

Jeopolitik gelişmeler ve mevsimsellik rafinaj marjlarını destekliyor: 2025'in başlarında gözlenen marjlardaki yumuşamaya karşın, İsrail-İran çatışması ve Hürmüz Boğazı'na yönelik güvenlik endişeleri, yılın ortalarında özellikle Avrupa dizel marjlarında belirgin bir artışa yol açtı. Ateşkes ham petrol fiyatlarını baskılasa da sıkışık Avrupa arzı, devam eden rafineri kapanışları, süregelen jeopolitik riskler ve elverişli mevsimsellik sayesinde dizel, jet yakıtı ve benzin marjları yüksek seviyelerde kalmaya devam ediyor.

Petrokimya tarafında zorluklar sürüyor: Zayıf talep ve arz fazlası, jeopolitik gerginlikler ve değişken gümrük tarifeleriyle birleşerek petrokimya sektörünü zorlamaya devam ediyor. Düşük yoğunluklu polietilen üretimindeki operasyonel kesintilere rağmen arz fazlası nedeniyle üreticiler marjları henüz toparlayamadı. Olumlu tarafta ise, 2025 ikinci çeyrek dönemi; toparlanan benzen talebi, daha az beklenmedik arz kesintisi ve iyileşen ekonomik göstergelerle birlikte yeniden dengelenmeye dair ilk işaretlerle kapandı. Bu gelişmeler, 2025 üçüncü çeyreği için temkinli iyimser bir görünüm sunuyor.

Tüpraş güçlenen marjlardan fayda sağlıyor – EÜG önerimizi koruyoruz: Tüpraş için hisse hedef fiyatımızı **210,00 TL'den 234,00 TL'ye** revize ederek **"Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.** Son üç ayda %29 yükselen ve BIST-100 endeksine göre %20 daha iyi performans gösteren hisse, şu an 2025 tahminlerimize göre **4,9x FD/FAVÖK**, 2026 tahminlerimize göreyse **3,5x FD/FAVÖK** çarpanlarından işlem görüyor ve bu seviyeleri hâlâ cazip buluyoruz. 2025 üçüncü çeyrekte mevsimsel benzin, dizel ve jet yakıtı talebinin marjları desteklemesini bekliyoruz. 2025 ikinci yarısında, 2025'in ilk yarısındaki düşüşlerin aksine, baz etkisi sayesinde dizel ve jet yakıtı crack marjlarında yıllık bazda iyileşme öngörüyoruz. Şirketin kompleks rafineri yapısı ve ham petrol kaynaklarına erişim kolaylığı sektör ortalamasının üzerinde marjları desteklemeye devam ediyor. Rakiplerinin üzerindeki %9'luk temettü verimi de hisseyi öne çıkaran bir diğer faktör olarak öne çıkıyor.

Aygaz'da katalizör eksikliği mevcut – EPG önerimizi koruyoruz: Aygaz için hisse hedef fiyatımızı **182,00 TL'den 205,94 TL'ye** yükselterek **"Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.** Yeni hedef fiyatımız %23 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Zayıf talep koşullarına rağmen, daha yüksek dağıtım marjları, avantajlı LPG tedarik maliyetleri ve operasyonel verimlilikler sayesinde şirket, 2025 ikinci çeyrekte piyasa beklentilerinin üzerinde faaliyet sonuçları açıkladı. 2025 üçüncü çeyrek yine mevsimsellik sayesinde güçlü geçebilir, ancak yüksek baz etkisi nedeniyle faaliyet kârlılığının geçen yılın altında kalmasını bekliyoruz. Çeyreksele sonuçları bir tarafa bırakırsak, LPG iş kolunun durağan yapısı nedeniyle hisse için belirgin bir katalizör görmüyoruz. Son üç ayda BIST-100 endeksine göre %20 daha iyi performans gösteren Aygaz hisseleri, 2025 için **10,4x F/K**, 2026 için **8,5x F/K** çarpanlarından işlem görmekte olup, bu seviyeleri makul buluyoruz.

Petkim zayıf marjlarda sıkışmış durumda – EPG önerimizi sürdürüyoruz: Petkim için **21,00 TL/lot hedef fiyat** ve **"Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz**, bu da %22 yükseliş potansiyeli anlamına geliyor. Şirket, zayıf ürün marjları ve düşük talep nedeniyle bu yılı da oldukça zorlu geçiriyor. 2025 ikinci yarısı için görünüm kısmen daha iyi olsa da şirketin yılı **negatif net kâr ve negatif FAVÖK** ile kapatmasını bekliyoruz. 2026'da marjlarda kısmi bir toparlanma öngörmekle birlikte, hâlâ tarihsel ortalamaların altında kalmasını bekliyoruz. Uzun vadede ise, SOCAR'ın Aliaga'daki **7 milyar USD tutarındaki poliolefin yatırımı** 2030 sonrasında Petkim için anlamlı bir katalizör yaratabilir.

Hisse Bilgileri	
Aygaz	
ENDEKSE PARALEL GETİRİ	
Bloomberg / Reuters kodu	AYGAZ.TI / AYGAZ.IS
Fiyat (TL/hisse)	167.50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	205.94
Potansiyel Getiri	23%
Piyasa Değeri (milyon TL)	36,817
Dolaşımdaki Paylar	24%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	8.66%
3 Ay Önce	8.12%
Tüpraş	
ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ	
Bloomberg / Reuters kodu	TUPRS.TI / TUPRS.IS
Fiyat (TL/hisse)	170.50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	234.00
Potansiyel Getiri	37%
Piyasa Değeri (milyon TL)	328,519
Dolaşımdaki Paylar	49%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	25.17%
3 Ay Önce	22.49%
Petkim	
ENDEKSE PARALEL GETİRİ	
Bloomberg / Reuters kodu	PETKM.TI / PETKM.IS
Fiyat (TL/hisse)	17.27
Hedef Fiyat (TL/hisse)	21.00
Potansiyel Getiri	22%
Piyasa Değeri (milyon TL)	43,769
Dolaşımdaki Paylar	47%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	8.73%
3 Ay Önce	8.57%
Hisse Performansı	
Kaynak: Gedik Yatırım	

* 10/09/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

Sektör Görünümü

Kapasite Artışları Ortasında Marj Baskısı

Küresel rafine ürün talebinin 2025–2030 döneminde yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) yaklaşık %0,6 seviyesinde ılımlı bir artış göstermesi beklenirken, Asya ana büyüme kaynağı olmaya devam edecek gibi görünüyor. OECD talebinin ise enerji dönüşümü politikaları, elektrikli araç penetrasyonu ve verimlilik kazanımları nedeniyle yapısal düşüşünü sürdürmesi öngörülüyor. IEA tahminlerine göre, Asya ve Orta Doğu'dan gelecek küresel rafineri kapasite artışları 2030'a kadar talep artışını aşacak. Çin, Hindistan ve Orta Doğu'daki yeni entegre kompleksler başlıca projeler arasında yer alıyor.

2025–2030 arasında kapasite artışlarının **3–4 milyon varil/gün** seviyelerine ulaşması ve bunun da rekabet baskısı ile marj erozyonuna yol açması bekleniyor. Küresel rafineri kullanım oranları 2018'de %82 iken 2024'te %79'a geriledi; 2030'a kadar ise kapasite artışlarının talebi aşmaya devam etmesiyle %78–80 aralığında zayıf kalacağı öngörülüyor. Daralan hafif-ağır ham petrol farkları da daha az kompleks rafineriler üzerinde baskı yaratmayı sürdürecektir.

Rafineri Marjları Kısa Vadede Destekleniyor, Ancak Yapısal Zorluklar Devam Ediyor

Rafinaj sektörü, talep büyümesinin yavaşlaması ve kapasite artışlarının hızlanmasıyla **kalıcı yapısal zorluklarla** karşı karşıya bir durumda bulunuyor. Küresel petrol ürünü talebinin 2025'te yalnızca **~0,7 milyon varil/gün** artması bekleniyor; bu, pandemi yılları dışında son on yılın en zayıf artışı olacak. Buna karşılık Asya ve Orta Doğu önemli kapasite eklemeye devam ediyor ve küresel kullanım oranını yaklaşık %80'e indiriyor (2018: %82).

Son dönemde özellikle dizel marjları, mevsimsel talep ve azalan rafineri arızalarıyla güçlense de bu gelişmenin **geçici bir rahatlama** sağlaması bekleniyor. Uzun vadedeyse dar ham petrol fiyat farkları ve zayıf ürün talebi nedeniyle crack marjlarının baskı altında kalması öngörülüyor. Fazla kapasite, enerji dönüşüm politikaları ve değişen tüketici davranışları kârlılığı sınırlarken, **kompleks ve entegre rafineriler lehine bir ayrışma** yaratıyor.

Jeopolitik riskler ve yaptırımlar volatilitiyi artırsa da **yapısal arz fazlası görünümünü değiştirmiyor**.

Petrokimya – Marjlar Baskı Altında

Küresel petrokimya sektörü, Asya ve Orta Doğu'daki gelişen pazarlar tarafından yönlendirilen istikrarlı bir talep büyümesine hazırlanıyor. Petrokimyanın, gelecekteki petrol talep artışında **önemli bir paya sahip olması** bekleniyor. Çin'in 2025'te rekor seviyedeki nafta ithalatı ve devam eden kraker yatırımları bölgesel kullanım oranlarını desteklerken, küresel kapasite artışları da agresif biçimde sürüyor; 2030'a kadar **400 milyon ton/yıl** seviyesini aşması bekleniyor.

Buna karşın, yakın vadede arz fazlası, ticaret engelleri ve gelişmiş pazarlardaki çevresel düzenlemeler nedeniyle marjlar sıkışık kalmaya devam ediyor. Uzun vadeli kazananlar, **avantajlı hammaddeye erişimi olan ve verimli varlıklara sahip entegre üreticiler** olacak; maliyet liderliği ve sürdürülebilirlik, rekabet

gücünü korumada kritik faktörler haline geliyor.

Avrupa’da, benzen piyasası 2025’in ilk yarısında aşırı arz baskısı altında kaldı; ana türev ürün ünitelerinin bakım veya gecikmeli devreye almalar nedeniyle kapalı olması, talebi zayıflattı. Ancak 2Ç25, toparlanan benzen talebi, daha az plansız kesinti ve iyileşen ekonomik koşullar sayesinde **yeniden dengelenmenin ilk işaretleriyle** kapandı. Bu gelişmeler, 3Ç25 için temkinli iyimser bir görünüm oluşturuyor.

Avrupa PX piyasasında ise, Nisan ayında Polonya, İspanya ve Belçika’daki büyük PTA tesislerindeki arızalar nedeniyle yurtiçi talep kırılgan seyretti. 2Ç25 boyunca PX fiyatları, Asya’da yaz dönemi şişe sezonuna bağlı daha güçlü mevsimsel talep, artan navlun maliyetleri ve çeyrek sonuna doğru yükselen ham petrol fiyatlarının etkisiyle yukarı yönlü hareket etti.

LPG – Talep koşulları istikrarlı ancak durağan

Küresel LPG talebinin 2030’a kadar yıllık **%2–3 BBO** ile istikrarlı büyümesi bekleniyor. Büyümeyi, artan petrokimya hammadde kullanımı, konut ısıtması ve gelişen pazarlardaki otogaz talebi destekliyor. Asya-Pasifik, Çin ve Hindistan liderliğinde küresel tüketimin %50’sinden fazlasını oluşturuyor.

Türkiye LPG pazarı ise **yapısal olarak istikrarlı**; araç parkının yaklaşık %40’ında otogaz kullanılıyor ve bu Türkiye’yi Avrupa’nın en büyük otogaz pazarı yapıyor. Yıllık LPG talebi yaklaşık 4 milyon ton düzeyinde ve bunun ~%75’i otogazdan geliyor; bu da ekonomik durgunluk dönemlerinde bile talebin dayanıklı olmasını sağlıyor.

Aygaz, pazar lideri olarak uzun vadeli tedarik anlaşmaları, verimli lojistik ağı ve geniş dağıtım kanallarıyla öne çıkıyor. Düzenleyici ortam destekleyici ve fiyatlamalar uluslararası göstergelere bağlı olduğu için marj görünürlüğü yüksek. Büyüme fırsatları arasında perakende ağına genişletilmesi ve Türkiye’nin **BDT üreticileri ile Akdeniz piyasaları arasında LPG transit merkezi** rolünün güçlendirilmesi bulunuyor.

SASA’nın Yeni Yatırımları Petkim İçin Rekabet Baskısı Yaratabilir

SASA, **1,75 milyon ton/yıl PTA tesisi** ve Adana Yumurtalık’ta **20–25 milyar USD’lik entegre rafineri-petrokimya kompleksi** yatırımıyla dönüşüm niteliğinde adımlar atıyor. Yıllık **7 milyar USD’ye kadar kimyasal ithalatını ikame etmesi** hedeflenen proje; rafinaj (13 mt/yıl kapasite), polipropilen, paraksilen, MEG ve diğer ara ürünleri kapsıyor. Tam entegrasyon ve lojistik desteğiyle SASA, **yerli pazarda önemli bir tedarikçi** olmayı hedefliyor.

Yumurtalık kompleksi yılda **12–13 milyon ton ham petrol** işleyecek olup bunun %70–80’i petrokimya ürünlerine (PX, PTA, MEG, PP, PE, PVC), %20–30’u ise yakıtlara (dizel, jet, benzin) yönlendirilecek. Buna karşılık **Tüpraş, yılda 30 milyon ton kapasiteyle** ağırlıklı olarak ulaştırma yakıtı üretiyor (dizel ~%45, jet yakıtı ~%10, benzin ~%20). Bu nedenle SASA’nın rafinerisi, Tüpraş için **doğrudan önemli bir rekabet tehdidi oluşturmuyor**. Üretilen dizel/jet yakıtı, Türkiye’nin açığının küçük bir bölümünü karşılayacak ve Tüpraş üzerinde baskı yaratmasını beklemiyoruz.

Buna karşın, SASA'nın Yumurtalık yatırımı (~25 milyar USD) **Petkim için doğrudan rekabet baskısı** yaratıyor. Kapasitesi birkaç kat büyük olacak bu kompleks, Petkim ile benzer birçok ürünü üretecek. Örneğin SASA'nın planladığı **1,2 milyon ton/yıl PP** kapasitesi, Petkim'in mevcut **144 bin ton/yıl** kapasitesinin çok üzerinde (Master Plan kapsamında 550 bin ton ek kapasite planlanıyor). Bu fark, Petkim'in uzun vadeli piyasa konumunu ciddi şekilde zorlayabilir diye düşünüyoruz.

Tüpraş – %37 Yükseliş Potansiyeli ile EÜG Tavsiyemizi Koruyoruz

Tüpraş hisseleri için **Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyor** ve hedef fiyatımızı **234,00 TL/hisse** olarak güncelliyoruz (önceki: 210,00 TL). Son 3 ayda %29'luk yükseliş ve BIST-100'e göre %20'lik relatif getiri sonrası, hisseler 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla **4,9x ve 3,5x FD/FAVÖK** çarpanlarıyla işlem görmekte olup bu seviyeleri hâlen cazip buluyoruz.

Yoğun sezona ek olarak, güçlü dizel crackleri ve toparlanan benzin cracklerinin 3Ç25'te Tüpraş'ın kârlılığını desteklemesini bekliyoruz. Daha önce 2Y25'te rafineri marjlarında yıllık bazda normalleşmenin (daha düşük seviyelerde de olsa) süreceğini öngörsek de, marjlar Ağustos itibarıyla yıllık bazda öngörülenden daha erken toparlanmaya başladı. Bloomberg verilerine göre, Tüpraş hisseleri 2025–2026E FD/FAVÖK çarpanlarında emsallerine göre ortalama **%32 iskonto**yla işlem görmekte olup bu iskonto **haklı bulmuyoruz**.

Tüpraş, emsallerine kıyasla daha yüksek kompleksiteye sahip rafinerileri, güçlü rafineri marj profili, ham petrol kaynaklarına stratejik yakınlığı ve **dizel açığı olan yurtiçi pazardaki avantajlı konumu** sayesinde öne çıkmaya devam ediyor. Ayrıca, **%9 temettü verimi** ile emsallerine kıyasla dikkat çekici bir getiri sunuyor. Bu güçlü yanların, emsallerine göre primli değerlemeyi haklı çıkardığını düşünüyoruz.

Değerlememizi İNA (DCF) yöntemiyle yaptık ve hedef fiyatımızı 234 TL/hisse olarak hesapladık. Mevcut piyasa değerlemesine göre hisseler önümüzdeki 12 ayda **%37 yükseliş potansiyeli** sunmaktadır. ABD doları bazlı değerlememizde **%7,25 risksiz getiri, 0,9 beta, %8,0 borçlanma maliyeti, %3 terminal büyüme oranı ve %10,7 ortalama AOSM (WACC)** varsayımlarını kullandık.

Tablo 1: Değerleme - Tüpraş

İNA Değerlemesi (mn dolar)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Satış Gelirleri	19,537	20,296	20,499	20,704	20,992	21,279	21,567	21,854	22,142	22,429
Büyüme	-15%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
FAVÖK	1,355	1,471	1,549	1,607	1,629	1,651	1,696	1,741	1,786	1,831
FAVÖK marjı	6.9%	7.2%	7.6%	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
İşletme Sermayesi Azalışı (Artışı)	-454	-24	-15	-11	-5	-5	-9	-9	-9	-9
Faaliyetlerden Nakit Akışı	901	1,447	1,534	1,595	1,624	1,646	1,687	1,732	1,777	1,822
Vergiler	-142	-159	-170	-179	-182	-185	-191	-198	-204	-211
Yatırım harcamaları	-600	-600	-630	-662	-668	-675	-682	-688	-695	-702
Serbest Nakit Akımları	159	688	734	755	774	787	814	846	877	909
İskonto Faktörü	1.0	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
İndirgenmiş Nakit Akımları	153	597	574	532	492	452	424	399	375	353
Toplam İNA	4,353									
Nihai büyüme oranı	3%									
Nihai Değer	13,874									
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	5,389									
Nakit akımları toplamı	9,742									
Net borç	-1,807									
İştirakler	566									
Hedef hisse fiyatı (TL)	234.00									
Güncel hisse fiyatı (TL)	170.50									
Yükselme potansiyeli (%)	37%									

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Türkiye’de akaryakıt talebi 5A25 itibarıyla yıllık bazda %4 arttı

Türkiye’de akaryakıt talebi 5A25’te yıllık bazda %4 artış gösterdi. Bu artışın ana sürükleyicileri **%19,6’lık benzin talebi artışı** ve **%9,0’lık jet yakıtı talebi artışı** oldu. Aynı dönemde, yeni binek araç satışlarının %77’si benzinli araçlardan oluştu. Yedi yıllık süreçte, araç parkında benzinli araçların payı 2018 yılsonundaki %25 seviyesinden 2025 Mayıs itibarıyla %31’e yükseldi. Tüpraş’ın yurtiçi benzin satışları 2Ç25’te **1,4 milyon tona** ulaştı ve 2Ç18 seviyesinin (591 bin ton) **iki katını** aştı. Öte yandan, Türkiye’de yılın ilk 5 ayında **dizel talebi %2,3 arttı**, LPG talebi ise yıllık bazda **%5,8 daraldı**.

3Ç25 marjları şimdiye kadar güçlü seyretti

Tüpraş’ın güncellenmiş yatırımcı sunumuna göre, Temmuz–Ağustos 2025 döneminde ürün crackleri özellikle orta distilatlarda dikkat çekici bir güç sergiledi:

Dizel crackleri ortalama **24,2 ABD\$/varil**, yıllık bazda %50 artış.

Jet yakıtı crackleri **19,3 ABD\$/varil**, yıllık bazda %36 artış.

Benzin crackleri **17,3 ABD\$/varil**, yıllık bazda %11 artış.

Fuel oil crackleri ortalama **-7,0 ABD\$/varil**, geçen yılki -12,2 ABD\$/varil’e kıyasla iyileşme.

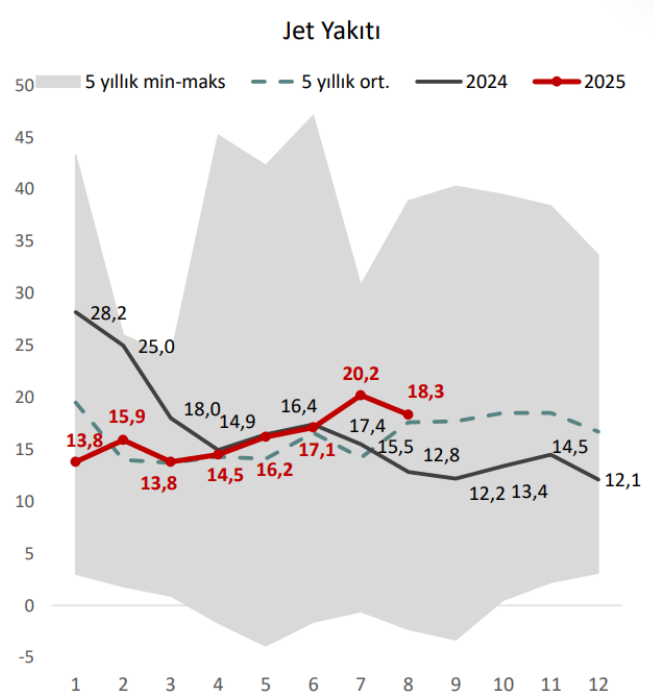
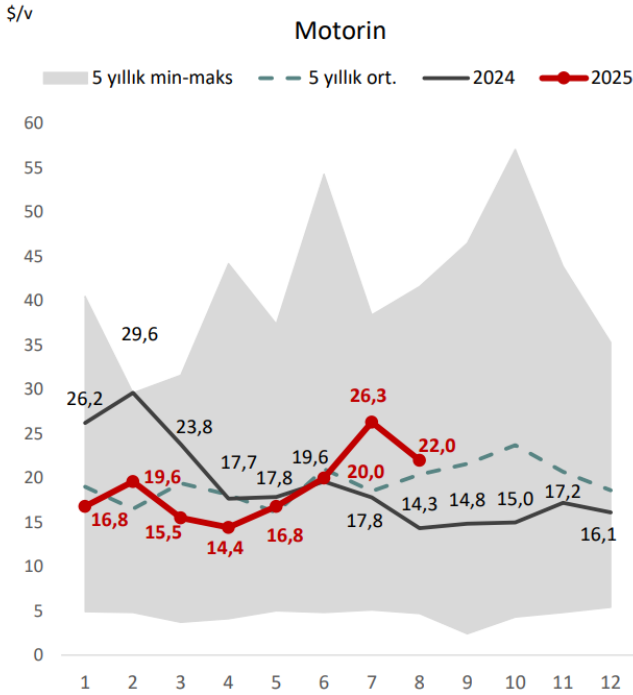
Aylık trendler, tüm ana ürünlerde (dizel, jet yakıtı, benzin ve fuel oil) güçlü performansı yeniden teyit etti. Yıllık bazda marjlardaki genişleme; güçlü mevsimsel talep ile sıkılaştıran arzın birleşiminden kaynaklandı. Avrupa'daki rafineri duruşları, Rusya'nın daha düşük ihracatı ve süregelen kapasite kısıtları ürün dengesini sıkı tutarken; yaz dönemi sürüş ve hava yolu talebi 2024 seviyelerinin üzerine çıktı. Stoklar ortalamının altında seyretmeye devam ederken, bu da arz kıtlığını güçlendiriyor. Böylece, orta distilat ve benzin crackleri yüksek kalmaya devam ederek, makro ortamın yumuşak görünümüne rağmen dirençli olduğuna işaret ediyor. Diğer yandan, ağır ham petrolün Brent'e karşı farkı bir miktar daralsa da negatif bölgede kalmaya devam ediyor.

Tüpraş'ın yüksek kapasite kullanım oranı (KKO) ve dönemsel güçlü talep profili sayesinde, Temmuz-Ağustos'un güçlü marj ortamından tam anlamıyla faydalandığını düşünüyoruz. Dolayısıyla, herhangi bir büyük operasyonel aksaklık yaşanmadıkça **3Ç25 kârlarının 2Ç25'e göre artış göstermesi kuvvetle muhtemeldir.**

Mevcut marj trendleri tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde seyrederken, Tüpraş'ın 2025 yıl geneli için açıkladığı **5-6 ABD\$/varil rafineri marjı hedefini rahatlıkla yakalayabileceğini, hatta bu beklentinin muhafazakâr kalabileceğini** düşünüyoruz.

Grafik 1: Tüpraş – Ana Ürün Marjları

Orta Distilat Ürün Marjları

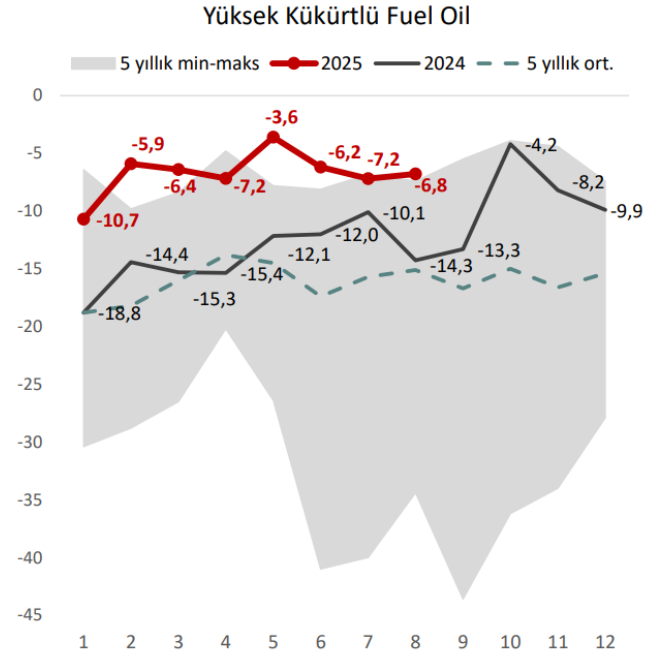
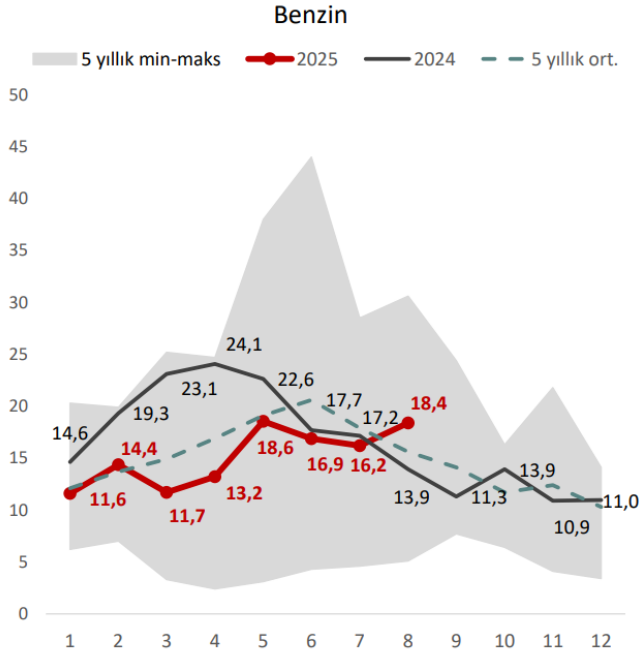


5 yıllık ortalama 2020-2024 arasını kapsar, veriler 31 Ağustos 2025 itibarıyla.

Kaynak: Tüpraş Yatırımcı Sunumu

Benzin ve Yüksek Kükürtlü Fuel Oil

\$/v



5 yıllık ortalama 2020-2024 arasını kapsar, veriler 31 Ağustos 2025 itibarıyladır.

Kaynak: Tüpraş Yatırımcı Sunumu

Tablo 2: Finansallar – Tüpraş (TL)

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	991,203	810,386	879,161	1,051,018	1,146,450
Satışların Maliyeti	-832,772	-742,355	-797,498	-949,469	-1,031,947
Brüt Kar	158,431	68,031	81,662	101,549	114,503
Faaliyet Giderleri	-28,234	-26,842	-34,893	-41,714	-45,502
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-23,893	-5,378	-6,624	-7,919	-8,638
Faaliyet Gelirleri	106,304	35,811	40,145	51,915	60,363
FAVÖK	138,951	50,704	60,964	76,170	86,643
Finansal Gelir, net	-24,460	-5,391	740	807	872
Vergi Gideri	-5,700	-12,712	-10,722	-13,181	-15,309
Net Kar	77,780	19,034	31,874	42,078	48,687
Azınlık Payları	426	718	213	245	265
Ana Ortaklık Net Kar	77,354	18,315	31,661	41,832	48,422
Pay Başına Kazanç	40.14	9.50	16.43	21.71	25.13
Pay Başına Temettü	22.31	15.20	15.20	20.74	24.00

Büyüme Oranları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satış		-18.2%	8.5%	19.5%	9.1%
FAVÖK		-63.5%	20.2%	24.9%	13.8%
Net Kar		-75.5%	67.5%	32.0%	15.7%

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	140,512	73,534	75,402	143,776	193,218
Ticari Alacaklar	58,386	37,072	69,787	93,443	101,927
Stoklar	64,197	60,278	86,254	115,492	125,978
Maddi Duran Varlıklar	193,236	226,161	298,379	401,081	452,871
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6,144	6,090	11,043	12,147	13,362
Diğer Varlıklar	67,098	50,993	87,668	90,842	78,715
Toplam Varlıklar	529,573	454,128	628,533	856,781	966,072
Finansal Borçlar	51,004	18,989	44,261	82,517	116,139
Ticari Borçlar	141,428	103,880	143,951	191,953	208,627
Diğer Yükümlülükler	44,138	45,011	108,123	144,773	157,919
Özkaynaklar	293,003	286,248	332,198	437,537	483,387
Net Borç / (Nakit)	(90,522)	(54,546)	(31,141)	(61,259)	(77,079)

Finansal Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özsermaye Karlılığı	26.5%	6.6%	9.6%	9.6%	10.1%
FAVÖK Marjı	14.0%	6.3%	6.9%	7.2%	7.6%
Net Kar Marjı	7.8%	2.3%	3.6%	4.0%	4.2%
Net Borç / Özsermaye (x)	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
Net Borç / FAVÖK (x)	-0.7	-1.1	-0.5	-0.8	-0.9
KV Borçlar / Toplam Borçlar	84.8%	47.7%	27.8%	19.9%	15.4%
Sermaye / Toplam Varlıklar	55.3%	63.0%	52.9%	51.1%	50.0%
Cari Oran (x)	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3
Nakit Kar Payı Ödemesi	56%	160%	93%	96%	96%

* 2023 figürleri 2024 yıl sonu satın alma gücü paritesine göre revize edilmiştir.

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	2.7	17.1	10.4	7.8	6.8
PD/DD (x)	0.7	0.9	1.0	0.8	0.7
FD/FAVÖK (x)	0.8	5.1	4.9	3.5	2.9
FD/Satışlar (x)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Petkim – Zayıf Petrokimya Marjları Nedeniyle EPG Önerimizi Koruyoruz

Petkim için **Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz** ve **21,00 TL/hisse hedef fiyatımızı** yineliyoruz. Bu hedef fiyat, %22'lik yukarı potansiyele işaret etmektedir. Yılbaşından bu yana BIST-100'e kıyasla %12 daha düşük performans gösteren hisselerin, mevcut seviyelerde hala çok **ucuz olmadığını** düşünüyoruz. Petrokimya ürünlerinde süregelen zayıf talep ve arz fazlası, artan jeopolitik gerilimler ve değişken gümrük tarifeleri döviz kurları ile petrol fiyatlarında volatilitiyi artırmaya devam ediyor. Arz-talep koşullarında iyileşme 2026 öncesinde beklenmediğinden, **Petkim hisselerinde yakın-orta vadede güçlü bir katalizör görmüyoruz.**

Petkim'in yurtiçi pazardaki payı yalnızca %10 seviyesinde olduğundan, şirket güçlü bir pazar konumuna sahip değil ve ithal ürünlerden yoğun rekabet baskısı hissediyor. Öte yandan, Avrupa'da birçok petrokimya tesisi kapanışla karşı karşıya kalırken, Petkim üretim optimizasyonuna devam ederek 1Y25'te %63 kapasite kullanım oranı (KKO) elde etmeyi başardı.

Sektördeki zayıf temellerin yanı sıra, Türk Lirası'nın kalıcı değerlenmesi 1Y25'te Petkim'in gelir tablosunu olumsuz etkilemeye devam etti. Yönetimin SMM ve faaliyet giderleri kalemlerinde disiplinli maliyet azaltım stratejilerini uygulamayı sürdürmesine rağmen, marj baskısı hissedildi. Ayrıca, şirketin net borç pozisyonu 1Y25 sonu itibarıyla yaklaşık 1 milyar ABD doları seviyesinde olup, kaldıraç yüksek seyretmektedir. Bununla beraber, 1,2 milyar TL net nakit yaratmış olan Petkim liman satışı, 3Ç25'te borçluluğu bir miktar azaltabilir.

Uzun vadede ise, ana hissedar **SOCAR**, Türkiye'de petrokimya kapasitesini artırmaya yönelik **yaklaşık 7 milyar ABD doları tutarında "Master Plan" yatırımına** devam etmektedir. Aliaga/İzmir'deki proje, özellikle poliolefin üretiminde kapasite artışını hedeflemektedir. 2025–2026 döneminde yaklaşık 50 milyon ABD doları başlangıç harcamasıyla **Ön Mühendislik Tasarımı (FEED)** başlatılacak olup, nihai yatırım kararının 2026 sonunda alınması beklenmektedir. Bu kapsamda 1,2 milyon ton/yıl etilen, 550 bin ton polipropilen ve 827 bin ton HDPE/LLDPE kapasitesi planlanmaktadır. Projenin tamamlanmasıyla Petkim'in yurtiçi pazar payı potansiyel olarak üç katına çıkarken, Türkiye'nin %90 seviyesindeki poliolefin ithalat bağımlılığını önemli ölçüde azaltması hedeflenmektedir. 2024'te Petkim 2 milyon ton petrokimya üretmiş ve Türkiye'nin iç talebinin yaklaşık %11'ini karşılamıştı. Yatırımın 5–10 yıllık bir takvimde hayata geçirilmesi planlanmakta olup, SOCAR Türkiye'nin gelirlerini artırması beklenmektedir.

Değerlememizi İNA (DCF) yöntemi ile yaptık ve hedef fiyatımızı **21,00 TL/hisse** olarak hesapladık. Mevcut piyasa değeriyle hisseler %22 yukarı potansiyel sunmaktadır. ABD doları bazlı değerlememizde **%7,25 risksiz getiri, 1,1 beta, %8,0 borçlanma maliyeti, %2 terminal büyüme oranı ve %9,7 ortalama AOSM (WACC)** varsayımlarını kullandık.

Tablo 3: Değerleme – Petkim (TL)

İNA Değerlemesi (mn dolar)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Satış Gelirleri	2,230	2,576	2,773	2,984	3,211	3,456	3,543	3,631	3,722	3,815
Brüt Kar	6	236	310	381	436	471	467	498	526	552
Brüt Kar Marjı	0.3%	9.1%	11.2%	12.8%	13.6%	13.6%	13.2%	13.7%	14.1%	14.5%
Faaliyet Giderleri	-174	-201	-216	-232	-250	-252	-223	-228	-234	-240
Net Faaliyet Karı	-168	35	94	149	186	219	244	270	292	313
FAVÖK	-10	156	193	235	267	297	322	349	373	396
FAVÖK/ton	-5	75	89	103	111	118	128	139	148	157
FAVÖK marjı	-0.5%	6.0%	7.0%	7.9%	8.3%	8.6%	9.1%	9.6%	10.0%	10.4%
Vergiler	0	-7	-19	-30	-37	-44	-49	-54	-58	-63
(-) NİŞ artışı	30	-11	-12	-13	-14	-15	-15	-16	-16	-16
(-) Yatırım Harcamaları	-110	-127	-137	-147	-158	-170	-175	-179	-184	-188
Serbest Nakit Akımları	-90	11	25	46	57	68	83	101	115	129
İndirgeme Faktörü	1.03	1.13	1.24	1.36	1.49	1.64	1.80	1.97	2.16	2.37
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	-87	9	20	33	38	41	46	51	53	54
İNA'nın şimdiki değeri	261									
Nihai büyüme oranı	2%									
Nihai değer	772									
Düzeltil. Net Borç	-844									
İştirakler	1,000									
Adil Değer	1,187									
Adil Hisse Fiyatı (TL/hisse)	21.09									
Yükselme Potansiyeli	22%									

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 4: Finansal Tablolar – Petkim (TL)

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	87,265	77,381	89,384	133,403	180,739
Satışların Maliyeti	-90,626	-78,623	-89,149	-121,206	-160,553
Brüt Kar	-3,361	-1,243	235	12,197	20,187
Faaliyet Giderleri	-5,849	-5,026	-6,957	-10,383	-14,067
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-363	-4,700	-1,873	-530	-557
Faaliyet Gelirleri	-9,573	-10,968	-8,595	1,284	5,563
FAVÖK	-3,063	-1,083	-406	8,069	12,577
Finansal Gelir, net	8,639	4,378	5,044	-2,514	-3,406
Vergi Gideri	-2,691	-1,993	-222	26	-729
Net Kar	10,704	-6,794	-3,038	-106	2,915
Azınlık Payları	34	-450	-28	-1	36
Ana Ortaklık Net Kar	10,670	-6,344	-3,010	-105	2,879
Pay Başına Kazanç	4.21	-2.50	-1.19	-0.04	1.14
Pay Başına Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Büyüme Oranları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satış		-11.3%	15.5%	49.2%	35.5%
FAVÖK		-64.6%	-62.5%	-2088.4%	55.9%
Net Kar		-163.5%	-55.3%	-96.5%	-2853.9%

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,264	8,648	7,897	9,337	15,098
Ticari Alacaklar	10,895	8,375	13,438	18,502	23,566
Stoklar	8,866	7,435	11,150	16,641	22,546
Maddi Duran Varlıklar	46,691	40,058	49,297	51,762	54,350
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	452	527	694	764	840
Diğer Varlıklar	65,133	59,510	70,881	77,281	85,009
Toplam Varlıklar	138,301	124,553	153,358	174,286	201,409
Finansal Borçlar	44,025	44,371	54,626	65,173	78,880
Ticari Borçlar	11,922	13,487	23,466	33,445	43,424
Diğer Yükümlülükler	8,522	8,326	9,807	10,314	10,871
Özkaynaklar	73,832	58,369	65,459	65,355	68,233
Net Borç / (Nakit)	37,761	35,724	46,728	55,836	63,782

Finansal Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özsermaye Karlılığı	14.5%	-11.6%	-4.6%	-0.2%	4.3%
FAVÖK Marjı	-3.5%	-1.4%	-0.5%	6.0%	7.0%
Net Kar Marjı	12.2%	-8.2%	-3.4%	-0.1%	1.6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9
Net Borç / FAVÖK (x)	-12.3	-33.0	-115.2	6.9	5.1
KV Borçlar / Toplam Borçlar	55.3%	56.1%	64.3%	70.0%	75.2%
Sermaye / Toplam Varlıklar	53.4%	46.9%	42.7%	37.5%	33.9%
Cari Oran (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	0%	0%

* 2023 figürleri 2024 yıl sonu satın alma gücü paritesine göre revize edilecektir.

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	4.2	-8.5	-14.5	-418.7	15.2
PD/DD (x)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
FD/FAVÖK (x)	-26.8	-82.7	-223.0	12.3	8.6
FD/Satışlar (x)	0.9	1.2	1.0	0.7	0.6

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Aygaz – Sınırlı Büyüme Potansiyeli Nedeniyle EPG Önerimizi Sürdürüyoruz

Aygaz için **Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz** ve **205,94 TL/hisse hedef fiyatımız** %23 yukarı potansiyel sunmaktadır. Aygaz hisseleri, beklentilerin üzerinde gelen 2Ç25 finansalları sayesinde son üç ayda BIST-100'e kıyasla %20 daha iyi performans gösterdi. Öte yandan, faaliyet karındaki belirgin artışın ana nedeni, **kargo iş kolunun konsolidasyon yöntemindeki değişim** oldu. 2024 Haziran ayı itibarıyla Kolay Gelsin ile birleşmenin tamamlanmasının ardından, Sendeo artık Aygaz'ın finansallarında tam konsolidasyon yerine özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmektedir. Buna ek olarak, satışlar zayıf seyretilse de LPG fiyatlarındaki gerileme ve görece istikrarlı US\$/TL kuru 2Ç25'te LPG marjlarını destekledi. 3Ç25 itibarıyla geçen yılın yüksek baz etkisi devreye gireceğinden, önümüzdeki çeyreklerde yüksek FAVÖK büyümesinin **sürdürülebilir olmadığını** düşünüyoruz.

Türk LPG sektöründe Aygaz'ın **önemli bir büyüme potansiyeline sahip olmadığını** düşünüyoruz. Bunun nedeni, otogazda elektrikli araçlardan, tüplü LPG'de ise doğalgazdan gelen artan rekabet baskısıdır. Bangladeş operasyonları uzun vadede umut verici olsa da finansallara anlamlı katkı yapması zaman alacaktır.

Aygaz'ın, tüketici güvenindeki düşüş veya tüketici kredisi faizlerindeki değişimden görece daha az etkilenmesi nedeniyle BIST-100 evreninde **defansif bir hisse** olarak değerlendirilebileceğini düşünüyoruz. Yurtiçinde tüplü LPG'de yaklaşık %41 ve otogazda %23 pazar payı ile güçlü konumunu koruyan şirket, genellikle döviz kurlarındaki artıştan kaynaklı LPG maliyetlerini fiyatlarına yansıtabilmektedir. Ancak, LPG fiyatlarının seyrine bağlı olarak çeyreklik kârlılık zaman zaman oldukça dalgalı seyredebilmektedir.

%80 temettü ödeme oranı varsayımıyla, Aygaz'ın 2025 kârından **hisse başına 15,72 TL temettü** dağıtmasını bekliyoruz; bu da %7,7 temettü verimine karşılık gelmektedir. 2026'da ise verimin %9,4'e yükselmesini bekliyoruz.

5A25'te LPG pazarı yıllık bazda %6 daraldı

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun (EPDK) Mayıs 2025 LPG Sektör Raporu'na göre, Ocak–Mayıs 2025 döneminde Türkiye'de tüplü gaz ve otogaz pazarı toplamda yıllık bazda %6 küçüldü. Bu dönemde Aygaz, pazar payını **%25,0'den %25,7'ye çıkararak** lider konumunu korudu. Aygaz'ın toplam otogaz ve tüplü gaz satışları geçen yılın aynı dönemine göre %3 düşük gerçekleşti. Toptan ve uluslararası LPG satış hacmi ise **672 bin ton** olarak gerçekleşti ve geçen yılın aynı dönemine kıyasla %8 artış gösterdi. Bangladeş'teki iştiraki United Aygaz LPG ise 2025'in ilk yarısında **206 bayi aracılığıyla 91 bin ton LPG satışı** gerçekleştirdi.

Aygaz 2025 için yıllık satış hacmini yatay öngörüyor

Aygaz 2024 yılında **238 bin ton tüplü LPG** ve **760 bin ton otogaz** satışı gerçekleştirdi. 1Y25 finansallarının ardından şirket, 2025 yılı için satış hacmi beklentisini korudu. Buna göre, **220–230 bin ton tüplü gaz (1Y25: 108 bin ton)** ve **755–785 bin ton otogaz (1Y25: 366 bin ton)** satışı öngörülüyor. Bu beklentinin, bizim tahminlerimizle uyumlu ve ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme %23 yukarı potansiyele işaret ediyor

Aygaz'ı, **parçaların toplamı (SOTP)** yöntemi ile değerledik ve hedef fiyatımızı **205,94 TL/hisse** olarak hesapladık. LPG segmentini, tarihsel ortalama olan **3,5x hedef FD/FAVÖK** çarpanı ile değerledik. Ayrıca, şirketin Tüpraş ve Yapı Kredi'deki dolaylı iştiraklerini, %40 holding iskontosu uyguladıktan sonra hedef fiyatları üzerinden değerledik. Son olarak, kargo (Kolay Gelsin), Opet Aygaz GYO ve United Aygaz iştiraklerini defter değerleri üzerinden değerlemeye dahil ettik.

Tablo 5: Değerleme – Aygaz (TL)

Segment	Metodoloji	Adil Değer (TLmn)	Pay	Toplam Değer (TLmn)
LPG ve Doğal Gaz	3.5x Hedef 2025T FD/FAVÖK	9,626	100%	9,626
İştirakler				33,299
EYAŞ (%40 iskonto)	Hedef Değer (TUPRS)	225,459	20%	27,055
Koç Finansal Hizmetler (%40 iskonto)	Hedef Değer (YKBNK)	142,514	3.93%	3,360
Kargo	1x PD/DD	97	27.50%	27
OAGM	1x PD/DD	4,236	50.00%	2,118
United Aygaz	1x PD/DD	1,478	50.00%	739
Net Nakit (Borç)				2,339
Hedef Değer				45,265
Hisse Hedef Fiyatı (TL)				205.94
Cari Hisse Fiyatı (TL)				167.50
Yükseliş Potansiyeli				23%

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

Tablo 6: Finansal Tablolar – Aygaz (TL)

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	93,608	81,773	92,493	110,067	124,816
Satışların Maliyeti	-86,442	-74,899	-83,238	-99,055	-112,246
Brüt Kar	7,166	6,874	9,256	11,012	12,570
Faaliyet Giderleri	-6,660	-6,251	-7,889	-9,388	-10,646
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-199	252	517	568	625
Faaliyet Gelirleri	307	875	1,883	2,192	2,549
FAVÖK	1,683	1,753	2,750	3,209	3,709
Finansal Gelir, net	-200	-4	-125	-87	-46
Vergi Gideri	108	-994	-498	-526	-626
Net Kar	8,000	1,651	3,556	4,322	5,279
Azınlık Payları	-596	-472	0	0	0
Ana Ortaklık Net Kar	8,596	2,123	3,556	4,322	5,279
Pay Başına Kazanç	39.11	9.66	16.18	19.66	24.02
Pay Başına Temettü	6.85	12.55	12.93	15.72	19.20

Büyüme Oranları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satış		-12.6%	13.1%	19.0%	13.4%
FAVÖK		4.1%	56.9%	16.7%	15.6%
Net Kar		-79.4%	115.4%	21.5%	22.2%

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,085	3,844	5,394	5,821	6,835
Ticari Alacaklar	5,796	4,097	3,460	4,118	4,670
Stoklar	2,866	2,478	3,297	3,923	4,445
Maddi Duran Varlıklar	6,327	9,648	9,836	10,328	10,845
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	348	301	263	314	356
Diğer Varlıklar	46,265	41,482	52,088	54,781	57,587
Toplam Varlıklar	66,687	61,850	74,339	79,284	84,737
Finansal Borçlar	3,206	2,001	2,609	3,105	3,521
Ticari Borçlar	7,556	4,542	6,258	6,570	6,899
Diğer Yükümlülükler	3,192	3,034	4,724	5,619	6,368
Özkaynaklar	52,733	52,273	60,748	63,989	67,949
Net Borç / (Nakit)	(1,879)	(1,843)	(2,784)	(2,715)	(3,314)

Finansal Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özsermaye Karlılığı	15.2%	3.2%	5.9%	6.8%	7.8%
FAVÖK Marjı	1.8%	2.1%	3.0%	2.9%	3.0%
Net Kar Marjı	9.2%	2.6%	3.8%	3.9%	4.2%
Net Borç / Özsermaye (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Borç / FAVÖK (x)	-1.1	-1.1	-1.0	-0.8	-0.9
KV Borçlar / Toplam Borçlar	95.8%	66.9%	66.6%	66.6%	66.6%
Sermaye / Toplam Varlıklar	79.1%	84.5%	81.7%	80.7%	80.2%
Cari Oran (x)	1.1	1.4	1.1	1.1	1.2
Nakit Kar Payı Ödemesi	17.5%	130.0%	79.9%	79.9%	79.9%

* 2023 figürleri 2024 yıl sonu satın alma gücü paritesine göre revize edilmiştir.

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	2.6	16.9	10.1	8.5	7.0
PD/DD (x)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
FD/FAVÖK (x)	12.2	19.4	12.4	10.6	9.0
FD/Satışlar (x)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.