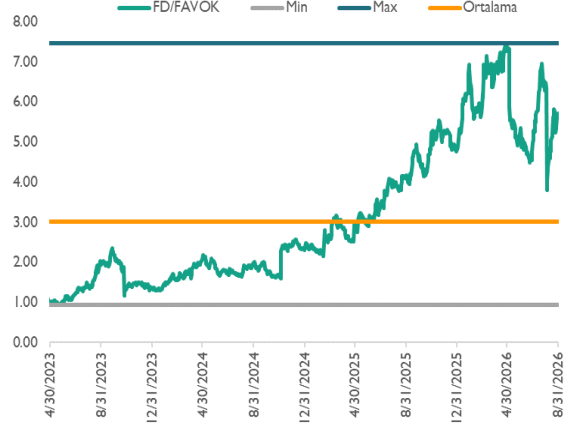
Tablo 1: Piyasa Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K		FD/FAVÖK	
		26T	27T	26T	27T
Marathon Petroleum	108,986	7.35	11.32	5.47	7.42
Phillips 66	98,391	9.29	11.74	6.54	8.23
Orlen SA	47,982	6.83	7.96	3.69	4.10
Repsol	34,156	5.53	7.53	3.71	4.75
Neste Oil	28,014	10.28	13.37	6.90	8.61
OMV AG	25,492	7.49	8.83	3.86	4.13
Eneos Holdings	22,734	8.98	10.57	6.36	6.72
MOL Hungarian Oil	13,340	8.88	8.12	4.19	4.47
Par Pacific Holdings	4,004	4.23	7.99	4.12	6.39
Medyan		7.49	8.83	4.19	6.39
Tüpraş	16,104	9.68	11.77	5.21	6.15
Prim/iskonto		29%	33%	24%	-4%

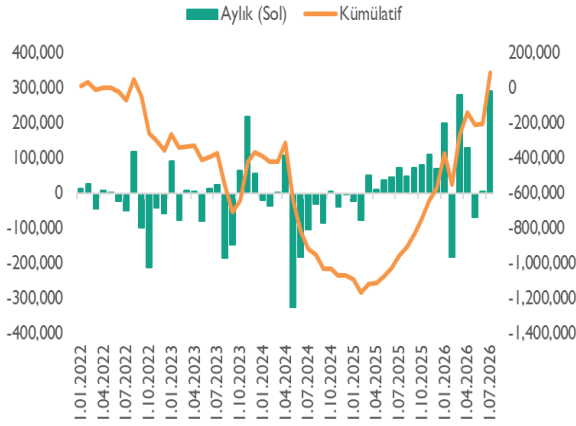
Grafik 16: Tüpraş Tarihsel F/K Çarpanı



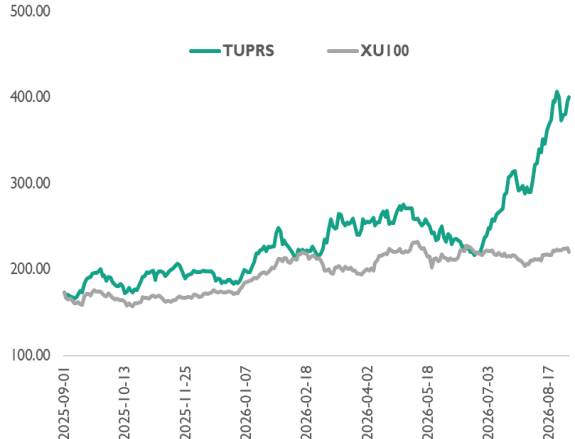
Grafik 17: Tüpraş Tarihsel FD/FAVÖK Çarpanı



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 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.

