

## Ayrışan Görünüm, Daha Dengeli Risk/Getiri

**Sektör görüşü: Kısa vadede güçlü rafinaj görünümü, orta vadede daha dengeli risk/getiri.** Yüksek rafineri kompleksitesi, orta distilat ağırlıklı ürün yapısı ve esnek ham petrol tedariki sayesinde temel açıdan tercih ettiğimiz hisse **Tüpraş** olmaya devam ediyor. Bununla birlikte, hissenin son üç ayda yaklaşık %88 (endeks rölatif %98) değer kazanmasının ardından, güncel değerlememize göre yükseliş potansiyeli önemli ölçüde daraldı. Petkim’de ise son dönemde spreadlerde görülen bozulma, 2Ç26’daki güçlü marjların yapısal bir toparlanmadan ziyade ağırlıklı olarak arz kaynaklı döngüsel bir iyileşme olduğu görüşümüzü destekliyor. Aygaz, yurt içi LPG pazarındaki istikrarlı konumu ve Bangladeş operasyonlarının artan katkısıyla daha defansif bir kâr profili sunuyor; ancak Türkiye LPG pazarının olgun yapısı büyüme potansiyelini sınırlıyor. Dolayısıyla 2027’ye girerken sektör performansı açısından temel belirleyicilerin rafineri marjlarındaki normalleşmenin boyutu ve petrokimya spreadlerindeki son iyileşmenin sürdürülebilirliği olacağını düşünüyoruz.

**Tüpraş – Hedef fiyat artışına rağmen önerimizi Endekse Paralel Getiri’ye indiriyoruz.** Hissenin son üç ayda yaklaşık %88 değer kazanarak revize değerlememize göre yükseliş potansiyelini önemli ölçüde daraltmasının ardından Tüpraş tavsiyemizi **Endeks Üzeri Getiri’den Endekse Paralel Getiri’ye** indiriyoruz. Hedef fiyatımızı %15 artırarak **501 TL/hisseye** yükseltiyor ve yaklaşık %21 yükseliş potansiyeli hesaplıyoruz. Operasyonel görünüm olağanüstü güçlü kalmaya devam ediyor. 2026 net rafineri marjı varsayımımızı **10 ABD\$/varilden 15 ABD\$/varile** yükseltiyor; böylece yönetimin revize ettiği 13–15 ABD\$/varil beklentisinin üst bandına yakınıyoruz. Dizel, jet yakıtı ve benzin crack marjları tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde seyretmeye devam ederken, 3Ç26’da bir kez daha çok güçlü bir kâr performansı bekliyoruz. Bununla birlikte, yatırım tartışmasının giderek 2026’daki güçlü kârlılıktan **rafineri marjlarının 2027’de ne ölçüde sürdürülebileceğine** kaydığını düşünüyoruz. Jeopolitik kesintilerin azalması ve rafineri kullanılabilirliğinin iyileşmesiyle mevcut olağanüstü seviyelerden anlamlı bir normalleşme öngörmeye devam ediyoruz. Dolayısıyla Tüpraş bölgedeki en iyi konumlanmış rafinerilerden biri olmaya devam etse de mevcut hisse fiyatının kısa vadeli güçlü kârlılığı giderek daha fazla yansıttığını düşünüyoruz.

**Petkim – Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz; son spread bozulması yükseliş potansiyelini sınırlıyor.** Petkim için **Endekse Paralel Getiri** tavsiyemizi ve **26,13 TL/hisse** hedef fiyatımızı koruyoruz; hedef fiyatımız %23 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Petkim, yeni açıklanmaya başlanan **Petkim Spread’in** 1Ç26’daki 325 ABD\$/tondan 2Ç26’da 547 ABD\$/tona yükselmesiyle güçlü bir çeyrek geçirirken, FAVÖK 3,42 milyar TL’ye ve FAVÖK marjı %9’a ulaştı. Bununla birlikte, Petkim Spread son gözlemimizde yaklaşık 270 ABD\$/tona gerileyerek hem 2Ç26 ortalamasının hem de yönetimin 2Y26 için yaklaşık 409 ABD\$/tonluk varsayımının belirgin şekilde altında kaldı. Bu nedenle 2Ç26’daki güçlü marjların **yapısal bir toparlanmanın başlangıcından ziyade döngüsel bir zirveyi temsil etmiş olabileceğini** düşünüyoruz. Küresel petrokimya sektöründeki kalıcı kapasite fazlası, zayıf nihai talep ve Petkim’in yüksek borçluluğu değerlendirme üzerindeki temel baskı unsurları olmaya devam ediyor. STAR entegrasyonu ve daha uzun vadeli Petkim Master Plan stratejik açıdan yukarı yönlü potansiyel sunmakla birlikte, mevcut baz senaryomuzda Master Plan’dan herhangi bir değer katkısı öngörmüyoruz.

**Aygaz – Güçlenen operasyonel ivmeye rağmen Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Aygaz için **Endekse Paralel Getiri** tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı **318,50 TL/hisseden 375,12 TL/hisseye** yükseltiyoruz. Aygaz 2Ç26’da güçlü sonuçlar açıklarken FAVÖK yıllık bazda %42 artı ve toplam LPG pazar payı 5A26 itibarıyla **%27,3’e** yükseldi. United Aygaz da Bangladeş’te hızlı büyümeye devam ederken, satış hacmi 1Y26’da yıllık bazda **%59 artışla 145 bin tona** ulaştı. Bununla birlikte, Türkiye LPG pazarının olgun yapısı ve mevcut seviyelerde sınırlı kalan değerlendirme potansiyeli Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi destekliyor.

| Hisse Bilgileri                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| <b>Tüpraş</b>                     |                     |
| <b>ENDEKSE PARALEL GETİRİ</b>     |                     |
| Bloomberg / Reuters kodu          | TUPRS.TI / TUPRS.IS |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 414,75              |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 501,00              |
| Potansiyel Getiri                 | 21%                 |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 799,138             |
| Dolaşımdaki Paylar                | 49%                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | 36,64%              |
| 3 Ay Önce                         | 33,49%              |
| <b>Aygaz</b>                      |                     |
| <b>ENDEKSE PARALEL GETİRİ</b>     |                     |
| Bloomberg / Reuters kodu          | AYGAZ.TI / AYGAZ.IS |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 311,50              |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 375,12              |
| Potansiyel Getiri                 | 20%                 |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 68,468              |
| Dolaşımdaki Paylar                | 24%                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | 12,90%              |
| 3 Ay Önce                         | 14,94%              |
| <b>Petkim</b>                     |                     |
| <b>ENDEKSE PARALEL GETİRİ</b>     |                     |
| Bloomberg / Reuters kodu          | PETKM.TI / PETKM.IS |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 21,30               |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 26,13               |
| Potansiyel Getiri                 | 23%                 |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 53,983              |
| Dolaşımdaki Paylar                | 47%                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | 9,46%               |
| 3 Ay Önce                         | 11,95%              |
| <b>Hisse Performansı</b>          |                     |
| Kaynak: Gedik Yatırım             |                     |
|                                   |                     |

\* 21/09/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 216 453 00 00

## Sektör Görünümü

### Arz Kesintileri Rafineri Marjlarını Sıçratırken, Normalleşme Orta Vadede Temel Risk Olmayı Sürdürüyor

Küresel rafineri ortamı 2026 yılında belirgin biçimde değişirken, jeopolitik kesintiler ve sınırlı rafineri kullanılabilirliği rafine ürün piyasasında olağanüstü sıkı bir görünüm yarattı. Birkaç yıl süren kapasite artışları ve yapısal kapasite fazlası endişelerinin ardından net rafineri kapasitesi büyümesi önemli ölçüde yavaşladı; 2026 yılı net kapasite artışının yalnızca yaklaşık 0,2 milyon varil/gün olması bekleniyor. Diğer taraftan Orta Doğu ve Rusya kaynaklı jeopolitik kesintiler küresel rafineri üretimini ve ürün ihracatını önemli ölçüde azaltarak özellikle orta distilatlarda ciddi arz sıkışıklığına yol açtı. Tüpraş'ın Eylül 2026 sunumuna göre küresel petrol talebinin 2025'teki 103,9 milyon varil/günden 2026'da 104,8 milyon varil/güne yükselmesi beklenirken, net rafineri kapasite artışları on yılın önceki dönemlerine kıyasla belirgin şekilde yavaşladı.

Arz şoku olağanüstü güçlü rafineri marjlarına neden oldu. IEA'ya göre küresel rafineri işleme miktarı Temmuz ayında geçen yılın yaklaşık 5 milyon varil/gün altında kalırken, Orta Doğu ürün ihracatındaki ve Rusya rafineri kapasitesindeki kesintiler ürün dengelerini daha da sıkılaştırdı. Bunun sonucunda Atlantik Havzası rafineri marjları, hızla yükselen dizel, jet yakıtı ve benzin crack marjlarının desteğiyle rekor seviyelere ulaştı. IEA, ham petrol arzı ve ticaret akışlarının normalleşmesiyle küresel rafineri üretiminin 2026'da yaklaşık 2,5 milyon varil/gün azalmasının ardından 2027'de 3,5 milyon varil/gün toparlanacağını tahmin ediyor.

Güçlü görünüm özellikle orta distilatlarda öne çıkıyor. Dizel crack marjı Ağustos 2026'da beş yıllık ortalamasının yaklaşık dört katına çıkarken, jet yakıtı ve benzin crack marjları da tarihsel ortalamalarının belirgin üzerinde seyrediyor.

Avrupalı rafineriler bu ortamın başlıca faydalanıcıları oldu. Tüpraş, MOL ve Orlen 2Ç26'da konsensüs tahminlerini ortalama %36 aşarken, bu performans büyük ölçüde beklentilerin üzerinde gerçekleşen marjlardan kaynaklandı. Üç şirkette gerçekleşen rafineri marjları çeyrek bazda yaklaşık %60 artarken, Tüpraş özelinde olumlu ürün karması ve daha düşük gerçekleşen ham petrol maliyetleri daha güçlü marjları destekledi.

Dolayısıyla kısa vadeli koşullar kompleks rafineriler açısından oldukça destekleyici olmaya devam ediyor. **Bununla birlikte 2026'yı yeni bir yüksek marj döngüsünün başlangıcından ziyade olağanüstü güçlü bir kârlılık yılı olarak görüyoruz;** jeopolitik kesintilerin azalması ve rafineri kullanılabilirliğinin iyileşmesiyle marjlarda anlamlı bir normalleşme öngörüyoruz. Bu normalleşme, 2027 kârları açısından temel risk olmaya devam ediyor.

### Tüpraş Olağanüstü Orta Distilat Marjlarından Faydalanmak İçin Güçlü Konumunu Koruyor

Tüpraş; olumlu ürün karması, yüksek kompleksitesi, esnek ham petrol tedariki ve yapısal olarak yüksek kapasite kullanımı sayesinde Avrupalı rafineriler arasında öne çıkıyor. Şirketin rafinerileri %95'in üzerinde kapasite kullanımıyla çalıştığından ilave üretim artışı için sınırlı alan bulunmakla birlikte, yüksek crack marjları güçlü operasyonel kaldıraç sağlıyor.

Türkiye pazarı da özellikle orta distilatlar açısından yapısal olarak destekleyici olmaya devam ediyor. 2025'te yurt içi dizel talebi yaklaşık 27,1 milyon ton olurken, Tüpraş ve STAR'ın toplam üretimi yaklaşık 16,6 milyon ton seviyesinde kaldı; bu da 10 milyon tonun üzerinde yapısal açığa işaret ediyor. Jet yakıtında talep ile yurt içi üretim büyük ölçüde dengeliyken benzinde arz fazlası bulunuyor. Ulaşımda elektrifikasyon kademeli olarak hızlansa dahi bu yapısal dizel açığı yurt içi rafineri kapasite kullanımı açısından önemli bir tampon oluşturuyor.

Uzun vadede elektrifikasyon ulaşım yakıtı talebini giderek daha fazla şekillendirecek olsa da geçişin daha önce öngörülenden daha kademeli ilerlediği görülüyor. Tüpraş, Türkiye'de fosil ulaşım yakıtı tüketiminin önceki 2030 varsayımına kıyasla artık 2035 civarında zirve yapmasını bekliyor. Elektrikli araç penetrasyonu artsa dahi mevcut yurt içi rafineri kapasitesine ihtiyaç duyulması bekleniyor. Bu nedenle Tüpraş'ın enerji dönüşümünü yönetmek açısından görece güçlü konumda olduğunu düşünüyoruz; ancak kâr oynaklığı küresel rafineri döngüleriyle yakından bağlantılı kalacaktır.

### **Petrokimya: Geçici Marj Toparlanması Yapısal Kapasite Fazlasını Çözmüyor**

Petrokimya sektörü 2026'ya özellikle Çin ve Orta Doğu'daki agresif kapasite artışları, zayıf nihai talep ve Avrupalı üreticilerin maliyet rekabetçiliği üzerindeki baskıdan kaynaklanan kalıcı yapısal sorunlarla girdi. Buna karşın petrokimya, gelecekteki petrol talebi büyümesinin başlıca yapısal kaynaklarından biri olmaya devam ediyor. IEA, polimer ve sentetik elyafların 2030'a kadar 18,4 milyon varil/gün petrol talebi yaratacağını ve 2026'dan itibaren küresel petrol talebindeki artışın ana kaynağının petrokimya olacağını öngörüyor.

Bu olumlu uzun vadeli talep görünümüne rağmen Avrupa; yüksek enerji ve hammadde maliyetleri, yaşlanan varlıklar ve ABD, Orta Doğu ve Asya'daki düşük maliyetli üreticilerden artan rekabet nedeniyle özellikle kırılğan kalıyor. Bu nedenle Avrupa'da kapasite rasyonalizasyonunun devam etmesi, avantajlı entegre üreticilerin ise pazar payı kazanmaya devam etmesi bekleniyor.

Buna karşın petrokimya marjları 2Ç26'da güçlü bir toparlanma gösterdi. Avrupa'da etilen-nafta spreadi çeyreksel bazda yaklaşık %126 artarak 485 ABD\$/tona yükselirken, daha geniş kapsamlı Platts petrokimya endeksi %33 arttı. Polimer piyasaları da benzer bir seyir izledi; fiyatlar Mart-Nisan döneminde sıçradıktan sonra Mayıs'ta geriledi. Buna rağmen entegre PE ve PP marjları 2Ç26 boyunca çok yıllık zirvelerde kalırken, aromatik kârlılığı güçlü benzin harmanlama talebi ve olumlu ihracat ekonomisinden faydalandı.

**Son iyileşmeyi petrokimya temellerinde yapısal bir toparlanmanın göstergesi olmaktan ziyade döngüsel ve arz kaynaklı olarak değerlendiriyoruz. Kalıcı küresel kapasite fazlası ve zayıf nihai talep orta vadeli başlıca riskler olmaya devam ediyor. S&P Global de ticaret akışlarında kesintilerden kaynaklanan önemli değişimlere rağmen zayıf talebin 2Y26'da küresel olefin piyasalarını baskılamasını bekliyor.**

### **Petkim İyileşen Spreadlerden Faydalaniyor, Ancak Yapısal Sorunlar Sürüyor**

Petkim açısından Avrupa petrokimya marjlarındaki iyileşme 2Ç26'da belirgin bir kâr toparlanmasına dönüştü. FAVÖK 3,38 milyar TL'ye, FAVÖK marjı %9'a

ulaşırken; daha güçlü polimer, aromatik ve sıvı ürün marjları, daha iyi ticaret performansı ve STAR Rafinerisi entegrasyonundan devam eden faydalar bu performansı destekledi.

**Bununla birlikte 2Ç26 kârlılığının ileriye taşınması konusunda temkinliyiz;** son dönemdeki güçlü marjlar büyük ölçüde arz kesintilerinden kaynaklanıyor. Yönetimin 2026 beklentileri de 2Y26'da fiyatlarda kademeli normalleşme varsayıyor; bu da olağanüstü 2Ç marj ortamının kalıcı olmayacağı yönündeki görüşümüzü destekliyor.

Öte yandan STAR Rafinerisi entegrasyonu, hammadde güvenliğinin artması ve ürün akışlarının optimizasyonu yoluyla Petkim'e önemli bir yapısal avantaj sağlıyor; çeşitlendirilmiş tedarik ve ticaret kabiliyetleri de piyasa kesintileri döneminde ek esneklik sunuyor. Bu nedenle Petkim'in Avrupa'da arzın sıkı olduğu dönemlerden orantısız şekilde faydalanmasını bekliyoruz. Ancak kalıcı bir kâr toparlanması için nihai olarak petrokimya talebinde iyileşme ve küresel kapasitenin daha fazla rasyonalize olması gerekiyor.

### **Olgun Yurt İçi Pazara Rağmen Türkiye LPG Talebi Dirençli**

Türkiye LPG pazarı, geniş otogaz araç parkının desteğiyle olgun ve genel olarak istikrarlı yapısını koruyor. Haziran 2026 itibarıyla yaklaşık 5,25 milyon LPG'li araç kayıtlı olup bu rakam toplam binek araç parkının yaklaşık %30'una karşılık geliyor. Pazar 2026'nın ilk aylarında hafif daralsa da toplam talep daha döngüsel enerji ürünlerine kıyasla görece dirençli kalıyor.

Aygaz ise olgun pazara rağmen hem tüpgaz hem otogazda pazar payı kazanmaya ve daralan pazarda perakende hacimlerini artırmaya devam ediyor.

Daha anlamlı büyüme fırsatı giderek Türkiye dışına kayıyor. United Aygaz, hızlı büyüyen Bangladeş pazarında 1Y26'da satış hacmini belirgin şekilde artırdı (detaylar Aygaz bölümünde).

Bu doğrultuda Türkiye LPG talebinin anlamlı yapısal hacim büyümesi sağlamaktan ziyade genel olarak yatay seyretmesini; Aygaz'ın pazar payı kazanımları, uluslararası ticaret faaliyetleri ve Bangladeş büyümesinin ise ilave büyümeyi giderek daha fazla desteklemesini bekliyoruz.

**Tüpraş – Güçlü hisse performansının ardından tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz**

Net rafineri marjı (NRM) varsayımımızı 10 ABD\$/varilden 15 ABD\$/varile önemli ölçüde yukarı revize etmemizin ardından, Tüpraş için 2026 FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi sırasıyla %59 ve %81 artırdık. Bu varsayım, şirketin revize ettiği 13–15 ABD\$/varil 2026 NRM beklentisinin üst bandıyla genel olarak uyumludur. Ayrıca, 2027 FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi sırasıyla %14 ve %32 yükselttik.

Kâr tahminlerindeki belirgin yukarı revizyonlara rağmen, güçlü hisse performansının revize değerlememizdeki yükseliş potansiyelini önemli ölçüde daraltması nedeniyle Tüpraş tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı %15 artırarak 501 TL/hisse seviyesine yükseltiyoruz; bu da mevcut hisse fiyatına göre yaklaşık %21 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Hisse son üç ayda yaklaşık %88 yükselerek BIST-100'ün belirgin şekilde üzerinde performans gösterdi; piyasa olağanüstü olumlu rafineri ortamını giderek daha fazla fiyatladı.

Revize tahminlerimize göre Tüpraş 2026T ve 2027T için sırasıyla 3,5x ve 5,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Tüpraş'ı bölgenin en güçlü rafinerilerinden biri olarak görmeye devam etmekle birlikte, mevcut değerlemenin kısa vadeli güçlü kârlılığı giderek daha fazla yansıttığını düşünüyoruz. Bu nedenle bundan sonraki yükseliş potansiyelinin ilave çarpan genişlemesinden ziyade rafineri marjlarının 2027'ye ne ölçüde taşınabileceğine bağlı olmasını bekliyoruz.

Tüpraş'ı İNA yöntemiyle değerlendiriyoruz. ABD\$ bazlı değerlememizde %7,25 risksiz faiz oranı, 0,9x beta, %8,0 borçlanma maliyeti, %2,0 terminal büyüme oranı ve ortalama %11,4 AOSM kullanıyoruz.

Uluslararası benzer şirket çarpanları da bu sonucu destekliyor. 2026T tahminlerinde Tüpraş 3,5x FD/FAVÖK ve 6,6x F/K ile, sırasıyla 3,5x ve 7,4x olan küresel rafineri medyanına göre hafif iskontolu işlem görüyor. Öte yandan, normalleştirilmiş 2027T tahminlerimizde ise görünüm tersine dönüyor: Hisse 5,9x FD/FAVÖK ve 11,6x F/K ile küresel medyana göre sırasıyla %34 ve %23 primli işlem görüyor. Fark en yakın bölgesel benzerlerde daha da belirgin; 2027T FD/FAVÖK çarpanları MOL'de 2,7x, Orlen'de 3,2x, Helleniq'da 3,6x ve Motor Oil'de 3,8x iken Tüpraş'ta 5,9x. Görüşümüze göre, zirve kârlar üzerindeki iskontodan ziyade normalleştirilmiş kârlar üzerindeki prim daha anlamlı değerlendirme referansıdır; 2026T iskontosu, benzer şirketlerin aynı ölçüde yaşamadığı döngüsel bir kâr zirvesinin sonucudur. Endekse Paralel Getiri tavsiyemizin temel gerekçesi de budur.

Modelimiz 2026T için 31,9 TL, 2027T için 34,5 TL hisse başına temettü öngörüyor; bu rakamlar mevcut hisse fiyatına göre yaklaşık %7,6 ve %8,3 temettü verimine karşılık geliyor.

Tablo 1: Tüpraş – Değerleme

| İNA Değerlemesi (mn ABD\$)          | 2025          | 2026T         | 2027T         | 2028T         | 2029T         | 2030T         | 2031T         | 2032T         | 2033T         | 2034T         |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Satış hacmi (bin ton)               | 29,423        | 30,626        | 30,932        | 31,242        | 31,242        | 31,242        | 31,242        | 31,242        | 31,242        | 31,242        |
| Ortalama satış fiyatı (ABD\$/ton)   | 656           | 963           | 772           | 772           | 782           | 791           | 801           | 811           | 820           | 830           |
| Net rafineri marjı (ABD\$/varil)    | 6.9           | 15.0          | 10.0          | 9.0           | 9.1           | 9.2           | 9.3           | 9.4           | 9.5           | 9.6           |
| <b>Gelirler</b>                     | <b>19,312</b> | <b>29,478</b> | <b>23,885</b> | <b>24,124</b> | <b>24,426</b> | <b>24,727</b> | <b>25,029</b> | <b>25,330</b> | <b>25,632</b> | <b>25,933</b> |
| Büyüme %                            | -16%          | 53%           | -19%          | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            |
| <b>FAVÖK</b>                        | <b>1,444</b>  | <b>3,483</b>  | <b>2,200</b>  | <b>1,980</b>  | <b>2,002</b>  | <b>2,024</b>  | <b>2,046</b>  | <b>2,068</b>  | <b>2,090</b>  | <b>2,112</b>  |
| <b>FAVÖK marjı</b>                  | <b>7.5%</b>   | <b>11.8%</b>  | <b>9.2%</b>   | <b>8.2%</b>   | <b>8.2%</b>   | <b>8.2%</b>   | <b>8.2%</b>   | <b>8.2%</b>   | <b>8.2%</b>   | <b>8.1%</b>   |
| İşletme sermayesinde azalış (artış) | -404          | 1,141         | -1,592        | 27            | -8            | -8            | -8            | -8            | -8            | -8            |
| <b>Faaliyetlerden nakit akışı</b>   | <b>1,040</b>  | <b>4,623</b>  | <b>608</b>    | <b>2,007</b>  | <b>1,994</b>  | <b>2,016</b>  | <b>2,038</b>  | <b>2,060</b>  | <b>2,082</b>  | <b>2,104</b>  |
| Vergi                               | 25            | -474          | -286          | -253          | -256          | -259          | -262          | -265          | -268          | -271          |
| Yatırım harcamaları                 | -480          | -700          | -510          | -536          | -541          | -546          | -552          | -557          | -563          | -568          |
| <b>Serbest nakit akışı</b>          | <b>585</b>    | <b>3,450</b>  | <b>-188</b>   | <b>1,219</b>  | <b>1,197</b>  | <b>1,211</b>  | <b>1,224</b>  | <b>1,238</b>  | <b>1,251</b>  | <b>1,264</b>  |
| İskonto edilmiş nakit akışları      | 566           | 3,229         | -158          | 918           | 809           | 734           | 666           | 605           | 549           | 498           |
| Nakit akışlarının bugünkü değeri    | 7,851         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Terminal büyüme                     | 2%            |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Terminal değer                      | 13,717        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Terminal değer bugünkü değeri       | 5,401         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bugünkü değerler toplamı            | 13,252        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Net borç                            | -2,807        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| İştirakler                          | 425           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| 12 aylık hedef piyasa değeri        | 18,375        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>12 aylık hedef fiyat (TL)</b>    | <b>501.00</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Güncel hisse fiyatı (TL)            | 414.75        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Yükseliş Potansiyeli (%)</b>     | <b>21%</b>    |               |               |               |               |               |               |               |               |               |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tablo 2: Tüpraş – Uluslararası Benzer Şirket Karşılaştırması

| Şirket                        | FD/FAVÖK 26T | FD/FAVÖK 27T | FD/FAVÖK 28T | F/K 26T     | F/K 27T      | F/K 28T      |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Neste Oyj                     | 6.5x         | 7.5x         | 7.9x         | 10.1x       | 13.0x        | 13.4x        |
| Orlen SA                      | 2.9x         | 3.2x         | 3.5x         | 6.4x        | 8.1x         | 9.8x         |
| Motor Oil (Hellas) SA         | 2.9x         | 3.8x         | 4.2x         | 6.9x        | 9.2x         | 10.5x        |
| HELLENiQ Energy Holdings SA   | 3.2x         | 3.6x         | 4.7x         | 6.0x        | 6.7x         | 9.9x         |
| MOL Hungarian Oil and Gas Plc | 2.6x         | 2.7x         | 2.9x         | 7.9x        | 8.8x         | 9.9x         |
| OMV AG                        | 3.6x         | 4.0x         | 4.3x         | 8.2x        | 9.6x         | 10.7x        |
| Valero Energy Corp            | 3.8x         | 4.9x         | 7.4x         | 8.4x        | 10.2x        | 13.9x        |
| Formosa Petrochemical Corp    | 4.1x         | 6.9x         | 5.7x         | 12.2x       | 19.5x        | 12.9x        |
| Indian Oil Corp Ltd           | 4.4x         | 7.5x         | 5.4x         | 5.5x        | 12.6x        | 7.3x         |
| Thai Oil PCL                  | 3.4x         | 5.7x         | 5.4x         | 3.9x        | 8.4x         | 7.7x         |
| <b>Global Medyan</b>          | <b>3.5x</b>  | <b>4.4x</b>  | <b>5.0x</b>  | <b>7.4x</b> | <b>9.4x</b>  | <b>10.2x</b> |
| <b>Tüpraş</b>                 | <b>3.5x</b>  | <b>5.9x</b>  | <b>5.8x</b>  | <b>6.6x</b> | <b>11.6x</b> | <b>12.1x</b> |
| <b>Medyana prim/(iskonto)</b> | <b>-1%</b>   | <b>34%</b>   | <b>16%</b>   | <b>-11%</b> | <b>23%</b>   | <b>19%</b>   |

Kaynak: Bloomberg konsensüs, Gedik Yatırım Araştırma

## Olağanüstü ürün crack marjları çok güçlü bir 3Ç26'ya işaret ediyor

Rafineri marjları 3Ç26'da belirgin şekilde güçlenerek 2Ç26'daki olumlu ortamı daha da ileri taşıdı. İyileşme özellikle orta distilatlarda belirgin olurken, benzin marjları da tarihsel ortalamaların oldukça üzerine çıktı.

Tüpraş'ın son yatırımcı sunumuna göre dizel crack marjları Temmuz'da 75,0 ABD\$/varile, Ağustos'ta 84,7 ABD\$/varile yükseldi; beş yıllık ortalama ise genel olarak yüksek onlu seviyeler ile düşük 20 ABD\$/varil aralığında. Jet yakıtı crack marjları sırasıyla 64,1 ve 67,8 ABD\$/varile, benzin crack marjları ise 43,8 ve 46,6 ABD\$/varile ulaştı. Buna karşılık yüksek kükürtlü fuel-oil crack marjları -12,4 ve -15,6 ABD\$/varil ile negatif kalırken, toplam ürün karması Tüpraş gibi kompleks bir rafineri için olağanüstü destekleyici olmaya devam etti. Mevcut

marj ortamı; jeopolitik kesintiler, alışılmadık derecede yüksek rafineri duruşları ve özellikle orta distilatlarda sınırlı ürün arzıyla destekleniyor.

Tüpraş'ın ürün karması ve yüksek kapasite kullanım oranı dikkate alındığında, şirketin bu güçlü marj ortamının önemli bir bölümünü realize etmesini bekliyoruz. Bu nedenle 3Ç26'nın bir kez daha olağanüstü güçlü ve potansiyel olarak şirket tarihindeki en güçlü çeyreklerden biri olmasını bekliyoruz.

### **2026 NRM beklentisinin ulaşılabilirliği giderek artıyor**

Ürün crack marjlarındaki sert iyileşmenin ardından Tüpraş 2026 net rafineri marjı beklentisini başlangıçtaki 6–7 ABD\$/varilden 13–15 ABD\$/varile yükseltti. Şirket yaklaşık 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve %95–100 kapasite kullanım oranı beklentisini korurken, konsolide yatırım harcaması beklentisi yaklaşık 700 milyon ABD\$ seviyesinde bulunuyor.

Temmuz-Ağustos dönemindeki olağanüstü güçlü marj ortamı dikkate alındığında, yılın kalanında ürün crack marjlarında sert bir normalleşme yaşanmaması halinde beklentinin üst bandının ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz; 15 ABD\$/varil NRM varsayımımız da bunu yansıtıyor.

Net rafineri marjındaki her 1 ABD\$/varil değişim yaklaşık 220 milyon ABD\$ FAVÖK'e, yani 2026T FAVÖK tahminimizin yaklaşık %6'sına karşılık geliyor. Bununla birlikte İNA bazlı hedef fiyatımıza etkisi çok daha sınırlı; zira değerlememiz tek bir olağanüstü yıldan ziyade yaklaşık 9–10 ABD\$/varil orta döngü marj varsayımımıza dayanıyor.

Mevcut spot marjların 2027'ye aynen taşınması konusunda temkinliyiz; yukarıda değindiğimiz olağandışı destekleyici unsurlar normalleştiği ve rafineri kullanılabilirliği arttıkça crack marjlarının mevcut seviyelerden gerilemesi olası. Bu nedenle 2027'de rafineri marjlarında, önceki varsayımlarımıza göre daha güçlü bir başlangıç seviyesinden olmakla birlikte, anlamlı bir normalleşme modelliyoruz.

### **Güçlü yurt içi talep ek destek sağlamaya devam ediyor**

Yurt içi yakıt talebi, özellikle benzin ve jet yakıtında Tüpraş için destekleyici olmaya devam ediyor. Türkiye binek araç parkının benzinli araçlara doğru yapısal dönüşümü benzin tüketimini desteklerken, hava trafiğindeki kalıcı büyüme jet yakıtı talebi açısından olumlu.

Daha da önemlisi, Türkiye dizelde yapısal açık vermeye devam ediyor ve bu durum yurt içi pazarı Tüpraş'ın orta distilat ağırlıklı ürün karması açısından özellikle cazip kılıyor.

### **Güçlü temeller korunurken risk/getiri dengesi daha dengeli hale geldi**

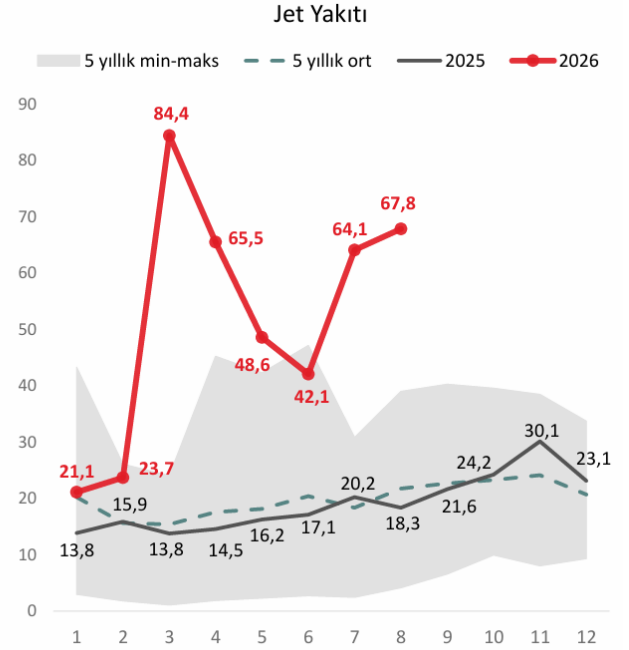
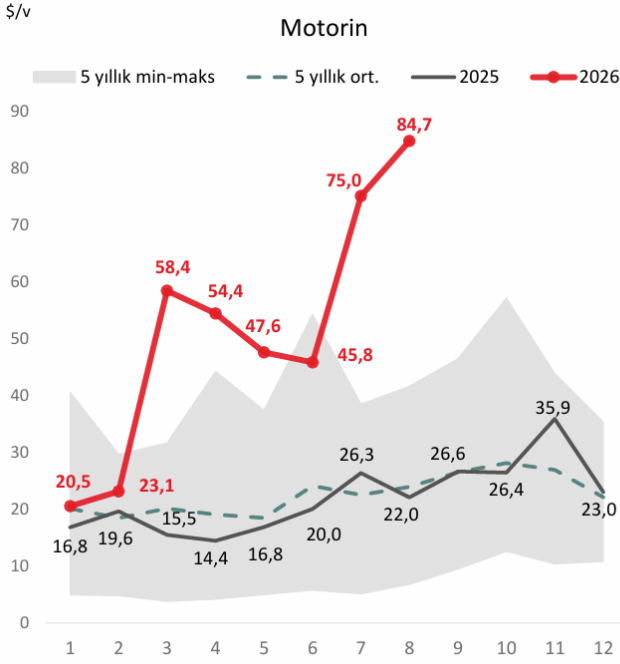
Tüpraş'ın operasyonel görünümüne ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz; ancak güçlü hisse performansının ardından kâr artışının önemli bir bölümünün artık fiyatlandığını düşünüyoruz. Yatırım tezindeki temel soru, 2026 kârlarının ne kadar güçlü olacağından mevcut marj gücünün ne kadarının 2027'ye taşınabileceğine kayıyor.

Başlıca yukarı yönlü riskler; yüksek orta distilat crack marjlarının daha uzun süre devam etmesi, Rusya ve Orta Doğu kaynaklı arz kesintilerinin sürmesi, yüksek

kapasite kullanımının korunması ve Türkiye’deki yapısal dizel açığının genişlemesidir. Başlıca aşağı yönlü riskler ise rafineri kullanılabilirliğinin toparlanmasıyla ürün crack marjlarının beklenenden hızlı normalleşmesi, gerçekleşen ham petrol primlerinin yükselmesi, İzmit veya İzmir rafinerilerinde plansız bakım/duruşlar, yurt içi yakıt fiyatlamasına olumsuz düzenleyici veya vergi müdahalesi ve TL’de değerlenmedir.

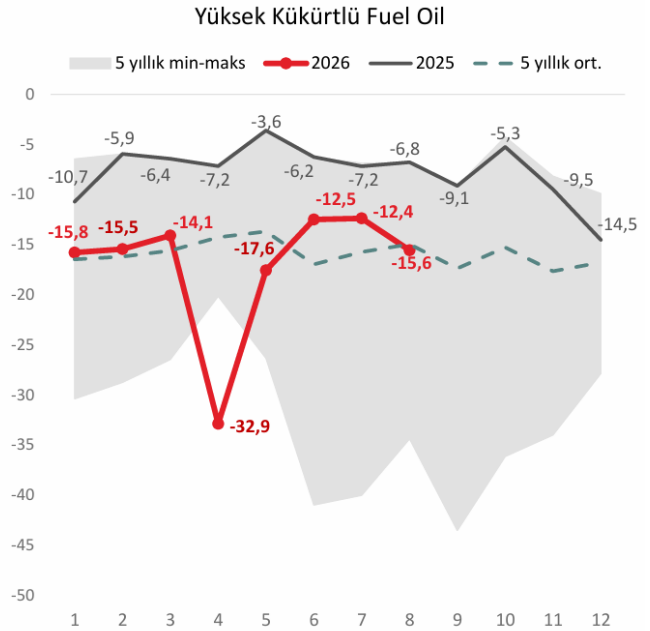
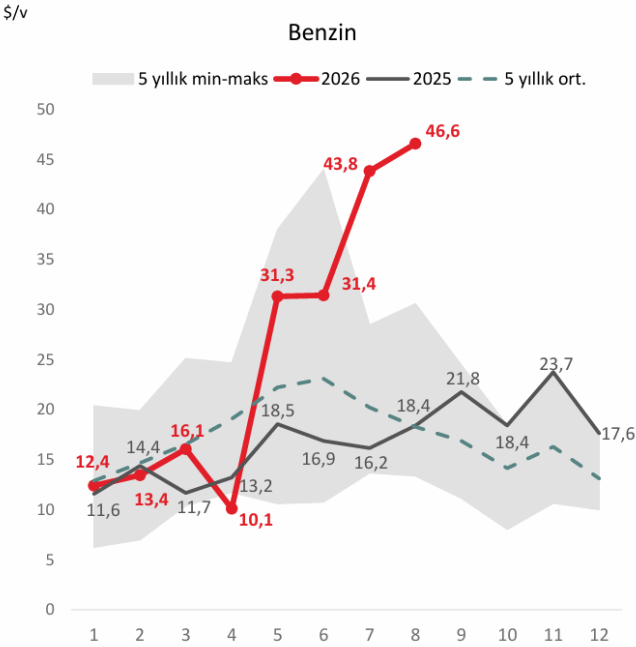
**Tablo 3: Tüpraş – Ürün Crack Marjları**

**Orta Distilat Crack Marjları**



5 yıllık ortalama 2021-2025 arasını kapsar, veriler 31 Ağustos 2026 itibarıdır.  
Kaynak: Tüpraş yatırımcı sunumu

**Benzin ve Yüksek Kükürtlü Fuel Oil Crack Marjları**



5 yıllık ortalama 2021-2025 arasını kapsar, veriler 31 Ağustos 2026 itibarıdır.

Kaynak: Tüpraş yatırımcı sunumu

Tablo 4: Tüpraş – Finansal Tablolar

| Gelir Tablosu (mn TL)               | 2024     | 2025     | 2026T      | 2027T      | 2028T      |
|-------------------------------------|----------|----------|------------|------------|------------|
| Gelirler                            | 810,386  | 830,356  | 1,547,593  | 1,238,214  | 1,350,643  |
| Satışların maliyeti                 | -742,355 | -749,124 | -1,337,458 | -1,106,131 | -1,219,899 |
| Brüt kâr                            | 68,031   | 81,232   | 210,136    | 132,083    | 130,744    |
| Faaliyet giderleri                  | -26,842  | -33,785  | -47,636    | -38,113    | -41,574    |
| Diğer faaliyet gelir/giderleri, net | -5,378   | -5,784   | -10,227    | -8,172     | -8,915     |
| Faaliyet kârı                       | 35,811   | 41,663   | 152,272    | 85,797     | 80,256     |
| FAVÖK                               | 50,704   | 62,073   | 182,833    | 114,048    | 110,855    |
| İştiraklerden gelir                 | 1,426    | 1,272    | 1,428      | 1,143      | 1,247      |
| Parasal kazanç/kayıp, net           | -14,853  | -3,476   | -5,635     | -4,508     | -3,606     |
| Finansal gelir, net                 | 9,192    | 4,309    | 12,031     | 11,879     | 12,830     |
| Vergi Giderleri                     | -12,712  | -13,896  | -37,206    | -24,419    | -23,271    |
| Raporlanan net kâr                  | 19,034   | 29,872   | 122,891    | 69,893     | 67,454     |
| Azınlık payları                     | 718      | 349      | 871        | 860        | 928        |
| Ana ortaklık net kârı               | 18,315   | 29,523   | 122,020    | 69,033     | 66,526     |
| Raporlanan HBK                      | 9.5      | 15.3     | 63.3       | 35.8       | 34.5       |
| Hisse başına temettü                | 15.2     | 17.1     | 31.9       | 34.5       | 33.3       |

| Büyüme   | 2024   | 2025  | 2026T  | 2027T  | 2028T |
|----------|--------|-------|--------|--------|-------|
| Satışlar | -18.2% | 2.5%  | 86.4%  | -20.0% | 9.1%  |
| FAVÖK    | -63.5% | 22.4% | 194.5% | -37.6% | -2.8% |
| Net kâr  | -75.5% | 56.9% | 311.4% | -43.1% | -3.5% |

| Bilanço (mn TL)               | 2024     | 2025     | 2026T     | 2027T     | 2028T     |
|-------------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Nakit ve menkul kıymetler     | 73,534   | 107,237  | 255,516   | 211,126   | 260,322   |
| Ticari alacaklar              | 37,072   | 52,753   | 113,397   | 86,033    | 93,845    |
| Stoklar                       | 60,278   | 62,145   | 139,745   | 122,290   | 133,394   |
| Maddi duran varlıklar, net    | 226,161  | 296,250  | 383,241   | 420,856   | 463,600   |
| Maddi olmayan duran varlıklar | 6,090    | 10,130   | 12,108    | 13,319    | 14,651    |
| Diğer varlıklar               | 50,993   | 63,459   | 186,227   | 141,711   | 134,416   |
| Toplam varlıklar              | 454,128  | 591,974  | 1,090,234 | 995,336   | 1,100,228 |
| Finansal borçlar              | 18,989   | 50,250   | 83,425    | 83,950    | 94,578    |
| Ticari borçlar                | 103,880  | 105,513  | 301,582   | 170,391   | 187,917   |
| Diğer yükümlülükler           | 45,011   | 66,383   | 181,132   | 158,508   | 172,901   |
| Özkaynaklar                   | 286,248  | 369,828  | 524,095   | 582,486   | 644,833   |
| Net borç / (nakit)            | (54,546) | (56,987) | (172,091) | (127,176) | (165,744) |

| Oranlar                      | 2024  | 2025  | 2026T | 2027T | 2028T |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı          | 6.6%  | 8.1%  | 23.4% | 12.0% | 10.5% |
| FAVÖK marjı                  | 6.3%  | 7.5%  | 11.8% | 9.2%  | 8.2%  |
| Net kâr marjı                | 2.3%  | 3.6%  | 7.9%  | 5.6%  | 4.9%  |
| Net borç/özkaynak (x)        | -0.2  | -0.2  | -0.3  | -0.2  | -0.3  |
| Net borç/FAVÖK (x)           | -1.1  | -0.9  | -0.9  | -1.1  | -1.5  |
| Kısa vadeli borç/Toplam borç | 47.7% | 43.4% | 54.8% | 47.7% | 46.2% |
| Özkaynak/Toplam varlıklar    | 63.0% | 62.5% | 48.1% | 58.5% | 58.6% |
| Cari oran (x)                | 1.2   | 1.4   | 1.3   | 1.6   | 1.6   |
| Temettü Dağıtım Oranı        | 160%  | 112%  | 50%   | 96%   | 96%   |

| Temel çarpanlar | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| F/K (x)         | 17.1 | 10.3 | 6.6   | 11.6  | 12.1  |
| PD/DD (x)       | 0.8  | 0.8  | 1.5   | 1.4   | 1.2   |
| FD/FAVÖK (x)    | 5.1  | 4.0  | 3.5   | 5.9   | 5.8   |
| FD/Satışlar (x) | 0.3  | 0.3  | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| Temettü verimi  | 14%  | 10%  | 4%    | 8%    | 8%    |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

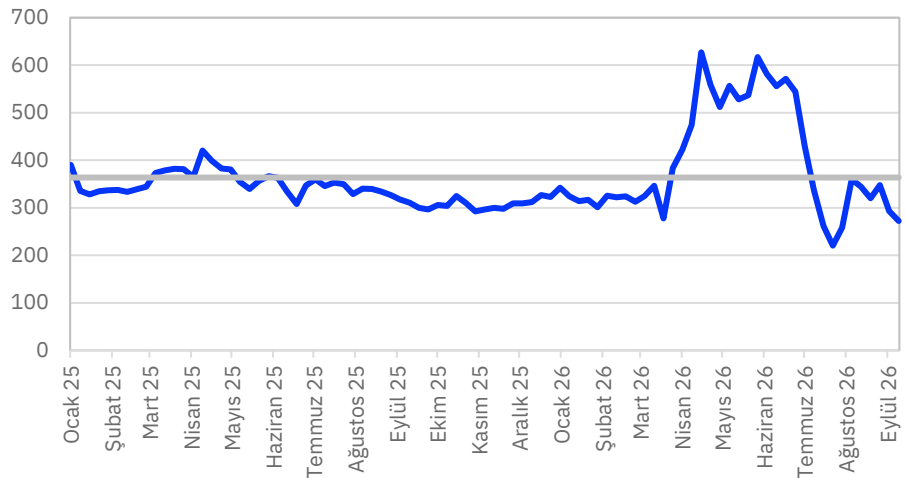
**Petkim – 2Ç26 marj güçlenmesinin kısa süreli kalmasıyla Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz**

Petkim için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi, %23 yükseliş potansiyeline işaret eden 26,13 TL revize hedef fiyatla koruyoruz. Petkim 2Ç26'da olağanüstü olumlu petrokimya marjlarının desteğiyle güçlü operasyonel performans gösterse de son spread gelişmeleri iyileşmenin önemli bölümünün geçici olduğuna işaret ediyor. Bu nedenle mevcut hisse fiyatının operasyonel koşullardaki iyileşmeyi büyük ölçüde yansıttığını ve baz senaryo varsayımlarımız altında sınırlı yükseliş potansiyeli kaldığını düşünüyoruz.

Petrokimya marjları 2Ç26'da, temel talepte geniş tabanlı bir toparlanmadan ziyade ağırlıklı olarak arz yönlü kesintiler ve jeopolitik gelişmeler nedeniyle sert şekilde güçlendi. Şirketin temel marj dinamiklerini geleneksel etilen-nafta spreadinden daha iyi yansıttığını düşündüğümüz yeni açıklanan Petkim Spread, 1Ç26'daki 325 ABD\$/tondan 2Ç26'da 547 ABD\$/tona yükseldi. Şirket ayrıca Petkim Spread ile düzeltilmiş brüt kâr arasında 2023-25 döneminde %98 korelasyon bulunduğunu belirtiyor; bu da göstergenin kârlılık için öncü gösterge olarak kullanılabilirliğini destekliyor.

Güçlü marj ortamı 2Ç26'da belirgin bir kâr toparlanmasına dönüştü. Petkim 36,4 milyar TL ciro, 3,42 milyar TL FAVÖK ve 4,08 milyar TL net kâr elde ederken, FAVÖK marjı 1Ç26'daki %1'den %9'a toparlandı. ABD\$ bazında çeyreklik FAVÖK 73,4 milyon ABD\$ ile enflasyon muhasebesine geçilmesinden bu yana en güçlü çeyreklik kârlılığa işaret etti. Ticaret faaliyetleri de 18,4 milyon ABD\$ brüt kârla olumlu katkı sağlarken, Petkim STAR Rafinerisi'nden özkaynak yöntemiyle 36 milyon ABD\$ gelir kaydetti.

Ancak 2Ç26'daki olağanüstü güçlü marjların ileriye taşınmasının zor olduğunu düşünüyoruz. Petkim Spread 2Ç26'daki ortalama 547 ABD\$/tondan Temmuz'da 301 ABD\$/tona sert şekilde geriledi. Haftalık takibimiz spreadin daha sonra geçici olarak yaklaşık 350–360 ABD\$/tona toparlandığını, son ölçümde ise yeniden yaklaşık 270 ABD\$/tona gerilediğini gösteriyor. Bu seviye hem 2Ç26 ortalamasının hem de yönetimin 2Y26 için yaklaşık 409 ABD\$/ton varsayımının belirgin şekilde altında.

**Tablo 5: Petkim – Haftalık Petkim Spreadi (ABD\$/ton)**

Kaynak: Petkim, Gedik Yatırım Araştırma

Yönetim 2026 geneli için 402 ABD\$/ton Petkim Spread, 2Y26 için yaklaşık 409 ABD\$/ton, yaklaşık 100 milyon ABD\$ FAVÖK, %60–65 kapasite kullanım oranı, yaklaşık 2,6 milyon ton üretim ve yaklaşık 2,1 milyon ton satış hacmi öngörüyor. Beklentiler 2Y26’da ortalama Brent petrol fiyatının yaklaşık 80 ABD\$/varil olacağını da varsayıyor. Spreadlerdeki son bozulma dikkate alındığında, yılın kalanında marjlar belirgin şekilde toparlanmadığı takdirde yönetimin 2Y26 spread varsayımlarında aşağı yönlü risk görüyoruz.

Temel talep görünümü de zorlu kalmaya devam ediyor; yönetim de 2Ç26 iyileşmesinin güçlü talepten ziyade arz kesintilerinden kaynaklandığını teyit ediyor. Polimer fiyatları arz endişeleri nedeniyle dönüştürücülerin stok yenilemesiyle Mart ve Nisan’da sert yükseldi, ancak satın alma faaliyetlerinin yavaşlaması ve arz koşullarının normalleşmesiyle daha sonra geriledi. Haziran’daki ateşkesin ardından arz endişelerinin azalmasıyla müşteriler yeniden stok azaltımına yöneldi; bu da 2Ç26’nın yapısal bir dönüşten ziyade döngüsel bir zirve olduğu yönündeki görüşümüzü güçlendiriyor.

Olumlu tarafta Petkim, üretim karmasını optimize ederek ve ekonomik olmayan tesisleri geçici olarak kapatarak veya düşük kapasiteyle çalıştırarak zayıf sektör ekonomisine rasyonel şekilde yanıt vermeyi sürdürüyor. Toplam kapasite kullanım oranı 2Ç26’da %66 olurken brüt üretim 624 bin tona ulaştı. Ayrıca STAR Rafinerisi entegrasyonu hammadde güvenliği ve ürün optimizasyonu fırsatları sağlıyor. STAR 2Ç26’da %99 kapasite kullanım oranıyla çalışırken, ağır aromatik nafta jet yakıtı havuzuna harmanlanarak rafinerinin yüksek jet crack marjlarından faydalanmasına imkân sağladı.

Bununla birlikte Petkim’in bilançosu yatırım tezinin temel kısıtlarından biri olmaya devam ediyor. Net borç, güçlü çeyreklik kâr performansına rağmen 2Ç26 sonunda yaklaşık 1,03 milyar ABD\$ ile genel olarak değişmedi. Bu nedenle FAVÖK’teki iyileşmenin, anlamlı bir borç azaltımı eşlik etmediği sürece tek başına kalıcı bir yeniden değerlemeyi tetiklemesinin zor olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye’nin petrokimya ithalatına yapısal bağımlılığı Petkim için uzun vadeli stratejik fırsat sunuyor; ancak şirketin mevcut konumunu tek bir pazar payı rakamıyla tanımlamaktan kaçınıyoruz. Yurt içi pazar ithalata yüksek ölçüde bağımlı ve Petkim’in pazar payı ürün bazında önemli farklılık gösteriyor. Şirket, Türkiye’nin mevcut HDPE ihtiyacının %90’ını, PP ihtiyacının %93’ünü ve LLDPE ihtiyacının %100’ünü ithal ettiğini tahmin ediyor.

Daha uzun vadede Petkim Master Plan önemli bir stratejik yükseliş potansiyeli sunuyor. Plan; etilen kapasitesinin 1,2 milyon tona, HDPE kapasitesinin 425 bin tona çıkarılmasını, 425 bin ton LLDPE kapasitesi eklenmesini ve PP kapasitesinin 550 bin tona yükseltilmesini öngörüyor. Projenin güncel tahmini maliyeti, daha önce konuşulan 7 milyar ABD\$ seviyesine kıyasla yaklaşık 5 milyar ABD\$ ve nihai yatırım kararının artık 2027’de değerlendirilmesi bekleniyor. Proje hayata geçirilirse Petkim, 2032’ye kadar yurt içi pazar payının HDPE ve LLDPE’de %38’e, PP’de %19’a ulaşabileceğini ve Türkiye’nin cari dengesine yıllık yaklaşık 1,6 milyar ABD\$ katkı sağlayabileceğini tahmin ediyor.

Bununla birlikte projenin büyük ölçeği, uzun uygulama dönemi ve nihai yatırım kararının henüz alınmamış olması nedeniyle bu aşamada Master Plan’dan kaynaklanabilecek anlamlı ilave değeri baz senaryo değerlememize dahil etmiyoruz. FEED sürecindeki ilerleme, finansman düzenlemeleri ve nihayetinde

nihai yatırım kararını uzun vadeli potansiyel katalizörler olarak görüyoruz.

### Değerleme – sınırlı yükseliş potansiyeli Endekse Paralel Getiri tavsiyesini destekliyor

Petkim'i İNA yöntemiyle değerlendiriyor; 1,15 milyar ABD\$ adil piyasa değeri ve 1,27 milyar ABD\$ hedef özsermaye değeri hesaplıyoruz. Bu değer 26,13 TL/hisse hedef fiyata karşılık geliyor ve mevcut hisse fiyatına göre %23 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

Tahminlerimiz FAVÖK'ün 2026T'de 117 milyon ABD\$'dan 2034T'de 194 milyon ABD\$'a yükselmesini ve FAVÖK marjının kademeli olarak %4,6'dan %7,8'e iyileşmesini öngörüyor. %2 terminal büyüme oranı kullanıyoruz. Uzun vadeli marjlarda kademeli normalleşme varsaymamıza rağmen yüksek net borç, firma değerindeki toparlanmanın özsermaye değerine yansımaları sınırlandırıyor. Borç azaltımının nakit kullanımında öncelik olmaya devam etmesi nedeniyle tahmin dönemimiz boyunca temettü ödemesi varsaymıyoruz.

Başlıca yukarı yönlü riskler; Petkim Spread'in 400 ABD\$/tonun üzerinde kalıcı toparlanması, yurt içi ve Avrupa talebinin beklentilerden güçlü seyretmesi, borç azaltımının hızlanması ve Master Plan'da somut ilerlemedir. Başlıca aşağı yönlü riskler ise spreadlerin kalıcı olarak 350 ABD\$/tonun altında kalması, daha yüksek nafta/hammadde maliyetleri, küresel kapasite fazlası ve ithalat baskısının yeniden artması, zayıf talep ve yüksek borçluluğun devam etmesidir.

Tablo 6: Petkim – Değerleme

| İNA Değerlemesi (mn ABD\$)             | 2026T        | 2027T        | 2028T        | 2029T        | 2030T        | 2031T        | 2032T        | 2033T        | 2034T        |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Net satışlar</b>                    | <b>2,546</b> | <b>2,166</b> | <b>2,209</b> | <b>2,254</b> | <b>2,299</b> | <b>2,345</b> | <b>2,392</b> | <b>2,440</b> | <b>2,489</b> |
| Ton başına brüt kâr                    | 38           | 14           | 22           | 29           | 35           | 40           | 44           | 48           | 51           |
| <b>FAVÖK</b>                           | <b>117</b>   | <b>87</b>    | <b>103</b>   | <b>116</b>   | <b>139</b>   | <b>173</b>   | <b>181</b>   | <b>189</b>   | <b>194</b>   |
| FAVÖK marjı                            | 4.6%         | 4.0%         | 4.7%         | 5.2%         | 6.1%         | 7.4%         | 7.6%         | 7.7%         | 7.8%         |
| Vergiler                               | 10           | 16           | 13           | 10           | 6            | -1           | -3           | -4           | -5           |
| (-) İşletme sermayesi artışı           | 98           | 95           | -3           | -4           | -5           | -6           | -7           | -8           | -9           |
| (-) Yatırım harcamaları                | -100         | -110         | -112         | -114         | -117         | -119         | -122         | -124         | -126         |
| <b>Serbest nakit akışları</b>          | <b>125</b>   | <b>89</b>    | <b>1</b>     | <b>8</b>     | <b>23</b>    | <b>47</b>    | <b>50</b>    | <b>52</b>    | <b>53</b>    |
| İskonto faktörü                        | 1.03         | 1.11         | 1.21         | 1.31         | 1.42         | 1.55         | 1.68         | 1.82         | 1.98         |
| İskonto edilmiş nakit akışları         | 122          | 80           | 0            | 6            | 16           | 30           | 30           | 29           | 27           |
| SNA'ların bugünkü değeri               | 340          |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Terminal büyüme oranı                  | 2%           |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Terminal değer                         | 421          |              |              |              |              |              |              |              |              |
| (+) Düzeltilmiş net nakit              | -1,071       |              |              |              |              |              |              |              |              |
| İştirakler                             | 970          |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Gayrimenkuller (%40 iskonto)           | 490          |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Adil piyasa değeri                     | 1,150        |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 12 aylık hedef değer                   | 1,272        |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>12 aylık hedef fiyat (TL/hisse)</b> | <b>26.13</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Yükseliş potansiyeli</b>            | <b>23%</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tablo 7: Petkim – Finansal Tablolar

| Gelir Tablosu (mn TL)               | 2024    | 2025    | 2026T    | 2027T    | 2028T    |
|-------------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Gelirler                            | 77,381  | 89,076  | 132,408  | 113,353  | 124,881  |
| Satışların maliyeti                 | -78,623 | -92,152 | -128,199 | -111,712 | -122,101 |
| Brüt kâr                            | -1,243  | -3,076  | 4,209    | 1,640    | 2,781    |
| Faaliyet giderleri                  | -5,026  | -6,375  | -6,802   | -5,823   | -6,415   |
| Diğer faaliyet gelir/giderleri, net | -4,700  | -3,639  | -6,864   | 1,790    | 1,880    |
| Faaliyet kârı                       | -10,968 | -13,090 | -9,456   | -2,392   | -1,754   |
| FAVÖK                               | -1,083  | -3,475  | 5,688    | 4,569    | 5,818    |
| Finansal gelir, net                 | -8,159  | -11,087 | -13,433  | -15,920  | -18,677  |
| Yatırım geliri                      | 670     | 1,065   | 1,207    | 1,033    | 1,139    |
| İştirak geliri                      | 1,790   | 1,672   | 7,361    | 4,417    | 4,866    |
| Parasal kazanç/kayıp, net           | 11,866  | 13,377  | 19,075   | 15,260   | 12,208   |
| Vergiler                            | -1,993  | -2,195  | 1,235    | 505      | 1,771    |
| Raporlanan net kâr                  | -6,794  | -10,260 | 5,990    | 2,903    | -447     |
| Azınlık payları                     | -450    | -26     | 0        | 0        | 0        |
| Ana ortaklık net kârı               | -6,344  | -10,234 | 5,990    | 2,903    | -447     |
| Raporlanan HBK                      | -2.50   | -4.04   | 2.36     | 1.15     | -0.18    |
| Hisse başına temettü                | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |

| Bilanço (mn TL)               | 2024    | 2025    | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve menkul kıymetler     | 8,648   | 4,889   | 7,015   | 7,914   | 7,696   |
| Ticari alacaklar              | 8,375   | 13,384  | 12,011  | 10,639  | 9,267   |
| Stoklar                       | 7,435   | 9,446   | 8,467   | 7,248   | 6,205   |
| Maddi duran varlıklar, net    | 40,058  | 46,261  | 54,864  | 63,468  | 72,072  |
| Maddi olmayan duran varlıklar | 527     | 2,052   | 3,672   | 5,293   | 6,914   |
| Diğer varlıklar               | 59,510  | 75,300  | 94,442  | 103,886 | 114,275 |
| Toplam varlıklar              | 124,553 | 151,332 | 180,472 | 198,449 | 216,428 |
| Finansal borçlar              | 44,371  | 51,417  | 62,607  | 73,797  | 84,987  |
| Ticari borçlar                | 13,487  | 20,205  | 22,606  | 25,008  | 27,409  |
| Diğer yükümlülükler           | 8,326   | 15,747  | 19,136  | 23,178  | 26,713  |
| Özkaynaklar                   | 58,369  | 63,963  | 76,123  | 76,466  | 77,319  |
| Net borç / (nakit)            | 35,724  | 46,528  | 55,592  | 65,883  | 77,292  |

| Oranlar                      | 2024   | 2025   | 2026T | 2027T | 2028T |
|------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı          | -11.6% | -16.0% | 7.9%  | 3.8%  | -0.6% |
| FAVÖK marjı                  | -1.4%  | -3.9%  | 4.3%  | 4.0%  | 4.7%  |
| Net kâr marjı                | -8.2%  | -11.5% | 4.5%  | 2.6%  | -0.4% |
| Net borç/özkaynak (x)        | 0.6    | 0.7    | 0.7   | 0.9   | 1.0   |
| Net borç/FAVÖK (x)           | -33.0  | -13.4  | 9.8   | 14.4  | 13.3  |
| Kısa vadeli borç/Toplam borç | 56.1%  | 64.7%  | 68.3% | 70.8% | 72.6% |
| Özkaynak/Toplam varlıklar    | 46.9%  | 42.3%  | 42.2% | 38.5% | 35.7% |
| Cari oran (x)                | 0.7    | 0.6    | 0.4   | 0.3   | 0.3   |
| Temettü Dağıtım Oranı        | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| Temel çarpanlar | 2024  | 2025  | 2026T | 2027T | 2028T |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| F/K (x)         | -8.5  | -4.0  | 6.9   | 14.2  | -     |
| PD/DD (x)       | 0.7   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| FD/FAVÖK (x)    | -82.7 | -25.3 | 17.0  | 23.4  | 20.4  |
| FD/Satışlar (x) | 1.2   | 1.0   | 0.7   | 0.9   | 0.9   |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

**Aygaz – İyileşen operasyonel ivmeye rağmen Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz**

Aygaz için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi, mevcut fiyata göre %20 yükseliş potansiyeline işaret eden 375,12 TL/hisse revize hedef fiyatla koruyoruz. Aygaz yurt içi LPG pazarındaki güçlü rekabetçi konumu, iyileşen operasyonel kârlılığı ve Bangladeş faaliyetlerindeki hızlı büyümeden faydalanmaya devam etse de iyileşmenin önemli bölümünün hisse fiyatına yansıdığını düşünüyoruz.

Aygaz 2Ç26'da güçlü bir operasyonel performans sergiledi. Konsolide FAVÖK yıllık %42 artarak 1,15 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı 90 baz puan genişleyerek %3,9'a çıktı. 1Y26'da cirodaki %2 düşüşe rağmen FAVÖK yıllık %25 artarak 1,97 milyar TL'ye ulaştı. Daha yüksek LPG satış hacimleri ve stok kârları iyileşmenin ana sürükleyicileri oldu. Brüt kâr 1Y26'da %11, faaliyet kârı %22 arttı.

Önemli olarak, kargo işinin konsolidasyonundaki değişiklik nedeniyle kısmen bozulmuş olan 2025 iyileşmesinin aksine, 2026'daki iyileşme daha büyük ölçüde temel LPG operasyonlarındaki güçlenmeyi yansıtıyor. Bununla birlikte kâr artışının bir bölümü stok kârlarıyla desteklendi: Aygaz 1Y26'da Sonatrach fiyat etkisinden 349 milyon TL nominal stok kârı kaydederken, 1Y25'te 364 milyon TL stok zararı kaydetmişti.

**Yurt içi LPG pazarı olgun kalırken Aygaz pazar payı kazanmaya devam ediyor**

Otogazda elektrikli araç penetrasyonunun artması ve tüpgazda doğal gaz ikamesi nedeniyle Türkiye LPG pazarında yapısal büyüme potansiyelini sınırlı görmeye devam ediyoruz. Bununla birlikte Aygaz temel pazarın üzerinde performans gösteriyor. Türkiye tüpgaz ve otogaz pazarları 5A26'da yıllık yaklaşık %2 daralırken, Aygaz'ın yurt içi perakende LPG satışları 1Y26'da yıllık %2 arttı. Toptan ve uluslararası LPG satışları da yıllık %6 artarak güçlü seyretti; toplam LPG satışları yıllık %5 artışla 1,22 milyon tona ulaştı.

Daha önemlisi Aygaz, toplam yurt içi LPG pazar payını 5A26'da yıllık 1,6 puan artırarak %27,3'e yükseltti. Tüpgaz pazar payı %40,8'den %42,1'e, otogaz pazar payı ise %22,8'den %24,6'ya çıktı. Bu kazanımların, yapısal olarak olgun yurt içi pazara rağmen Aygaz'ın rekabet gücünü ortaya koyduğunu düşünüyoruz.

Yönetim 2026 için 200–220 bin ton tüpgaz ve 750–790 bin ton otogaz satışı ile sırasıyla %41,5–42,5 ve %23,5–24,5 tüpgaz ve otogaz pazar payı öngörüyor.

**Bangladeş giderek daha önemli hale geliyor**

United Aygaz'ın Aygaz için en görünür uzun vadeli organik büyüme fırsatını sunduğunu düşünüyoruz. Bangladeş, son beş yılda yıllık ortalama %9 büyüyen 1,8 milyon tonluk bir LPG pazarıdır. United Aygaz'ın satışları 1Y25'te yalnızca 91 bin ton iken 1Y26'da yıllık %59 artarak 145 bin tona ulaştı; bayi ağı 281 bayiye ve yaklaşık 14.500 perakende satış noktasına genişledi.

Kapasite artışının ilave büyümeyi desteklemesi bekleniyor. Chittagong tesisindeki depolama kapasitesinin 2026 sonuna kadar 16 bin tondan 21 bin tona çıkarılması planlanırken, yeni Dhaka tesisi Ocak 2026'da faaliyete geçti ve

kapasitesinin 1Ç27’de 3 bin tondan 5,5 bin tona yükselmesi bekleniyor.

Operasyon kâra da görünür katkı sağlamaya başladı: United Aygaz 1Y26’da Aygaz net kârına 329 milyon TL katkı sağlarken, Kolay Gelsin 281 milyon TL zarar yarattı.

### **Güçlü bilanço ve defansif özellikler destekleyici olmaya devam ediyor**

Aygaz’ı BIST evrenindeki görece defansif hisselerden biri olarak görmeye devam ediyoruz. Tüpgaz ve otogazdaki lider konumu fiyatlamaya gücü sağlarken, talep birçok yurt içi talep odaklı sektöre kıyasla tüketici güveni ve kredi koşullarına görece daha az duyarlı.

Aygaz sağlıklı bilançosunu da koruyor. 2,8 milyar TL temettü ödemesi ve gemi alımlarına ilişkin 1,6 milyar TL taksit ödemesine rağmen şirket Haziran’ı güçlü FAVÖK yaratımı ve işletme sermayesi yönetiminin desteğiyle yaklaşık 4,0 milyar TL net nakitle tamamladı. Haziran sonu itibarıyla 7,1 milyar TL brüt nakde karşılık 3,1 milyar TL finansal borç bulunuyordu.

Bilanço düzenli temettü ödemesini de destekliyor. Modelimiz 2026T için 15,4 TL, 2027T için 11,2 TL hisse başına temettü varsayıyor; bu rakamlar mevcut hisse fiyatına göre yaklaşık %5,0 ve %3,7 temettü verimine ve raporlanan kârın yaklaşık %30’u seviyesinde ödeme oranına karşılık geliyor. Net nakit pozisyonuyla birlikte bu durum yatırım tezinin defansif özelliklerini güçlendiriyor.

### **Değerleme %20 yükseliş potansiyeli sunuyor**

Aygaz’ı parçaların toplamı yöntemiyle değerlendiriyoruz.

Ana LPG ve doğal gaz operasyonlarını 2,5x hedef 2026T FD/FAVÖK çarpanıyla değerleyerek 10,4 milyar TL değere ulaşıyoruz. Aygaz değerlemesinin en büyük bileşeni, parçaların toplamına yaklaşık 63,8 milyar TL katkı sağlayan iştiraklerdir. EYAŞ üzerinden Tüpraş ve KFS üzerinden Yapı Kredi’deki dolaylı payları kendi hedef değerlerimiz üzerinden değerlendiriyor ve %40 holding iskontosu uyguluyoruz. OAGM ve United Aygaz’ı 1,0x PD/DD ile değerlendirirken, kargo yatırımlarına mevcut durumda değer atfetmiyoruz.

5,1 milyar TL net nakit dahil edildiğinde 82,5 milyar TL özsermaye değerine ve 375,12 TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

Başlıca yukarı yönlü riskler; United Aygaz’ın Bangladeş’te daha hızlı büyümesi ve kâr katkısı, yurt içi pazar payında ilave kazanımlar, stok kârı yaratan olumlu Sonatrach fiyat etkileri ve Tüpraş ile Yapı Kredi paylarına uyguladığımız holding iskontosunun daralmasıdır. Başlıca aşağı yönlü riskler ise otogazda elektrikli araç penetrasyonunun hızlanması ve tüpgazda doğal gaz ikamesi, stok zararına yol açan olumsuz LPG fiyat hareketleri, yurt içi LPG fiyatlamasına düzenleyici müdahale, Bangladeş büyümesinde uygulama veya kur riski ve Kolay Gelsin’de zararların devam etmesidir.

Tablo 8: Aygaz – Değerleme

| Segment                                 | Metodoloji                | Adil Değer (TLmn) | Pay    | Toplam Değer (TLmn) |
|-----------------------------------------|---------------------------|-------------------|--------|---------------------|
| <b>LPG ve Doğal Gaz</b>                 | 2.5x Hedef 2025T FD/FAVÖK | 10,396            | 100%   | <b>10,396</b>       |
| <b>İştirakler</b>                       |                           |                   |        | <b>66,931</b>       |
| EYAŞ (%40 iskonto)                      | Hedef Değer (TUPRS)       | 482,714           | 20%    | 57,926              |
| Koç Finansal Hizmetler (%40 iskonto)    | Hedef Değer (YKBNK)       | 171,674           | 3.93%  | 4,048               |
| Kolay Gelsin                            | -                         | 0                 | 27.50% | 0                   |
| OAGM                                    | 1x PD/DD                  | 7,119             | 50.00% | 3,559               |
| United Aygaz                            | 1x PD/DD                  | 2,795             | 50.00% | 1,398               |
| <b>Net Nakit (Borç)</b>                 |                           |                   |        | <b>5,125</b>        |
| <b>12 Aylık Hedef Değer</b>             |                           |                   |        | <b>82,452</b>       |
| <b>12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı (TL)</b> |                           |                   |        | <b>375.12</b>       |
| Cari Hisse Fiyatı (TL)                  |                           |                   |        | 311.50              |
| <b>Yükseliş Potansiyeli</b>             |                           |                   |        | <b>20%</b>          |

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

Tablo 9: Aygaz – Finansal Tablolar

| Gelir Tablosu (mn TL)               | 2024    | 2025    | 2026T    | 2027T   | 2028T    |
|-------------------------------------|---------|---------|----------|---------|----------|
| Gelirler                            | 81,773  | 89,658  | 118,512  | 107,514 | 121,921  |
| Satışların maliyeti                 | -74,899 | -80,305 | -106,090 | -96,649 | -109,513 |
| Brüt kâr                            | 6,874   | 9,353   | 12,422   | 10,866  | 12,409   |
| Faaliyet giderleri                  | -6,251  | -7,620  | -10,207  | -9,260  | -10,501  |
| Diğer faaliyet gelir/giderleri, net | 252     | 376     | 112      | 124     | 136      |
| Faaliyet kârı                       | 875     | 2,109   | 2,328    | 1,729   | 2,044    |
| FAVÖK                               | 1,753   | 3,159   | 4,159    | 3,749   | 4,251    |
| Yatırım geliri                      | 108     | 1,271   | -17      | 17      | 19       |
| İştirak geliri                      | 1,665   | 2,400   | 10,667   | 7,526   | 7,199    |
| Parasal kazanç/kayıp, net           | -426    | -680    | -1,625   | -1,300  | -1,040   |
| Finansal gelir/gider, net           | -4      | 80      | 741      | 815     | 896      |
| Vergiler                            | -994    | -863    | -779     | -311    | -475     |
| Raporlanan net kâr                  | 1,651   | 4,997   | 11,314   | 8,476   | 8,643    |
| Azınlık payları                     | -472    | 0       | 0        | 0       | 0        |
| Ana ortaklık net kârı               | 2,123   | 4,997   | 11,314   | 8,476   | 8,643    |
| Raporlanan HBK                      | 9.66    | 22.73   | 51.47    | 38.56   | 39.32    |
| Hisse başına temettü                | 12.55   | 12.55   | 15.44    | 11.57   | 11.80    |

| Büyüme   | 2024   | 2025  | 2026T | 2027T | 2028T |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Satışlar | -12.6% | 9.6%  | 32.2% | -9.3% | 13.4% |
| FAVÖK    | 4.1%   | 80.3% | 31.6% | -9.9% | 13.4% |
| Net kâr  | -79%   | 203%  | 126%  | -25%  | 2%    |

| Bilanço (mn TL)               | 2024    | 2025    | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve menkul kıymetler     | 3,844   | 8,548   | 8,225   | 10,954  | 12,958  |
| Ticari alacaklar              | 4,097   | 4,583   | 5,488   | 4,979   | 5,646   |
| Stoklar                       | 2,478   | 2,984   | 1,365   | 1,243   | 1,409   |
| Maddi duran varlıklar, net    | 9,648   | 12,718  | 12,540  | 13,167  | 13,826  |
| Maddi olmayan duran varlıklar | 301     | 572     | 501     | 455     | 516     |
| Diğer varlıklar               | 41,482  | 52,831  | 74,407  | 77,706  | 81,786  |
| Toplam varlıklar              | 61,850  | 82,236  | 102,527 | 108,504 | 116,141 |
| Finansal borçlar              | 2,001   | 3,121   | 3,102   | 2,814   | 3,191   |
| Ticari borçlar                | 4,542   | 5,642   | 5,452   | 5,724   | 6,010   |
| Diğer yükümlülükler           | 3,034   | 3,895   | 4,049   | 3,684   | 4,175   |
| Özkaynaklar                   | 52,273  | 69,578  | 89,925  | 96,282  | 102,765 |
| Net borç / (nakit)            | (1,843) | (5,427) | (5,124) | (8,140) | (9,768) |

| Oranlar                      | 2024  | 2025  | 2026T | 2027T | 2028T |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı          | 3.2%  | 7.2%  | 12.6% | 8.8%  | 8.4%  |
| FAVÖK marjı                  | 2.1%  | 3.5%  | 3.5%  | 3.5%  | 3.5%  |
| Net kâr marjı                | 2.6%  | 5.6%  | 9.5%  | 7.9%  | 7.1%  |
| Net borç/özkaynak (x)        | 0.0   | -0.1  | -0.1  | -0.1  | -0.1  |
| Net borç/FAVÖK (x)           | -1.1  | -1.7  | -1.2  | -2.2  | -2.3  |
| Kısa vadeli borç/Toplam borç | 66.9% | 72.1% | 70.0% | 70.0% | 70.0% |
| Özkaynak/Toplam varlıklar    | 84.5% | 84.6% | 87.7% | 88.7% | 88.5% |
| Cari oran (x)                | 1.4   | 1.6   | 1.7   | 1.9   | 2.0   |
| Temettü Dağıtım Oranı        | 130%  | 55%   | 30%   | 30%   | 30%   |

| Temel çarpanlar | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| F/K (x)         | 16.9 | 7.2  | 6.1   | 8.1   | 7.9   |
| PD/DD (x)       | 0.5  | 0.5  | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| FD/FAVÖK (x)    | 19.4 | 9.7  | 15.2  | 16.1  | 13.8  |
| FD/Satışlar (x) | 0.4  | 0.3  | 0.5   | 0.6   | 0.5   |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

**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.