

ŞİRKET RAPORU

Türkiye | Petrol | 16 Ekim 2025



Tüpraş (TUPRS.TI)

Hala en defansif hisselerden biri, cazip değer artışı...

Tüpraş'ı "AL" tavsiyesi ve 12 aylık 253 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Hedef fiyatımız yaklaşık %42'lik bir getiri potansiyeline işaret etmektedir. Tüpraş'ın önümüzdeki dönemde, toparlanan orta distilat marjları, maliyet odaklı yaklaşımı, yurt içi talep kompozisyonunda istikrarın korunması ve güçlü bilanço yapısının desteğiyle defansif, nakit üreten bir rafineri olarak öne çıkmasını bekliyoruz. 2025 yılı için planlanan 600 milyon USD tutarındaki yatırım programına rağmen, şirketin net nakit pozisyonunu koruması, temettü potansiyelinin de devam edeceğini göstermektedir.

Toparlanan orta distilat marjları karlılığı destekliyor. Tüpraş'ın net rafineri marjının 2025'te 5,6\$/varil, 2026'da ise 6,0\$/varil seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu görünüm, yüksek kapasite kullanımı ve güçlü orta distilat marjları ile desteklenmektedir. Ham petrol diferansiyellerinin daralmasına karşın, şirketin esnek ham petrol tedarik yapısı ve yüksek marjlı ürünlere odaklanması sayesinde karlılığını korumasını bekliyoruz. Düşük stok seviyeleri ve ulaştırma sektöründe artan dizel talebi, 3Ç25'te marjların güçlü kalmasını sağlarken, küresel hareketliliğin artışı da jet marjlarını hem 3Ç25'te hem de yıl genelinde desteklemiştir. Orta vadede, Türkiye'nin petrol ürünleri talep kompozisyonunda belirgin bir değişim beklemiyor; talebin yüksek seviyelerde seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Yurt içi talep güçlü seyrediyor. Artan elektrifikasyon eğilimine rağmen, yurtiçi akaryakıt talebi yüksek seviyesini korumaktadır. Türkiye'nin petrol ürünleri tüketimi, 2025 yılının ilk yarısında yıllık bazda %4,7 artarak 19,1 milyon ton seviyesine ulaşmıştır. OPEC de küresel ölçekte petrol ürünleri talebinin orta vadede güçlü kalmasını beklemektedir. Önümüzdeki dönemde yurtiçi talebin yıllık %4–5 oranında büyümesini bekliyoruz; bu da marj istikrarı açısından destekleyici bir makro ortam yaratıyor. Tüpraş açısından baktığımızda yüksek kapasite kullanımı, maliyet optimizasyonu ve lojistik avantajları, şirketin rekabet gücünün güçlendiren temel unsurlardan.

Kuzey Irak petrol akışı yeniden başladı. Kerkük–Ceyhan boru hattı üzerinden Kuzey Irak petrol ihracatının yeniden başlaması, Kırıkkale Rafinerisi'nin ham petrol tedarik güvenliğini ve operasyonel verimliliği artırarak lojistik maliyetlerini azaltıyor. Önümüzdeki dönemde boru hattı kapasitesinin artırılarak bu hattan yaratılacak kazanımların da devam etmesini bekliyoruz.

Güçlü nakit pozisyonu korunuyor. Tüpraş tahminlerimize göre –0,7x Net Borç/FAVÖK (2025E) oranı ile bölgesel emsalleri arasında en sağlıklı bilançolardan birine sahiptir. 2025 yılı 600 milyon USD yatırım programı, büyük ölçüde iç kaynaklarla finanse edilmekte olup; bu durum şirketin finansal esnekliği ve temettü ödeme kapasitesini korumaktadır. Güçlü likidite yapısı ve , marj oynaklığı ve dışsal şoklara karşı defansif görünümünün koruyarak hisse getirilerini güvence altına alıyor.

Cazip değerlendirme. Yüksek kompleksiteye sahip rafinerileri, güçlü marj profili, ham petrol kaynak çeşitliliği ve yurtiçi pazardaki avantajlı konumu ile Tüpraş emsalleri arasında öne çıkmaktadır. Şirket 2026T 4,5x FD/FAVÖK ve 10,3x F/K çarpanlarından işlem görmesini bekliyoruz; bu değerler, yüksek operasyonel ölçek, kompleksitesi ve temettü geçmişini de göz önünde bulundurarak küresel rafineri emsallerine hafif primli olmasını olağan karşılıyoruz.

Yüksek temettü verimi. Yaklaşık %8-9 temettü verimi ile Tüpraş, BIST Sanayi Endeksi'nin en yüksek temettü getirisi sunan hisselerinden biri. 2025 yılı için hisse başına temettü beklentimiz 13.6TL olup ~%8 temettü verimine işaret etmektedir.

Katalistler: i) güçlü dizel ve jet marjları, ii) temettü açıklamaları, iii) SAF ve Entek yatırımlarında hızlanma, iii) Kerkük–Ceyhan hattı üzerinden Irak petrol arzının normalleşmesi ve jeopolitik risklerin azalması

Riskler: i) Beklenenden zayıf akaryakıt talebi, ii) SAF ve yeşil hidrojen projelerinde regülasyon kaynaklı gecikmeler, iii) yüksek enerji maliyetleri, iv) döviz oynaklığı.

TUPRS:TI / TUPRS:IS

Öneri

Hedef Fiyat:

AL

Getiri Potansiyeli:

₺253.00

42%

Hisse Fiyatı (TL):	178.40
Piyasa Değeri (mn TL):	343,740
Hisse Adedi (mn):*	1,926.8
Fiili Dolaşım Oranı (%):	49.00
Fiili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	168,433
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Petrol

Hisse Performans (15/10/2025)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	111.89 - 194.4			
	1h	1A	3A	ybb
Nominal	-1.2%	1.0%	19.3%	38.3%
Rölatif (BIST-100)	1.6%	6.2%	16.6%	29.9%
Ort. İşlem Adedi (mn)	18.72	19.66	20.29	21.25
Ort. İşlem Hacmi (mn T)	3,444	3,310	2,823	2,982
BIST-100'deki ağırlığı	5.42			
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce			
	26% 28%			

Kısaca Şirket

Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (Tüpraş), 1983'te kurulmuş ve 2006'da özelleştirilmiş olup, Türkiye'nin en büyük entegre petrol rafinaj ve enerji şirketidir. Kocaeli merkezli Şirket, 30mn ton rafinaj kapasitesi ve 9.5 Nelson kompleksitesine sahiptir. Ham petrol ve türevlerinin temini, rafinajı, üretimi, ticareti ile petrol ürünleri, LPG ve doğalgazın yurt içi ve yurt dışı ticaretinde aktiftir. Ayrıca, Türkiye'nin ikinci büyük akaryakıt perakendecisi OPET'in %41,7'sine sahiptir.

Ortaklık Yapısı

	Oran
Halka Açık	47.25%
Enerji Yatırımları A.Ş.	46.40%
Koç Holding A.Ş.	6.35%

(USD mn)	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro	945,509	724,589	796,997	812,658
FAVÖK	59,158	52,619	65,436	65,927
Net Kar	18,315	29,107	33,428	36,060
FAVÖK marjı	6.3%	7.3%	8.2%	8.1%
Net marj	1.9%	4.0%	4.2%	4.4%
FD/FAVÖK (x)	5.0	5.6	4.5	4.5
F/K (x)	18.8	11.8	10.3	9.5
FD/Satış (x)	0.31	0.41	0.37	0.36
Temettü/hisse (TL)	15.21	13.60	13.88	14.97
Temettü Verimi	8.5%	7.6%	7.8%	8.4%
Net Borç/FAVÖK (x)	-1.2x	-1.5x	-0.7x	-1.1x
Aktif Karlılığı (ROA)	4%	5%	5%	5%

Onur Marşan

+90 (212) 244 55 66

onurm@global.com.tr

Global Araştırma

+90 (212) 244 55 67

www.global.com.tr



FINANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	1,156,475	945,509	724,589	796,997	812,658
Satışların Maliyeti	-971,628	-866,135	-666,787	-723,894	-736,437
Brüt Kar	184,847	79,374	57,802	73,102	76,220
Faaliyet Giderleri	-32,942	-31,435	-16,052	-19,621	-22,484
Faaliyet Gelirleri	151,905	47,939	41,750	53,481	53,737
FAVÖK	162,119	59,158	52,619	65,436	65,927
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	-27,877	-6,275	-5,940	-3,821	-5,500
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-8,749	10,724	3,701	-3,964	-4,745
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	139	-18	40	30	32
Parsal Kayıp/Kazanç	-19,789	-17,014	-1,833	-1,541	-1,565
İştiraklerden kayıp/kazanç	1,771	1,683	1,273	1,529	1,553
Gains from Investing Activities	139	0	40	30	32
Vergi Öncesi Kar	0	-18	0	0	-14
Vergi Gideri	-6,651	-14,831	-8,986	-11,428	-6,527
Azınlık Payları	497	838	899	857	925
Net Kar/(Zarar)	90,252	21,369	29,107	33,428	36,060

Bilanço (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	163,941	85,796	105,449	99,626	127,071
Ticari Alacaklar	68,121	43,253	49,333	52,505	47,723
Stoklar	74,901	70,328	63,029	65,663	52,985
Maddi Duran Varlıklar	225,456	263,871	297,721	365,217	371,027
Diğer Varlıklar	84,273	66,601	58,691	63,533	65,077
Toplam Varlıklar	617,874	529,849	574,225	646,545	663,883
Finansal Borç	51,003	22,155	29,446	55,072	56,896
Ticari Borçlar	165,010	121,201	115,879	129,441	116,038
Diğer Yükümlülükler	60,001	52,516	15,617	5,833	9,159
Toplam Yükümlülükler	276,015	195,872	160,942	190,347	182,093
Azınlık Payları	3,668	4,705	5,632	6,762	6,870
Özkaynaklar	338,191	329,272	407,651	449,436	474,921
Ödenmiş Sermaye	2,248	1,927	1,927	1,927	1,927
Net Borç/(Nakit)	-114,120	-63,641	-76,003	-44,554	7,195

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	-25%	-18%	-23%	10%	2%
FAVÖK	57%	-64%	-11%	24%	1%
Net Kar	-13%	-76%	36%	15%	8%

Finansal Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hisse Başına Kar (TL)	40.37	11.53	15.57	17.79	19.19
Özsermaye Karlılığı	27%	6%	7.1%	7.4%	7.6%
Brüt Marj	16%	8%	8.0%	9.2%	9.4%
FAVÖK Marjı	14%	6%	7.3%	8.2%	8.1%
Net Kar Marjı	8%	2%	4.0%	4.2%	4.4%

Kaynak: Finnet

Yatırım Teması

Tüpraş'ı, defansif iş modeli, sürdürülebilir kârlılık profili, güçlü yurt içi talep sayesinde korunan pazar liderliği ve sağlam bilanço ile desteklenen operasyonel dayanıklılığı nedeniyle beğeniyoruz. Rafineri marjlarındaki toparlanma, ürün spread'lerindeki iyileşme ve güçlü yurt içi talep; ham petrol diferansiyellerindeki daralmaya rağmen Tüpraş'ın finansal performansını destekleyecek temel unsurlar olmaya devam ediyor.

Jeopolitik riskler petrol fiyatları için oynaklık yaratmaya devam etse de, talep dinamikleri güçlü kalmaktadır. Bu görünüm, beklentilerin üzerinde gerçekleşen 2Ç sonuçları ve 3Ç'te devam eden güçlü eğilimlerle de teyit edilmektedir. Değerleme dönemimiz boyunca USD5,0–5,3/varil seviyesinde sürdürülebilir net rafineri marjı varsayıyoruz. Daha ağır ve yüksek sülfürlü ham petrol fiyat farkları daralmış olsa da, Tüpraş'ın esnek ham petrol tedarik yapısı ve yüksek orta distilat verimi, birim kârlılığını korumaktadır. Ayrıca operasyonel güvenilirlik ve enerji verimliliği projeleri, özellikle mevsimsel talep artış dönemlerinde marjları desteklemeye devam edecektir. Dizel ve jet yakıtı marjları ise kârlılığın ana itici unsurları olmayı sürdürecektir.

Bu dinamikler doğrultusunda, Tüpraş'ın 2025–2033 döneminde yıllık 1,0–1,2 milyar USD seviyesinde sürdürülebilir FAVÖK yaratmasını bekliyoruz. Bu tutara SAF, Entek'in net-sıfır girişimleri ve yeşil hidrojen projelerinden gelecek ek katkılar dahil edildiğinde, Tüpraş'ın yıllık FAVÖK'ünün 1,3–1,35 milyar USD seviyelerine yükselebileceğini öngörüyoruz. Bu da şirketin uzun vadeli kârlılığının gücünü bir kez daha ortaya koymaktadır.

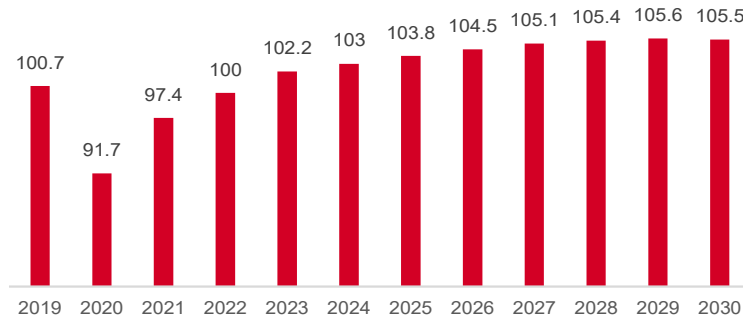
Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımız 253TL olup, %42 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatımıza göre hisse, 2026T 4,4x FD/FAVÖK ve 10,0x F/K çarpanlarından global emsallerine göre hafif primli bir seviyeden işlem görmektedir. Yeni projeleri, sürdürülebilir karlılığı ve yüksek temettü verimliliği bu primi geçerli kılıyor. Tüpraş'ı "AL" tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz.

Tüpraş hissesi, son üç ayda BIST'e göre %16.6 daha iyi performans göstermiştir; bu güçlü görünüm, marjlardaki toparlanma, sağlam talep koşulları, yüksek kapasite kullanımı ve güçlü orta distilat marjları sayesinde oluşmuştur. Bu olumlu koşulların yılın geri kalanında da hisse performansını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

Küresel petrol ürünleri talebi 2024 yılında 103,4 milyon varil/gün seviyesine ulaşarak yüksek seyrini korumuştur.

IEA'nın Oil 2025 raporuna göre, küresel petrol talebinin 2024–2030 döneminde toplamda 2,5 milyon varil/gün artışla 2030 sonunda 105,5 milyon varil/gün seviyesine ulaşması beklenmektedir. Ancak bu artışın büyük bölümü dönemin ilk yıllarında yoğunlaşmakta; büyüme 2025–2026 yıllarında yaklaşık 720 bin varil/gün seviyesinde yavaşlayarak orta vadede yatay bir seyir izlemektedir. Talep artışının önemli kısmı gelişmekte olan ekonomiler tarafından yönlendirilmekte; OECD dışı ülkelerde petrol talebinin yıllık bileşik büyüme oranı %1,2 seviyesinde öngörülmektedir. Bu artışta Asya ülkeleri, özellikle Hindistan, belirleyici konumdadır.

Dünya Petrol Talebi 2019-2030



Kaynak: IEA, Oil 2025 Analysis

Genel olarak küresel petrol talebi artışının 2030 yılına kadar 2024 yılı büyümesine benzer bir seyir izlemesi beklenirken, ülke bazında farklılaşmalar – özellikle ABD, Çin ve Suudi Arabistan'da – dikkat çekmektedir. ABD petrol talebinin bu dönemde ortalama 1,1 milyon varil/gün artışla 20 milyon varil/gün seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Çin'de petrol talebi artışı elektrikli araç kullanımındaki artışın etkisiyle sınırlı kalmaktadır. Suudi Arabistan'da ise petrol talebinin yaklaşık 620 bin varil/gün azalması beklenmektedir; ülkenin elektrik üretiminde petrol kullanımını azaltıp bunun yerine doğal gaz ve yenilenebilir kaynaklara yönelmesi bu düşüşün temel nedenidir. Bu dönüşümün, önümüzdeki on yıl içinde elektrik üretiminde petrol tüketimini yaklaşık 1 milyon varil/gün azaltması beklenmektedir.

Ürün bazında bakıldığında, önümüzdeki dönemde artışın orta distilat ürün gamında gerçekleşmesi beklenmektedir. Buna karşılık, karbon salımına yönelik kısıtlamalar ve alternatif enerji kaynaklarının artan ikamesi nedeniyle ağır ürünlerde sınırlı bir değişim öngörülmektedir.

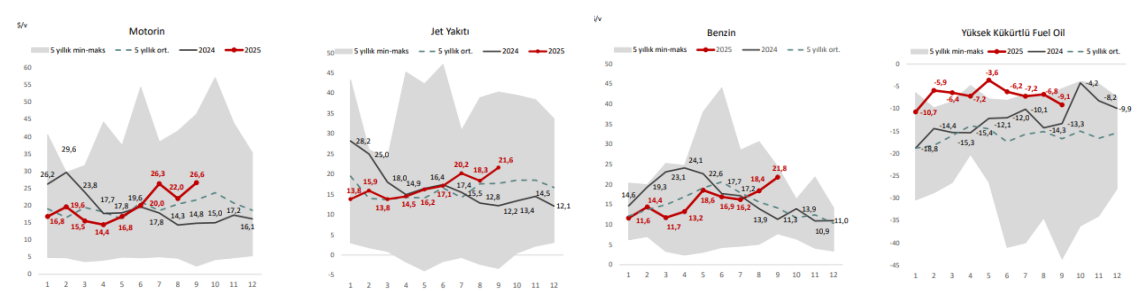
2025 Yılıının İkinci Yarısında Orta Distilat Marjlarında Güçlü Seyir

Tüpraş'ın 2025 yılının ikinci yarısındaki rafineri marj görünümüne yönelik olumlu görüşümüzü koruyoruz. Bu görünüm, ham petrol diferansiyelleri daralmasına rağmen orta distilat marjlarındaki belirgin toparlanma ile desteklenmektedir. Güncel veriler, dizel ve jet yakıtı marjlarının son birkaç ayın en yüksek seviyelerine ulaştığını göstermektedir.

Dizel ve jet yakıtı marjları, benzine kıyasla belirgin şekilde daha iyi performans göstererek, distilat talebindeki yapısal gücü ortaya koymuştur. Dizel marjları, son üç yılın mevsimsel ortalamasının oldukça üzerinde seyretmeye devam etmekte olup; bu görünüm düşük Avrupa stokları, güçlü yaz dönemi ulaşım ve enerji talebi ile distilat verimi yüksek ham petrol arzının sınırlı olması sayesinde desteklenmektedir.

2025 yılının son çeyreğine girerken, marjların üçüncü çeyrek başındaki zirve seviyelerden normalleşmesini, ancak 2025 yılının ilk yarısına göre yüksek seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Bu görünüm; sonbahar bakım sezonu, ısıtma ve enerji üretimindeki mevsimsel artış ve devam eden düşük stok seviyeleri tarafından desteklenmektedir. Görünüm 2026 yılına kadar olumlu kalmaya devam etmektedir. Sektör verileri, dizel marjlarının uzun dönem ortalamalarının üzerinde kalmaya devam edeceğine işaret etmekte olup, bu durum Tüpraş gibi kompleks rafineriler için sürdürülebilir kârlılığın korunacağına işaret etmektedir.

Orta Distilat Ürün Marjları - Ekim 2025



Kaynak: Tüpraş

Jeopolitik ve Arz Tarafı Faktörler Marjları Desteklemeye Devam Ediyor

Ayrıca, Avrupa ve Orta Doğu'daki rafineri bakım dönemleri, bölgesel ürün arzını sıkılaştırarak ürün marjlarını destekleyecektir. Rus rafinerilerine yönelik Ukrayna dron saldırılarının ardından, ham petrol fiyatları yaklaşık 68,5 USD/varil seviyesine yükselmiştir. Bu gelişmeler üzerine Moskova, benzin ihracat yasağını yıl sonuna kadar uzatmış ve dizel ihracatına kısmi kısıtlama getirmiş, aynı zamanda olası üretim kesintilerine dair sinyaller vermiştir. Bu jeopolitik ve arz yönlü faktörlerin, orta distilat ve jet yakıtı marjlarını cazip seviyelerde tutarak, kış dönemindeki mevsimsel talep yavaşlaması öncesinde rafineri kârlılığını desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. OPEC verilerine (Eylül 2025) göre, aylık veriler dizel ve jet yakıtındaki güçlü performansı bir kez daha teyit etmektedir. Marjlar, özellikle İsrail-İran geriliminin yarattığı jeopolitik etkiler ve mevsimsel talep artışının etkisiyle yükseliş eğilimini sürdürmüştür.

Tüm bunların sonucu olarak benzin ve dizel marjları 3Ç25'te güçlü kalmaya devam etmiştir. Ağır ham petrolün Brent'e göre fiyat farkı ay içinde sınırlı ölçüde daralırken, küresel petrol stokları son beş yıllık ortalamanın altında seyretmeye devam etmiştir. Bu arz açığına, İspanya ve Portekiz'de yaşanan elektrik kesintileri ile devam eden rafineri bakım faaliyetleri de eklenmiş, böylece ürün arzı daha da kısıtlanmıştır. Tüm bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, rafine ürün spread'leri için güçlü bir destek ortamı oluştuğu görülmektedir.

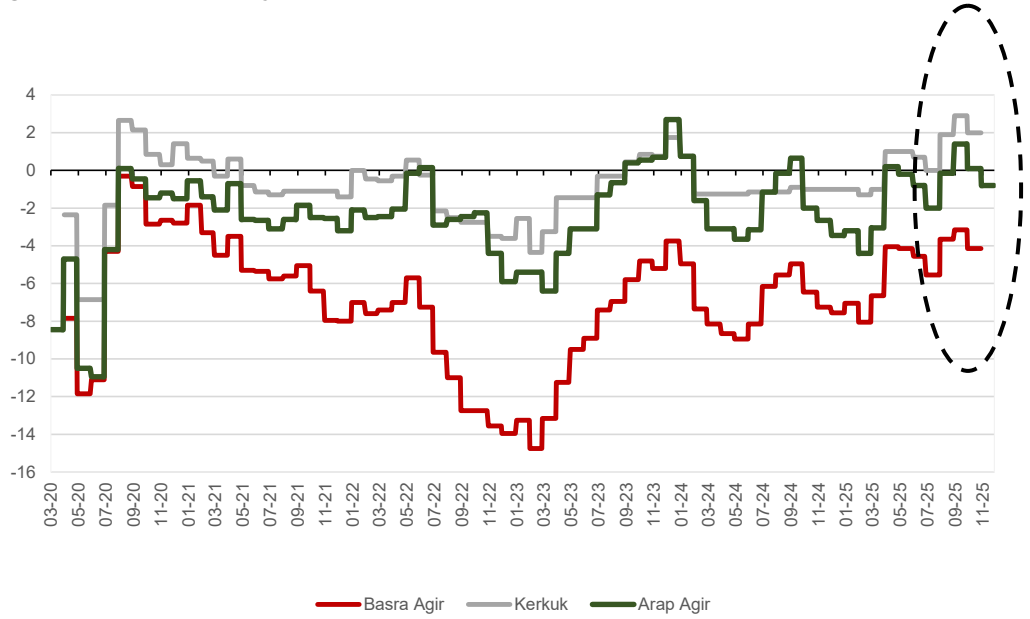
Ham Petrol Fiyat Makası Daralsa da Son Gelişmelerle Yeniden Açılıyor

Temmuz sonunda ham petrol fiyat farkları daralmış (Urals–Brent iskontosu yaklaşık 1,5–1,6 USD/varil seviyesine gerilemiş) olsa da, Tüpraş'ın esnek ham petrol tedarik yapısı, yüksek orta distilat verimi ve rafineri operasyonlarında verim optimizasyonu sayesinde kârlılığa etkisinin sınırlı kalmasını bekliyoruz. Güçlü orta distilat marjları ve yüksek kapasite kullanımı, daralan hammadde spread'lerini dengeleyerek 2025–2026 dönemi için öngördüğümüz 5,0–5,3 USD/varil sürdürülebilir net rafineri marjını desteklemektedir.

Son dönemde ise Dubai/Brent farkına göre ham petrol spread'leri yeniden genişlemeye başlamıştır. Bu gelişmede, Suudi Aramco'nun Ekim ayında Asya pazarlarına yönelik resmi satış fiyatlarında (OSP) yaptığı 0,9–1,0 USD/varil indiriminin, talep zayıflamasına işaret etmesi; OPEC+ grubunun Irak'ın ihracatlarını artırmasıyla birlikte ağır/sülfürlü arzın yükselmesi ve Irak'tan ilave ihracat beklentileri etkili olmuştur.

Ayrıca, Irak–Kerkük–Ceyhan boru hattının olası yeniden devreye alınması, Tüpraş'ın Kırıkkale Rafinerisi için Kerkük ham petrolünü doğrudan boru hattı üzerinden tedarik etmesini sağlayacak; bu da operasyonel verimliliği artırarak lojistik maliyetleri azaltacak ve küresel ham petrol farklarındaki oynaklığa rağmen marj dayanıklılığını güçlendirecektir.

Ağır-Hafif Ham Petrol Fiyat Makasları (\$/v) (USD/bbl)



Kaynak: Bloomberg

Jeopolitik Riskler Ham Petrol Fiyatları Üzerinde Etkili Olmaya Devam Ediyor

Jeopolitik risk primi, ölçülmesi güç olmakla birlikte, ham petrol fiyatlamasında açık biçimde kendini göstermektedir. Katar'ı da kapsayan İsrail saldırılarına ve Rus rafineri kapasitesini etkileyen Ukrayna dron saldırılarına ilişkin son gelişmeler, Primorsk terminalindeki yaklaşık 1mn varil/gün ihracat kapasitesinin risk altına girmesine yol açarak fiyatların son dönemdeki güçlü seyrini desteklemiştir. Bu koşullar altında, model varsayımlarına ek olarak 5–8 USD/varil düzeyinde bir risk primi eklemek temkinli bir yaklaşım olmuştur.

Bu gerilimler olmasaydı petrol fiyatları daha düşük seviyelerde işlem görebilirdi; ancak mevcut koşullar sürdükçe, jeopolitik risk primi fiyatları temel dinamiklerin üzerinde tutmaya devam edecektir. Bu hafta jeopolitik tansiyon biraz düşmüş olsa da duruma ilişkin temkinli yaklaşımımız koruyoruz.

Küresel jeopolitik tansiyonun ham petrol fiyatları üzerinde baskı yaratmaya devam etmesini bekliyoruz. Arz-talep dengesi tek başına yüksek fiyat seviyelerini desteklemese de, artan her jeopolitik risk unsuru fiyatlar üzerinde anlık ve yukarı yönlü etki oluşturmaktadır. **Baz senaryomuz, CMB ve EIA tahminleriyle paralel biçimde, petrol fiyatlarının 65–70 USD/varil bandında seyretmeye devam edeceği yönündedir.**

Petrol Fiyatları Kronolojisi



Kaynak: Bloomberg, IEA

Petrol fiyatlarını etkileyen önemli olaylar

- 24.02.2022 Rusya, Ukrayna'yı işgal etti.
- 07.03.2022 Rus petrolüne ambargo görüşülürken fiyatlar son 14 yılın en yüksek seviyesine geldi.
- 05.10.2022 OPEC+, günlük 2 milyon varillik üretim kesintisi açıkladı.
- 03.04.2023 OPEC+, piyasalara sürpriz yaparak gönüllü üretim kesintisi kararı aldı.
- 09.10.2023 Hamas-İsrail çatışması, bölgesel arz risklerini artırdı.
- 12.01.2024 Husilerin ticari gemilere saldırısı sonrası Kızıldeniz'de sevkiyat aksaklıkları yaşandı.
- 15.03.2024 Ukrayna'nın Rus rafinerilerine yönelik dron saldırıları gerçekleşti.
- 16.03.2025 Rusya, iç piyasayı dengelemek için benzin ve dizel ihracatına kısmi kota getirdi.
- 08.05.2025 Hürmüz Boğazı'nda artan gerginlik, tanker trafiğinde kısa süreli aksamalara neden oldu.
- 19.06.2025 İsrail-İran hava çatışması; dizel marjlarında sert yükseliş yaşandı.
- 24.07.2025 AP, Rus petrol ve gaz ithalatının daha hızlı azaltılmasını öngören tasarıyı gündeme aldı.
- 07.09.2025 OPEC+, Ekim 2025 itibarıyla günlük +137 bin varillik üretim artışı sinyali verdi.
- 08.09.2025 Suudi Arabistan, Asya'ya yönelik Ekim sevkiyatlarında resmi satış fiyatlarını düşürdü.
- 13.09.2025 Primorsk terminaline dron saldırısı düzenlendi; terminal faaliyetleri kısmen durdu.
- 26.09.2025 Rusya, benzin ve dizel ihracatını yıl sonuna kadar kısıtlama kararı aldı.
- 29.09.2025 Kerkük-Ceyhan boru hattı üzerinden petrol akışı yeniden başladı.
- 30.09.2025 Eylül ayında orta distilat marjları güçlü seyrini sürdürdü.
- 01.10.2025 Yatırımcıların olası OPEC+ üretim artışına hazırlık yapmasıyla petrol fiyatları geriledi.
- 12.10.2025 Rusya, petrol sübvansiyon sisteminde değişikliğe giderek bazı kesintileri erteledi.
- 14.10.2025 OPEC+ ülkeleri, 2026 üretim politikasını gözden geçirmek üzere olağanüstü toplanacak

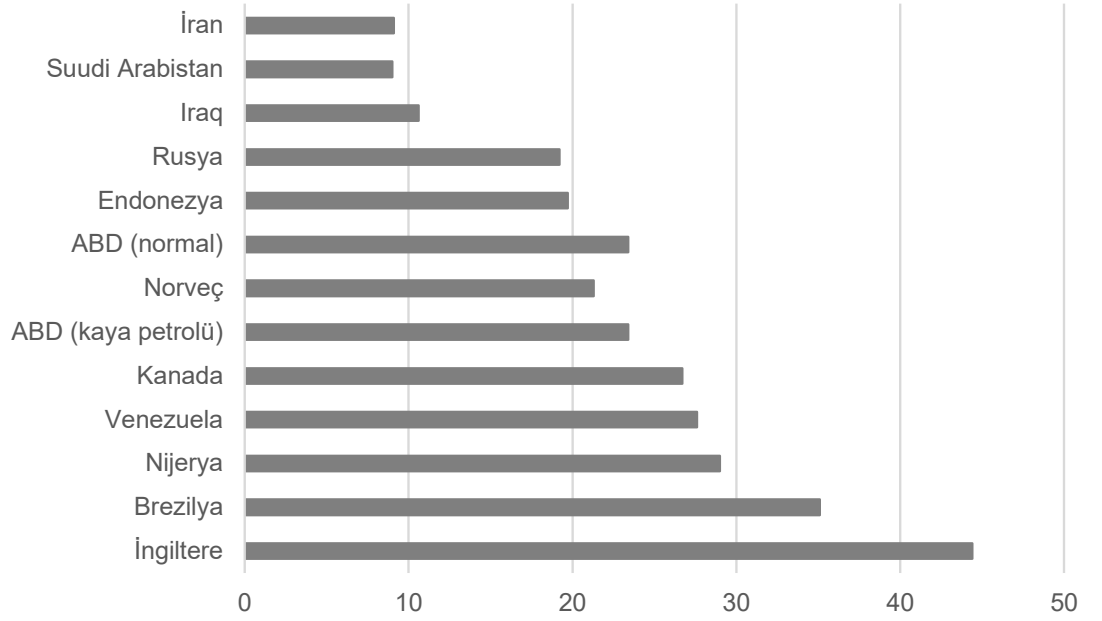
.....

Neden Ham Petrol için 65–75 USD/Varil Varsayımı Konsensüs Olarak Kabul Ediliyor?

Brent petrol fiyatı yaklaşık 62 USD/varil seviyesinde işlem görmekte olup, bu seviye yıl sonu beklentimize göre hafif ıskontoludur. Yılbaşından bu yana petrol fiyatları ortalama 69,9 USD/varil seviyesinde gerçekleşmiş; bu da jeopolitik gerilimlerin fiyatlara doğrudan yansımalarını göstermektedir. OPEC+ üretim kısıntılarını kademeli olarak geri çekerken ve Irak ihracatını artırırken, ağır/sülfürlü ham petrol arzı da artış göstermiştir.

Ham petrol üretim maliyetleri ülkeler ve bölgeler arasında çok farklılık göstermektedir. Rystad Energy'nin karşılaştırmalı analizine göre, Suudi Arabistan dünyanın en düşük toplam üretim maliyetine sahiptir; üretim, vergi, idari ve taşıma giderleri dâhil edildiğinde toplam maliyet yaklaşık 9 USD/varil seviyesindedir. Benzer şekilde, İran ve Irak da oldukça düşük maliyetlerle öne çıkmaktadır; bu ülkelerde üretim maliyeti sırasıyla 9,1 USD/varil ve 10,6 USD/varil civarındadır. Buna karşılık, dünyanın en büyük petrol rezervlerinden birine sahip olan Venezuela, büyük ölçüde aşırı ağır petrol rezervlerine sahip olduğundan, üretim maliyeti çok daha yüksek olup yaklaşık 27,6 USD/varil seviyesindedir. Bu fark, ülkenin üretiminde kullanılan petrol türünün daha zor ve maliyetli işlenmesinden kaynaklanmaktadır.

Petrol Çıkarma Maliyetleri (USD/bbl)



Kaynak: International Journal of Energy Economics and Policy, EIA, IEA

ABD kaya petrolü sektörü için 65–70 USD/varil fiyat aralığı genellikle destekleyici bir seviyedir. Çoğu kaya petrolü sahasında üretim maliyeti 40–55 USD/varil aralığındadır, bu da üretimi ekonomik olarak yapılabilir ve karlı hale getirir. Sektör, üretimi önemli ölçüde artırmayı başarmış olsa da, karlılığı baskı altındadır. Daha yüksek fiyat ortamı, kaya petrolü üreticilerine sağlıklı marjlar, nakit akışı yaratma kapasitesi ve yatırımlarını artırma imkânı sağlamaktadır.

Rusya ve Basra Körfezi'ndeki Orta Doğu ülkeleri, bir süre daha düşük petrol fiyatlarına dayanabilir; zira bu ülkeler geçmişte biriktirdikleri rezervlere, borçlanma imkânlarına ve döviz kuru politikalarına güvenmektedir. İran ve Irak, düşük üretim maliyetleri açısından Suudi Arabistan'ı takip etmektedir.

Suudi Arabistan'da, Aramco'nun üretim maliyetleri 10 USD/varil'in altında olup, bu da 65–70 USD/varil seviyelerinde güçlü kârlılık sağlamaktadır. Ancak bütçe dengesi açısından Suudi Arabistan'ın denk bütçe sağlayabilmesi için petrol fiyatının 75–80 USD/varil civarında olması gerekmektedir. Daha düşük fiyatlar bütçe açığı riskini artırarak ülkenin petrol dışı gelir kaynaklarına, varlık fonuna ve OPEC+ aracılığıyla üretim yönetimine daha fazla bağımlı hale gelmesine yol açabilir. Bu nedenle Suudi Arabistan'ın, uzun vadede gelir çeşitliliğini artırma ve petrole bağımlılığı azaltma stratejisini sürdürmesini bekliyoruz.

OPEC açısından durum ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Kuveyt, BAE ve Irak gibi düşük maliyetli üreticiler, 65–70 USD/varil seviyelerinde karlılıklarını koruyabilirken, Nijerya, Angola ve Venezuela gibi daha yüksek maliyetli ve mali açıdan kırılgan ülkeler daralan marjlar ve bütçe baskısıyla karşı karşıyadır. Bu fark, OPEC'in üretim kotalarını koordine etme stratejisinin önemini artırmaktadır; çünkü birçok üyenin mali sürdürülebilirliği, petrol fiyatlarının 80 USD/varil veya üzerinde kalmasına bağlıdır.

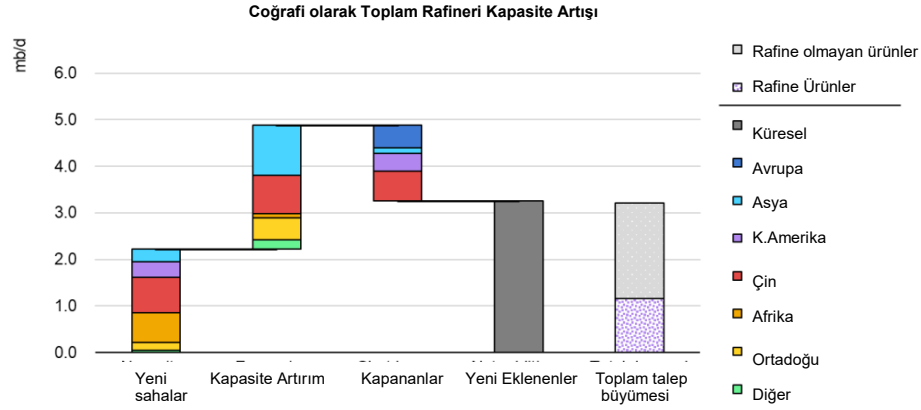
2030 Sonrası kapasite sorunları gündeme gelecek

2030 yılına kadar küresel ölçekte rafineri kapasitesinde hem yeni yatırımlar hem de planlı kapanışlar öngörülmektedir. Toplamda yaklaşık 4,2 milyon varil/gün yeni kapasite devreye girmesi beklenirken, bunun yaklaşık 1,6 milyon varil/günlük kısmı — ağırlıklı olarak Kuzey Amerika, Çin ve Avrupa'daki rafinerilerin kapanması sonucu — dengelenecektir. Böylece, 2024–2030 döneminde net kapasite artışı yaklaşık 2,6 milyon varil/gün seviyesinde kalacaktır.

Yeni kapasite yatırımlarının büyük bölümü Asya, Orta Doğu ve Afrika gibi gelişmekte olan bölgelerde yoğunlaşırken, Avrupa ve Kuzey Amerika'da ise talep yavaşlaması ve karbon azaltım hedefleri nedeniyle kapanış eğilimi sürmektedir. Bu durum, 2030 sonrasında OECD ülkelerinde rafineri faaliyet oranlarının yatay veya gerileyen bir eğilim göstermesine neden olacaktır.

Öte yandan, marjların cazip kalması hâlinde bazı rafinerilerin bakım öncesi dönemlerde üretim oranlarını geçici olarak artırması mümkündür; ancak kapasite sınırlamaları ve mevcut bakım planları bu artışı sınırlayacaktır.

Kapanacak ve eklenecek yeni kapasiteler



Kaynak: IEA, Oil 2024 - Analysis and forecasts to 2030

Kerkük–Ceyhan Boru Hattından 2,5 Yıl Sonra Yeniden Petrol Akışı Başladı

Kuzey Irak'tan Türkiye'ye petrol sevkiyatı 2,5 yıl aradan sonra yeniden başladı. Hat, Türkiye'nin Bağdat'ın onayı olmadan Kürdistan Bölgesel Yönetimi'nden petrol aldığı için tazminata mahkûm edilmesi üzerine kapanmıştı. Anlaşma kapsamında Irak, başlangıçta 180.000–190.000 varil/gün ham petrolün Türkiye'nin Ceyhan Limanı üzerinden ihraç edilmesine izin verecek; bu miktarın zamanla kademeli olarak artması ve 230bin varile çıkması bekleniyor. Boru hattı, Türkiye'nin Irak'taki federal hükümetin onayı olmadan Kürdistan Bölgesel Yönetimi'nden, ancak önceki kapasitenin altında kalacağı öngörülüyor.

Bu anlaşmanın bölgesel arz istikrarını sağlama ile küresel piyasalara ilave arz yaratma amacını taşıyor. Anlaşmanın, yalnızca Irak'ın ihracat gelirlerini güvence altına almakla kalmayıp aynı zamanda Rus rafinerilerine yönelik saldırılar ve Batı piyasalarındaki Rus petrolü kısıtlamaları nedeniyle oluşabilecek arz boşluklarını dengelemeye yönelik bir önlem işlevi görmesi bekleniyor.

Ham Petrol Boru Hatları - Türkiye



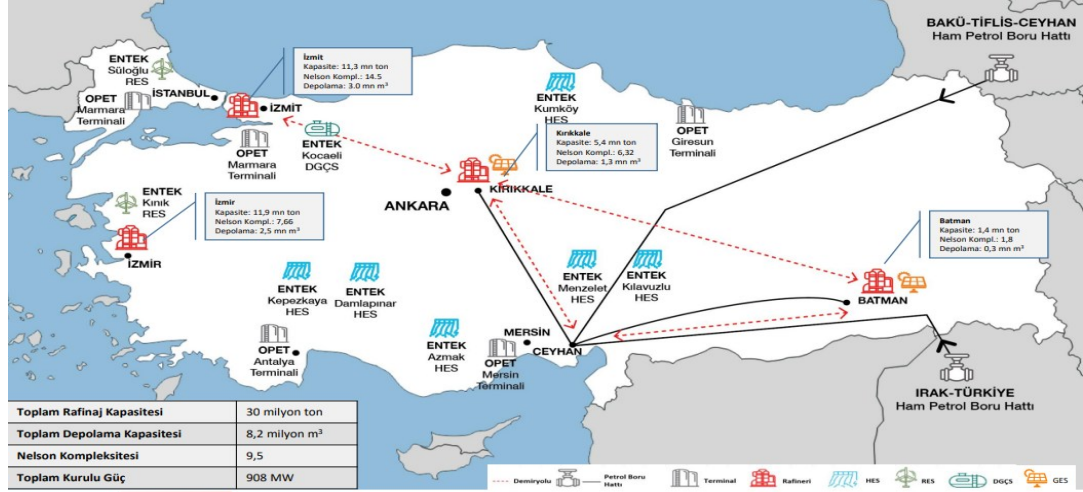
Kaynak: Botas

Kerkük–Ceyhan boru hattından petrol akışının yeniden başlaması, Türkiye'nin enerji arz güvenliği açısından stratejik önem taşımakta olup, Tüpraş açısından da doğrudan operasyonel ve finansal etkiler yaratmaktadır. Özellikle Kırıkkale Rafinerisi, ham petrolü Ceyhan üzerinden doğrudan boru hattıyla tedarik eden bir rafineridir. Bu gelişmeyle birlikte rafinerinin, istikrarlı ve güvenilir bir ham petrol arzını güvence altına alarak yüksek kapasite kullanım oranlarını koruması beklenmektedir.

Maliyet açısından bakıldığında, boru hattı üzerinden taşınan ham petrol, navlun ve sigorta giderlerinden muaf olması nedeniyle denizyolu taşımacılığına kıyasla daha ekonomik bir seçenektir.

Kerkük ham petrolü, orta yoğunlukta ve orta sülfür oranına sahip, yüksek orta distilat verimi bulunan bir petrol türüdür ve Kırıkkale Rafinerisi'nin işlem konfigürasyonuna oldukça uygundur. Bu ham petrolün temini rafineri kârlılığını desteklemektedir; ancak mevcut hacimler 2,5 yıl öncesine kıyasla çok yetersizdir.

Tüpraş Varlıkları—Rafineri, Dağıtım ve Elektrik



Kaynak: Tüpraş

Rafineri Marjlarında Toparlanma

2025 yılı başından bu yana Tüpraş, daralan ham petrol farkları ve dalgalı ürün marjları ile şekillenen oynak bir piyasa ortamında faaliyet göstermektedir. Buna rağmen, orta distilat talebindeki istikrar ve yüksek kapasite kullanımı sayesinde rafineri marjları yıl genelinde kademeli olarak iyileşmiştir.

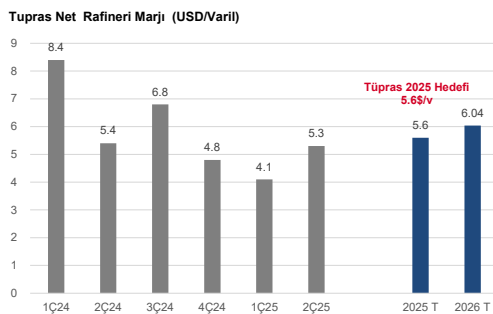
Özellikle üçüncü çeyrek, güçlü bir toparlanma dönemi olmuştur. Dizel marjları birkaç ayın en yüksek seviyelerine çıkarken, jet yakıtı marjları Asya'ya göre genişlemiş; benzin marjları da ek destek sağlamıştır. 2024 ortasında zayıflayan Akdeniz kompleks marjları, 2025 yılının ilk dokuz ayında belirgin biçimde toparlanmış ve 3Ç25 itibarıyla uzun dönem ortalamalarının oldukça üzerinde seyrederek bölgedeki mevsimsel talep gücünü yansıtmıştır.

Yılın geri kalanında, marjların ilk yarı ortalamasının üzerinde kalmasını bekliyoruz. Bu görünüm, düşük stok seviyeleri, mevsimsel elektrik üretimi artışı ve sonbahar bakım dönemleri tarafından desteklenmektedir. Bu unsurlar, Tüpraş'ın 4Ç25 kâr dayanıklılığını güçlendirecek ve 2026 için sağlam bir kârlılık temeli oluşturacaktır.

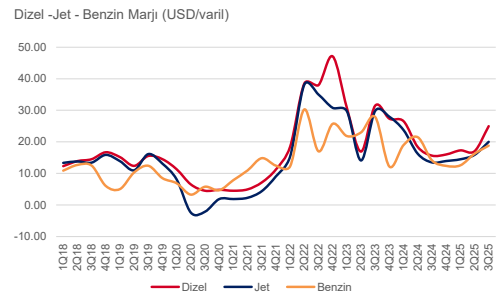
EPDK'nın Temmuz raporuna göre, Türkiye'de petrol ürünleri tüketimi 2025 yılının Ocak–Temmuz döneminde yıllık bazda %4,7 artışla 19,1 milyon ton seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde benzin tüketimi %18, jet yakıtı %1,6 ve dizel %2,8 artış göstermiştir. Ekonomik aktivitedeki canlanma ile birlikte, bu büyümenin yılın kalanında da %4–4,5 bandında sürmesini bekliyoruz.

Tüpraş, 2025 yılının ilk yarısında %90,3 kapasite kullanımı ile 12,94 milyon ton üretim gerçekleştirmiştir. Net rafineri marjı da güçlenmiş, şirket 2Ç25'te 5,3 USD/varil seviyesinde marj açıklamış; bu oran 1Ç25'e göre belirgin artış gösterirken, yıllık bazda yatay seyretilmiştir. 2025 yılı için net rafineri marjı beklentimiz 5,6 USD/varil, 2026 için ise 5,7 USD/varil olup, bu görünüm şirketin güçlü operasyonel yapısı ve olumlu marj ortamı ile uyumludur.

Tüpraş Net Rafineri Marjı



Orta Distilat Marjları



Kaynak: Tüpraş, GMD

Sera Gazı Emisyonlarının Azaltımı

Tüpraş, sera gazı emisyonlarını azaltma hedefi doğrultusunda sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) üretimine odaklanarak Türkiye'nin yeşil dönüşümünde öncü bir adım atmaktadır. Kullanılmış yemeklik yağ, tarım ve belediye atıkları gibi sürdürülebilir hammaddelerden üretilen SAF, fosil kaynaklı jet yakıtına kıyasla %80'e varan emisyon azaltımı sağlayabilen yenilenebilir bir alternatiftir. Şirket, 2026 yılında İzmir Rafinerisi'nde mevcut tesislerini kullanarak SAF üretimine başlamayı ve bu alanda Türkiye'nin lider üreticisi olmayı planlamaktadır.

Türk Hava Yolları ile yapılan iş birliği satış kanallarını güvence altına alırken, Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü'nün 2025 tarihli SAF düzenlemesi, kullanım oranını **2025'te %1'den 2030'da %5'e çıkararak** projeye güçlü bir yasal çerçeve kazandırmaktadır. Bu proje, Tüpraş'ın sürdürülebilir enerjiye geçiş sürecinde hem çevresel hem ekonomik açıdan stratejik bir büyüme alanı oluşturmaktadır.

Tüpraş'ın Sürdürülebilir Rafinaj Planı Kapsamında Karbonsuz Geleceğe Geçişi

Tüpraş'ın Sürdürülebilir Rafinaj Planı, şirketi Avrupa'daki muadilleriyle aynı karbon uyum düzeyine taşıyarak, yeni yatırım alanlarından elde edilecek gelirlerle kârlılığı güçlendirmeyi ve sürdürülebilir büyümeyi hedeflemektedir. Bu dönüşüm planı, Tüpraş'ın 2050 yılına kadar karbon nötr bir şirkete dönüşmesini sağlayacak temel yol haritasını oluşturmakta; düşük karbonlu üretim teknolojileri, yenilenebilir enerji yatırımları ve enerji verimliliği odaklı projelerle şirketi karbonsuz bir gelecek vizyonuna taşımaktadır.

Tüpraş Stratejik Dönüşüm Planı (2050)

	2025-2030			2031-2035	
	Yatırım Payı	FVAÖK Payı		Yatırım Payı	FVAÖK Payı
Sürdürülebilir Rafinaj	~%50	~%85	➔	~%40	~%65
Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı					
Sıfır Karbon Elektrik	~%50	~%15	➔	~%60	~%35
Yeşil Hidrojen					
Baz yıl 2017 Kapsam 1 ve 2 Co2 Emisyon Azaltımı	%20			%25	

Sürdürülebilir ve karlı TÜPRAŞ				2025-2035
Ort. FAVÖK >1,5mlr USD/yıl	Yıllık Ort.Yatırım Harcamaları/FAVÖK <0,5x	Ort. Kullanılan Sermaye Getirisi >%25	Net Borç/FAVÖK <2.0	Temettü Dağ. Oranı ~%80

Tüpraş, Sürdürülebilir Rafinaj Planı kapsamında USD3.9bn tutarında yatırım (CAPEX) yaparak 2025–2035 döneminde toplamda yaklaşık USD13bn kümülatif FAVÖK yaratmayı ve enerji yoğunluğunu 2017 baz yılına göre 102,2'den 88,7 seviyesine düşürmeyi hedeflemektedir. Bu strateji; verimlilik, üretkenlik ve katma değerli ürünlerin artışıyla kârlılığı güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Plan kapsamında Tüpraş'ın yatırımları:

- **Biyoyakıtlar (SAF Üretimi İçin) :** Tüpraş, İzmir Rafinerisi'nde yıllık yaklaşık 400 bin ton kapasiteli bir biyoyakıt ünitesi kurmayı planlamakta olup, tesisin 2028 yılında devreye alınması hedeflenmektedir. Proje kapsamında Honeywell UOP Ecofining™ teknolojisi kullanılarak bitkisel ve hayvansal atık bazlı hammaddeler işlenecektir. Hammadde tedarik riskini azaltmak amacıyla 2024 yılında 10 yıllık tedarik anlaşmaları imzalanmıştır. Yaklaşık USD800mn yatırım maliyeti gerektiren proje, 2025–2035 döneminde yaklaşık USD1.9bn kümülatif FAVÖK yaratması beklenmekte olup, %75 oranında SAF verimi ile Türkiye'de bu alandaki ölçek liderliğini destekleyecektir.
- **Entek ile Karbonsuz Elektrik Üretimi:** Tüpraş, bağlı ortaklığı Entek Enerji aracılığıyla sıfır karbon elektrik üretim kapasitesini 2027'e kadar 1GW, 2035'e kadar ise 2.5GW seviyesine çıkarmayı hedeflemektedir. Üretimin önemli bir kısmı yeşil hidrojen tesislerinin enerji ihtiyacını karşılamak üzere kullanılacak, fazlası ise piyasaya satılacaktır. Hâlihazırda Entek'in 263MW HES, 116MW RES, 112MW doğalgaz çevrim santrali olmak üzere toplam 490MW kurulu gücü bulunmaktadır. Buna ek olarak, Suloğlu'nda 2025 yılında devreye alınması planlanan 20MWp hibrit GES yatırımı portföye dahil edilecektir.
- **Yeşil Hidrojen Yatırımı:** Tüpraş, Türkiye'nin en büyük gri hidrojen üreticisi olarak 2028–2030 döneminde 20MW elektrolizör pilot tesisi kurmayı ve 2030 itibarıyla yeşil hidrojenin SAF üretiminde kullanılmasını planlamaktadır. Yaklaşık USD750mn yatırım gerektiren proje, 2025–2035 döneminde USD300mn kümülatif FAVÖK yaratması beklenen, SAF yatırımıyla stratejik uyumlu ve Tüpraş'ın karbonsuzlaşma hedeflerini güçlendiren bir adımdır.

Yatırım Alanı	Ana Girişimler	Zaman Çizelgesi	Tahmini Yatırım (CAPEX)	Toplam FAVÖK Katkısı (EBITDA)
SÜRDÜRÜLEBİLİR RAFİNERİ OPERASYONLARI	• Enerji verimliliği ve karbon azaltım projeleri • Grup FAVÖK'üne ana katkı sağlayan segment konumunun korunması • Karlılığı artırmak için enerji verimliliğinin iyileştirilmesi • Mevcut tesislerin maksimum potansiyelle işletilmesi • Portföyün daha hafif kimyasallarla çeşitlendirilmesi • Lojistik işbirliklerinde ve araç filosunda daha verimli çözümlere geçiş	2025–2035	~USD3,9mlr	~USD13mlr
SIFIR KARBON ELEKTRİK ÜRETİMİ	• Yeşil hidrojen üretiminde kullanılmak üzere sıfır karbonlu elektrik entegrasyonu • Öncelikli olarak hidrojen üretimine elektrik tedariki, fazla elektriğin satışı • Hidro, güneş, rüzgâr ve nükleer (MMR/SMR) gibi üretim teknolojilerinin değerlendirilmesi	2025–2035	~USD2,8mlr	~USD 2,0mlr
BİYOYAKITLAR (SAF)	• Türkiye'de öncü sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) tedarikçisi konumuna ulaşmak • Yeni bir SAF üretim ünitesine yatırım yapmak • Hammadde tedarikini 10 yıllık sözleşmelerle güvence altına almak • 2028 itibarıyla karışımı SAF üretimine (eş işlem/co-processing) başlamak	2025–2035	~USD800mn	~USD1,9mlr
YEŞİL HİDROJEN	• Rafineri emisyonlarını azaltmak ve karayolu taşımacılığındaki dönüşen pazarlarda yer almak • 2035'ten itibaren hidrojen satışlarına başlanması; Rafinerilerde Kapsam 1–2 emisyonlarının azaltılması	2025–2035	~USD750mn	~USD300mn

Türkiye'nin İlk SAF Düzenlemesi: Havacılığın Karbonsuzlaşmasında Temel Adım

Türkiye, 25 Eylül'de yayımlanan SHT-SAF Talimatı ile sürdürülebilir havacılık yakıtlarına (SAF) ilişkin ilk yasal çerçevesini oluşturdu. Düzenleme, 2026 için litre başına 13g CO₂ azaltım hedefi (yaklaşık %0,5 oranında düşüş) getirerek sektörü gönüllü pilot uygulamalardan resmi ve izlenebilir bir sisteme taşıdı.

Her ne kadar hedef, AB'nin ReFuelEU (2025'te %2 SAF karışımı) veya ICAO'nun küresel ortalamalarının altında kalsa da, Türkiye için uluslararası karbon azaltım politikalarına uyum yönünde stratejik bir ilk adım niteliğindedir.

Tüpraş açısından bu düzenleme, yerli SAF talebini güçlendirerek Sürdürülebilir Rafinaj Planı kapsamındaki yatırımların değerini artırmakta ve şirketi Türkiye'nin gelecekteki SAF tedarik zincirinde kilit oyuncu konumuna taşımaktadır.

- Entek, 2022 yılından bu yana Tüpraş'ın tam konsolidasyonu altında faaliyet göstermektedir. Şirketin Stratejik Dönüşüm Planı kapsamında sıfır karbonlu elektrik üretiminin ana platformu ve yeşil hidrojen üretiminin temel kolaylaştırıcısı olarak stratejik bir rol üstlenmektedir.
- Toplam kurulu gücü 490MW olan Entek, sekiz hidroelektrik santrali, bir doğalgaz çevrim santrali ile birlikte işletmede olan veya geliştirme aşamasındaki rüzgar ve güneş projelerinden oluşan çeşitlendirilmiş bir portföy yönetmektedir. Şirket son olarak Şirket, Menzelet-Kılavuzlu santrallerinin birleşme sürecini tamamlamış ve Enkar Doğal Enerji'yi satın alarak yenilenebilir enerji portföyünü konsolide etmiştir.
- Tüpraş'ın stratejik dönüşüm planında elektrik, yeşil hidrojen üretiminin ana girdisi olarak konumlanmakta ve geleceğin enerji ihtiyaçlarının karşılanmasında temel yapıtaşlarından biri olarak değerlendirilmektedir. Bu dönüşümün belkemiğini oluşturan Entek, genişleyen yenilenebilir üretim kapasitesiyle sadece Kapsam 1 ve 2 emisyonlarını azaltmakla kalmayacak, aynı zamanda düşük karbonlu rafinaj faaliyetlerinde rekabet avantajı sağlayacaktır. Böylece Entek, Tüpraş'ın sıfır karbonlu elektrik geçişinde bir enerji iştiraki olmaktan çıkıp, kârlılığı, dayanıklılığı ve sürdürülebilirliği destekleyen stratejik bir yatırımdır.
- Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm Planı'na göre, Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF), Sıfır Karbon Elektrik ve Yeşil Hidrojen projelerinden oluşan sıfır karbon enerji portföyünün, 2030 itibarıyla Grup FAVÖK'ünün yaklaşık %15'ini, 2035 itibarıyla ise %35'ini oluşturması beklenmektedir. Bu alandaki katkının ölçülmesi zor olduğundan, mevcut varsayımlarımız daha temkinli bir yaklaşımı yansıtmaktadır.
- Entek'in Tüpraş'ın konsolide finansallarına anlamlı bir katkı sunması beklenmektedir. Şirketin 2025 yılında yaklaşık USD117mn gelir, 2030 itibarıyla ise yaklaşık USD306mn gelir elde etmesi öngörülmektedir. Buna paralel olarak FAVÖK katkısının 2025'te USD58mn, 2030'da ise USD191mn seviyesine ulaşması beklenmektedir. Bu tahminlere karbon kredisi satış gelirleri dahil edilmemiştir.
- Yenilenebilir enerji yatırımlarının hızlanmasıyla birlikte Entek'in portföyünün 2030'a kadar 1GW'ı aşan kurulu güce ulaşması öngörülmektedir. Yeni rüzgar, güneş ve depolamalı santral projelerle desteklenecek bu büyüme sayesinde, segment FAVÖK'ünün orta vadede yıllık bileşik %10–12 oranında artması beklenmektedir. Entek's stable, regulated returns and expanding renewable asset base provide an earnings buffer against refining cycle volatility, positioning it as both a financial hedge and a long-term value driver in Tüpraş's energy transition Entek'in istikrarlı nakit akışı ve genişleyen yenilenebilir portföyü, rafineri marjlarındaki dalgalanmalara karşı koruma sağlayarak hem finansal denge unsuru hem de Tüpraş'ın enerji dönüşümünde stratejik öneme sahip bir yatırımdır.

RAILWAY

CRUDE OIL PIPELINE

TERMINAL

REFINERY

WPP

HPP

NGCPP

SPP

Year	Revenue (million EUR)
2025 E	490
2026 E	490
2027 E	849.15
2028 E	1208.3

Kaynak: GMD

Kaynak: GMD

2025 beklentileri tahminlerimizle paralel seyretmektedir

Yılın ikinci çeyreği sonunda, güçlü seyreden ürün marjlarının etkisiyle net rafineri marjlarında belirgin bir iyileşme gözlemlenmiştir. Şirket 2025 yılına ilişkin beklentilerini korumakla birlikte, üçüncü çeyrekte güçlü operasyonel performansının sürmesini bekliyoruz. 2025 yılı için tahminlerimiz, varil başına yaklaşık USD5.6 düzeyinde net rafineri marjına işaret etmekte olup, bu seviye şirketin USD5–6/varil aralığındaki hedefinin orta noktasına denk gelmektedir.

Şirket Öngörülere	2024	2025T	GMD (2025)
Tüpraş net rafineri marjları (USD/bbl)	6.3	~5-6	5.6
KKO (%)	93	~90-95	92
Üretim (mn ton)	26.8	~26	26.4
Satış Hacmi (mn ton)	30.4	~30	30.5
Yatırım Harcaması (USDmn)	376	~600	600

Kaynak: Tupras, GMD

Piyasa Beklentilerine ile Karşılaştırma

Tüpraş'ın 2025–2026 görünümüne ilişkin tahminlerimiz, özellikle rafineri marjları, işleme hacmi ve ürün farklarına dair daha temkinli varsayımlarımız nedeniyle Bloomberg konsensüsünün bir miktar altında kalmaktadır. Tahmin döneminde gelirler ve FAVÖK'ün, piyasa ortalamasına kıyasla yaklaşık %8–12 daha düşük gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Kârlılık göstergeleri genel olarak konsensüsle uyumlu olmakla birlikte, FAVÖK tahminlerimiz marj varsayımlarındaki muhafazakar yaklaşım nedeniyle kısmen daha düşük, buna karşılık net kar tahminlerimiz ise daha sınırlı parasal kayıplar varsayımıyla konsensüsün üzerinde yer almaktadır. Genel olarak, projeksiyonlarımız dalgalı rafineri koşullarında temkinli bir bakış açısını yansıtmaktadır.

253TL hedef fiyat tahminimiz, 220,7TL'lik konsensüs tahminine göre yaklaşık %15 primli olup. Sürdürülebilir rafineri karlılığı, Entek'in artan katkısı ve Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm planı ile enerji dönüşümü projelerinden doğabilecek yukarı yönlü potansiyel tarafından desteklenmektedir.

Tüpraş (TLmn)	Bloomberg		GMD		Fark	
	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
Net Satış	783,841	923,344	724,589	796,997	-8%	-14%
FAVÖK	59,930	72,143	52,619	65,436	-12%	-9%
Net Kar	29,606	37,138	29,107	33,428	-2%	-10%
FAVÖK Marjı	7.6%	7.8%	7.3%	8.2%	-0.4 puan	0.4 puan
Net Kar Marjı	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%	0.2 puan	0.2 puan
Hedef Fiyat	220.7		253.0		15%	

Kaynak: Bloomberg, GMD

3Ç25 Beklentilerimiz

Tüpraş'ın 2025 yılı üçüncü çeyrek finansal sonuçlarını 31 Ekim'de açıklaması beklenmektedir. Tahminlerimize göre şirket, 184mırl TL gelir, 18,6mırl TL FAVÖK (yaklaşık %10,1 FAVÖK marjı) ve 12,02mırl TL net kar açıklayacaktır. Konsensüs tahminleri henüz paylaşılmamıştır. Tüpraş'ın 3Ç25'te toplam üretiminin 7,0mn ton (yaklaşık 51mn varil) seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Ürün bazında, motorin ve jet yakıtı spreadleri sırasıyla USD24,77/varil ve USD20,03/varil ile güçlü seyretmiş; bu değerler yıllık bazda sırasıyla %60 ve %48 artışa işaret etmiştir. (Sezon itibarıyla yılın en güçlü dönemlerinden biridir.) Bu veriler doğrultusunda, Tüpraş için net rafineri marjını USD7,4/varil olarak hesaplıyoruz; bu da yaklaşık USD472mn (18,6mırl TL) FAVÖK ve %10 civarında FAVÖK marjı anlamına gelmektedir.

Tüpraş 3Ç25 Beklentilerimiz (31 Ekim, 2025)

Tüpraş	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25 E	3Ç25/3Ç24	3Ç25/2Ç25
Net Satış	243,295	202,401	168,151	183,164	183,966	-28.6%	9.4%
FAVÖK	18,603	9,395	10,337	13,889	18,625	7.6%	80.2%
FAVÖK Marjı	7.6%	4.6%	6.1%	7.6%	10.1%	3.4 pp	4 pp
Net Kar	9,602	4,540	103	8,884	12,018	77.8%	11578.6%

Kaynak: Tupras , GMD



Değerleme

Tüpraş için belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyat 253,0TL/hisse olup, bu seviye mevcut fiyatlara göre yaklaşık %47 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatımız, eşit ağırlıklı DCF ve çarpan analizi ile hesaplanmıştır.

2026T için 4,4x FD/FAVÖK ve 10,0x F/K çarpanı hesaplıyoruz; bu da sırasıyla 4,9x ve 10,1x seviyelerinde işlem gören emsalleri ile genel olarak uyumlu FD/FAVÖK kısmında %10 ıskontolu bir değerlendirme anlamına gelmektedir. Tüpraş'ın güçlü nakit yaratma kapasitesine sahip iş modelinin, sürdürülebilir kârlılık ve sağlam temettü verimi ile desteklenerek devam etmesini bekliyoruz. Değerlememize SAF (kısıtlı) ve yeşil hidrojen katkıları dahil edilmemiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, 2025–2030 dönemine yönelik defansif iş modeli ve yüksek nakit üretimi göz önünde bulundurulduğunda, Tüpraş'ın borsada en ikna edici yatırım fikirlerinden biri olmayı sürdüreceğine inanıyoruz.

Değerleme Özeti

14-10-25			
Değerleme Methodu	Değer	Ağırlığı	Değer
İNA	7,052	50%	3,526
Çarpan Analizi	7,750	50%	3,875
Est M. Cap of Tupras			10,657
Mevcut Piyasa Değeri			8,041
Hedef Fiyat (TL)			253.00
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)			178.40
Potansiyel Getiri % (TL)			42%

Kaynak: Tupras, GMD

- Değerlememizde, USD bazında %7,5 risksiz faiz oranı, %5,5 hisse risk primi ve 1,0x Beta varsayımlarını kullanarak %10,3 AOSM (WACC) hesapladık.
- Terminal değer varsayımı olarak ise, Türkiye'nin uzun vadeli GSYH büyüme oranının altında olacak şekilde %1,5 terminal büyüme oranı uyguladık.
- Değerleme dönemimiz 2025–2033 yıllarını kapsamaktadır.
- Ham petrol fiyatı varsayımında, USD65–70/varil bandında kalıcı bir fiyat öngörüsü kullanarak, 2024 ve sonrasında USD70/varil seviyesinde dengeye ulaşılacağını varsaydık. Bu varsayım, EIA tahminlerinin yaklaşık USD5/varil üzerinde olmakla birlikte, Türkiye'nin Orta Vadeli Ekonomik Programı (OVP) ile daha uyumlu bir görünüm sergilemektedir.
- Değerleme sürecinde %88 civarında yüksek kapasite kullanım oranı öngörülmüştür.
- 2025–2030 döneminde ortalama net rafineri marjını USD5,9/varil olarak hesapladık.
- Yatırım harcamaları (CAPEX) tarafında, yaklaşık USD600mn seviyesinde Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm Planı ile uyumlu varsayımlar kullanılmıştır.

Sonuç olarak, değerlendirme dönemimiz boyunca USD1,3–1,5bn aralığında FAVÖK yaratımı öngörmekteyiz; bu seviye, şirketin USD1,7bn'lik resmi FAVÖK hedefinin

Tupras (Entek dahil edilerek) Nakit Akım Tablosu (USD mn)

Rafineri + Entek USD mn	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E	2032 E	2033 E
Satış Gelirleri	18,531	17,000	16,482	16,486	16,539	17,874	17,846	19,071	18,945
Operasyonel Karlılık	1,021	1,141	1,142	1,095	1,092	1,158	1,249	1,328	1,296
Vergi	204	228	228	219	218	232	250	266	259
NOPLAT	816	912	913	876	874	927	1,000	1,063	1,037
Amortisman	268	258	242	241	242	258	219	233	232
Brüt Nakit Akımı	1,084	1,170	1,155	1,117	1,115	1,184	1,218	1,296	1,268
İşletme Sermayesi İhtiyacı (WCR)	104	-164	-85	-41	-113	-149	-51	95	-100
Yatırım	-600	-600	-600	-650	-600	-650	-650	-600	-600
Serbest Nakit Akım (FCF)	589	406	471	426	402	385	517	791	568
FCF/Sales	3.2%	2.4%	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%	2.9%	4.1%	3.0%
WCR/Sales	0.6%	-1.0%	-0.5%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-0.3%	0.5%	-0.5%
	0.5x	0.4x	0.4x	0.5x	0.4x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x

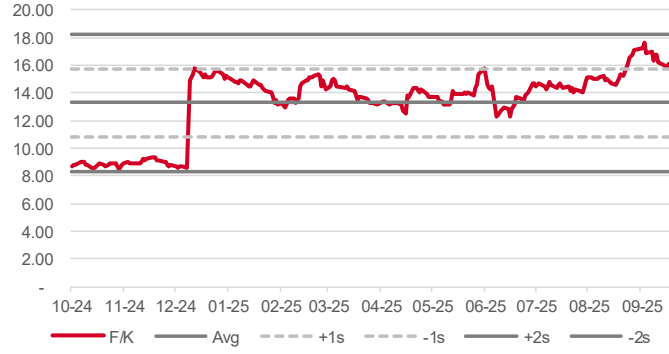
FAVÖK

FAVÖK Marjı	1,289	1,398	1,384	1,336	1,334	1,416	1,468	1,562	1,528
	7.0%	8.2%	8.4%	8.1%	8.1%	7.9%	8.2%	8.2%	8.1%
Risksiz Getiri Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Hisse Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Özsermaye Ağırlığı*	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Özsermaye maliyeti	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Borçlanma Maliyeti	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
Vergi	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
WACC	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%

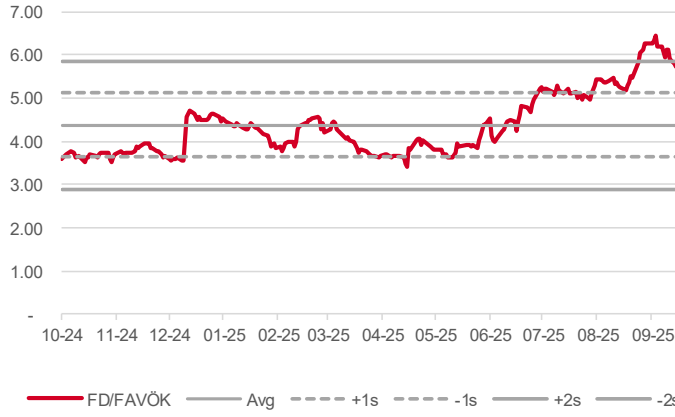
Nihai Büyüme Oranı %	1.5%
İNA Bugünkü Değer	2,820
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	2,999
Net Nakit (1Y25 sonu)	1,232
Firma Değeri Value	7,052

Çarpanlar

TUPRS 12-Aylık F/K

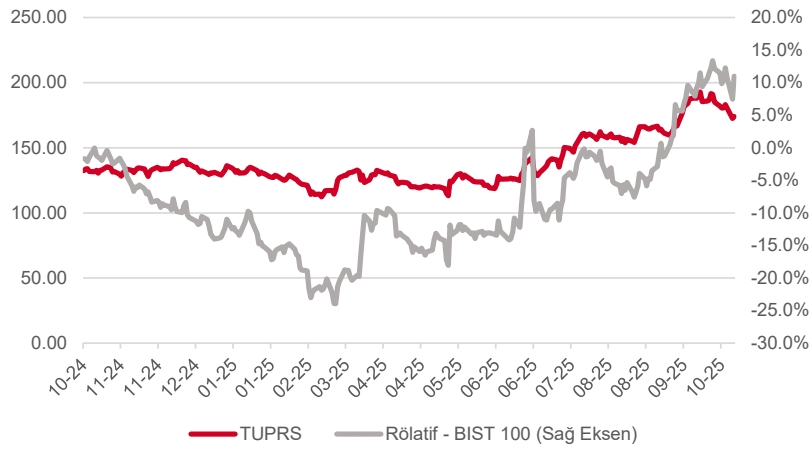


TUPRS 12-Aylık FD/FAVÖK



Kaynak: GMD, MATRIKS

Hisse Performansı



Kaynak: GMD, MATRIKS

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global 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 genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

© 2025 Global Menkul Değerler A.Ş