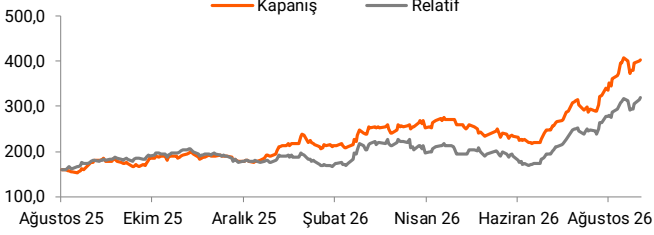


02 Eylül 2026 Çarşamba

Sektör	: Rafineri
Şirket	: Tüpraş
Hisse Kodu	: TUPRS TI/ TUPRS IS
İşlem Gördüğü Pazar	: Yıldız Pazar
Fiyat (TL)	: 402,8
Hedef Fiyatı (TL)	: 510
Yükselme Potansiyeli	: 27%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	: 776.099
Hisse Adedi (mn)	: 1.927
İşlem Hacmi (mn TL) - Ort. 3 Ay	: 7.959
Fiili Dolaşım Oranı (%)	: 49,0%

Özet Finansallar (mn USD)	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	19.380	24.740	21.381
FAVÖK	1.449	2.839	2.090
Net Kar	697	1.924	1.141
Özet Rasyolar (%)	2025	2026T	2027T
FAVÖK Marjı	7,5%	11,5%	9,8%
Net Kar Marjı	3,6%	7,8%	5,3%
Çarpanlar	2025	2026T	2027T
F/K	12,9	8,9	15,0
FD/Satışlar	0,6	0,7	0,7
FD/FAVÖK	5,0	5,0	6,8

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	36,4	64,5	151,7
Rölatif %	29,0	58,4	99,6
En Yüksek (TL)	406,8	406,8	406,8
En Düşük (TL)	290,3	216,8	153,2

Analist İletişim : Dilara ÇAYAN
: dilara.cayan@vakifyatirim.com.tr

Tüpraş'ı 510,0 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz

Tüpraş, yüksek operasyonel esnekliği ve rafinaj pazarındaki lider konumunu sürdürürken, devam eden jeopolitik risk priminin ürün marjlarını kriz öncesi seviyelerin üzerinde desteklemesini öngörüyoruz. Şirket, enerji dönüşüm yatırımları ve güçlü nakit yaratma potansiyeliyle uzun vadeli değer yaratma hedeflerini sürdürmektedir. Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 510,0 TL olarak belirlerken, yılbaşından bu yana endeksten %79,9 pozitif ayrıışan ve hedef fiyatımıza göre %27,0 yükselme potansiyeli taşıyan şirket için kısa vadeli tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli tavsiyemizi "AL" olarak başlatıyoruz.

Türkiye'nin Enerji Güvenliğinde Stratejik Lider- Tüpraş, Türkiye'nin en büyük, Avrupa'nın yedinci, dünyanın ise otuz altıncı büyük rafineri şirketi konumundadır. Türkiye'nin toplam rafinaj kapasitesinin %70'ini ve depolama altyapısının %53'ünü yöneten Tüpraş, akaryakıt ürünleri pazarındaki %48'lik payıyla sektördeki stratejik liderliğini sürdürmektedir. Şirket yüksek operasyonel esnekliği ve geniş ürün portföyü sayesinde jeopolitik risklerin yarattığı piyasa dalgalanmalarını fırsata dönüştürme kabiliyetiyle küresel ölçekte güvenilir bir tedarikçi konumunu pekiştirmektedir.

Jeopolitik Risk Primi Marjlarda Yeni Dengeyi Destekleyecek- Orta Doğu'da arz koşullarının kademeli olarak normalleşmesiyle birlikte ürün marjlarında bir miktar geri çekilme beklenirken, çatışmalar nedeniyle devre dışı kalan rafinaj kapasitesinin tam olarak ne zaman devreye gireceğine ilişkin belirsizlik sürmektedir. Enerji arz güvenliğine yönelik risklerin devam etmesi, ürün marjlarında jeopolitik risk priminin bir süre daha korunmasını desteklemektedir. Bu doğrultuda, marjların kriz dönemindeki olağanüstü seviyelerden gerilemesi beklenmekle birlikte, kriz öncesi seviyelerin üzerinde kalıcı bir denge oluşmasını ve Tüpraş'ın orta vadeli finansal görünümünü desteklemesini bekliyoruz.

Yeni Rekabet Ekseninde Stratejik Dönüşüm- Küresel rafineri sektöründe jeopolitik riskler, arz güvenliği endişeleri, bölgesel talep kompozisyonundaki değişim ve hızlanan enerji dönüşümü, şirketlerin yatırım ve strateji önceliklerini yeniden şekillendirmektedir. Bu kapsamda Tüpraş, değişen sektör dinamiklerine adaptasyonunu hızlandırmak ve uzun vadeli rekabetçiliğini desteklemek amacıyla enerji dönüşümü stratejisini yeniden konumlandırırken, Stratejik Dönüşüm Planı (SDP) doğrultusunda dönüşüm odaklı yatırımlarını sürdürmektedir. Şirket, SDP çerçevesinde %80 temettü dağıtım politikasını sürdürmeyi, Net Borç/FAVÖK rasyosunu 2,0x'in altında, Yatırım Harcamaları/FAVÖK rasyosunu 0,5x'in altında tutmayı hedeflemektedir. Bununla birlikte, 2025-2035 yılları arasında toplam 6 milyar dolar temettü dağıtımı öngörülmektedir.

Yatırım teması ve riskler- Tüpraş, güçlü rafinaj operasyonları, yüksek rafinaj kompleksitesi ve ham petrol tedarikindeki coğrafi esnekliğiyle güçlü bir operasyonel yapı sunmaktadır. Entegre iş modeli ve güçlü bilançosu sayesinde yüksek nakit yaratma ve temettü potansiyelini koruyan şirket, enerji dönüşümündeki stratejik konumlanmasıyla da uzun vadeli büyüme ve değer yaratma potansiyelini desteklemektedir. Diğer taraftan Tüpraş'ın başlıca riskleri arasında kur ve emtia fiyatlarındaki oynaklık, yüksek stok seviyelerine bağlı değer kaybı riski ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı tedarik zinciri aksaklıkları öne çıkmaktadır. Ayrıca, çevresel düzenlemelerin sıkılaşması ve düşük karbonlu ekonomiye geçişin hızlanması, uzun vadede ürün talebi ve operasyonel maliyetler üzerinde baskı yaratabilir.

Değerleme ve Öneri- Tüpraş için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve piyasa çarpanları yöntemlerini kullanarak oluşturduğumuz USD bazlı değerlendirme sonucunda, 12 aylık hedef fiyatımızı **510,0 TL** olarak belirlerken, yılbaşından bu yana endeksten %79,9 pozitif ayrıışan ve hedef fiyatımıza göre %27,0 yükselme potansiyeli taşıyan şirket için kısa vadeli tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli tavsiyemizi "AL" olarak başlatıyoruz.

02 Eylül 2026 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn USD)	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış Gelirleri (net)	24.757	19.380	24.740	21.381	20.955	21.932
SMM (-)	-22.679	-17.484	-21.524	-18.965	-18.650	-19.519
Operasyonel Giderler (-)	-823	-789	-742	-641	-629	-658
FVÖK	1.255	1.107	2.474	1.775	1.676	1.755
FAVÖK	1.549	1.449	2.839	2.090	1.985	2.078
Vergi Öncesi Kar	1.022	1.022	2.198	1.521	1.359	1.333
Net Dönem Karı	581	697	1.924	1.141	1.019	1.000
Hisse Başına Kar	12,93	16,85	46,50	27,58	24,63	24,17

Bilanço (mn USD)	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Nakit ve Benzerleri	2.246	2.711	6.791	5.703	5.857	6.500
Ticari Alacaklar	1.133	1.334	1.278	1.126	1.126	1.202
Stoklar	1.841	1.571	1.772	1.592	1.597	1.705
Maddi Duran Varlıklar	8.204	7.490	7.640	7.793	7.949	8.108
Toplam Aktifler	13.873	14.967	19.375	18.147	18.499	19.523
Finansal Borçlar	277	1.270	3.974	3.344	3.574	4.156
Ticari Borçlar	3.174	2.668	3.159	2.839	2.848	3.040
Özkaynaklar	8.745	9.351	10.719	10.362	10.513	10.742
Net Nakit	1.666	1.441	2.817	2.359	2.284	2.344

Nakit Akım Tablosu (mn USD)	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
VÖK	1.022	1.022	2.198	1.521	1.359	1.333
Amortisman	294	341	365	315	309	323
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	335	437	-347	-11	-4	-8
Vergi	-440	-324	-275	-380	-340	-333
Yatırım Harcaması	-376	-476	-668	-620	-608	-636
Temettü Ödemesi	-1.490	-813	-1.539	-913	-815	-800
Δ Borçlanma Değişimi	-950	994	2.704	-631	230	582
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-131	-715	1.641	-369	23	182
Yıl boyunca yaratılan nakit	-1.737	465	4.079	-1.087	154	643
Dönemsonu Nakit	2.246	2.711	6.791	5.703	5.857	6.500

Büyüme	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış	-11,9%	-21,7%	27,7%	-13,6%	-2,0%	4,7%
FAVÖK	-60,7%	-6,5%	95,9%	-26,4%	-5,0%	4,7%
Net Kar	-74%	20%	176%	-41%	-11%	-2%

Çarpanlar	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
FD/Satışlar	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7
FD/FAVÖK	4,0	5,0	5,0	6,8	7,2	6,9
F/K	14,3	12,9	8,9	15,0	16,8	17,1
PD/DD	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,6

Finansal Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Öz Sermaye Karlılığı	6,8%	7,7%	19,2%	10,8%	9,8%	9,4%
FAVÖK Marjı	6,3%	7,5%	11,5%	9,8%	9,5%	9,5%
Net Kar Marjı	2,3%	3,6%	7,8%	5,3%	4,9%	4,6%
Net Nakit/FAVÖK	1,08	0,99	0,99	1,13	1,15	1,13
Temettü Verimi	17,9%	9,1%	9,0%	5,3%	4,8%	4,7%

02 Eylül 2026 Çarşamba

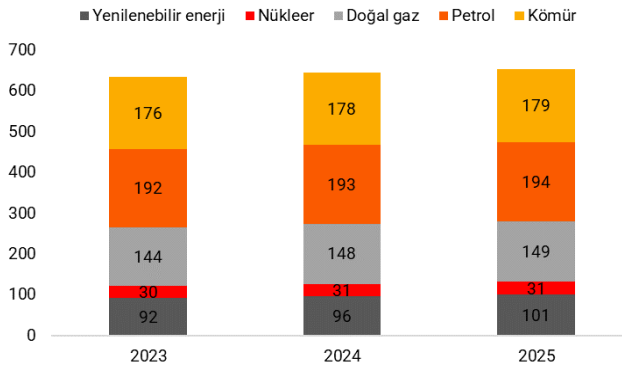
İçindekiler

Sektör Hakkında.....	4
Küresel Rafineri Sektörü	4
Küresel Petrol Talebi	6
Hürmüz Boğazı'nın Kapatılması ve Petrol Piyasaları	8
Türkiye’de Rafineri Sektörü	9
Türkiye’de Akaryakıt Piyasası	13
Şirket Hakkında	14
1) Ortaklık Yapısı	14
2) Tarihçe	15
3) Faaliyetleri Hakkında Bilgi	16
4) Rafineriler, Santraller ve Dağıtım Ağı	17
5) Ürün Akışı ve Verim Kırılımı	18
6) İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar.....	19
7) Stratejik Dönüşüm Planı	20
8) Temettü Ödemesi	20
Tüpraş- Brent Petrol İlişkisi	21
Yatırım Teması	22
Riskler	23
Ürün Marjlarının Görünümü.....	24
Finansal Analiz	25
1. Satış Performansı	25
2. Net Rafineri Marjı Gelişimi	26
3. FAVÖK Gelişimi.....	26
4. Net Kar Performansı.....	27
5. Net Nakit Gelişimi	27
6. Yatırım Harcamaları.....	28
Değerleme	29
İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Analizi.....	29
Piyasa Çarpanları Analizi	30
Değerleme Sonucu	30

Sektör Hakkında

Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) verilerine göre, 2025 yılında küresel enerji arzı bir önceki yıla göre %1,4 artış göstererek 655 exajoule (EJ) seviyesine ulaşmıştır. Toplam enerji arzının bölgesel kırılımı incelendiğinde, küresel üretimin %26,9'u Çin tarafından sağlanmaktadır. Çin'in toplam enerji arzı ise 2025'te %1,7 (2024: %2,4) artış göstermiştir. Küresel üretimin %14,2'sini gerçekleştiren ABD'de ise enerji arzı aynı dönemde %2,2 (2024: %1,1) büyüme göstermiştir. Avrupa Birliği'nin toplam enerji üretimi ise 2025 yılında yatay seyrederek yıllık bazda değişim göstermemiştir. Kaynak bazında incelendiğinde, petrol %29,6'lık pay ile toplam enerji arzındaki liderliğini 2025 yılında da sürdürmüştür. Bunu sırasıyla %27,3 pay ile kömür, %22,7 ile doğal gaz takip etmektedir.

Grafik 1: Küresel Enerji Arzı (EJ)

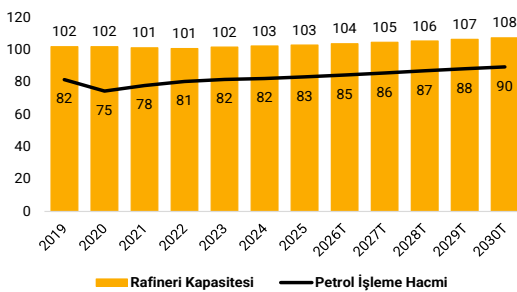


Kaynak: IEA Global Energy Review, VKY Araştırma ve Strateji

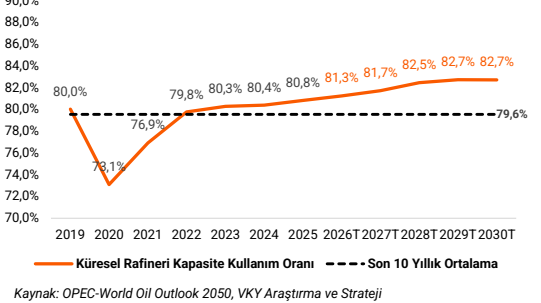
Küresel Rafineri Sektörü

Küresel rafineri sektörü, ham petrolü işleyerek yüksek katma değerli enerji ürünlerine ve petrokimya hammaddelerine dönüştüren, stratejik öneme sahip devasa bir endüstridir. Sektör; jeopolitik risklerin tetiklediği arz-talep dalgalanmaları, değişken rafinaj marjları ve operasyonel verimlilik odaklı petrokimya entegrasyon süreçlerinin etkisiyle yüksek dinamizme sahip bir pazar yapısına sahiptir. Günümüzde küresel iklim politikaları, sıkılaşan emisyon regülasyonları ve dekarbonizasyon hedefleri doğrultusunda endüstri, dijitalleşme, enerji verimliliği ve düşük karbonlu alternatif yakıt yatırımları ekseninde köklü bir yapısal dönüşüm sürecinden geçmektedir.

Grafik 2: Küresel Rafineri Kapasitesi ve Petrol İşleme Hacmi (mv/g)



Grafik 3: Küresel Rafineri Kapasite Kullanım Oranı (%)



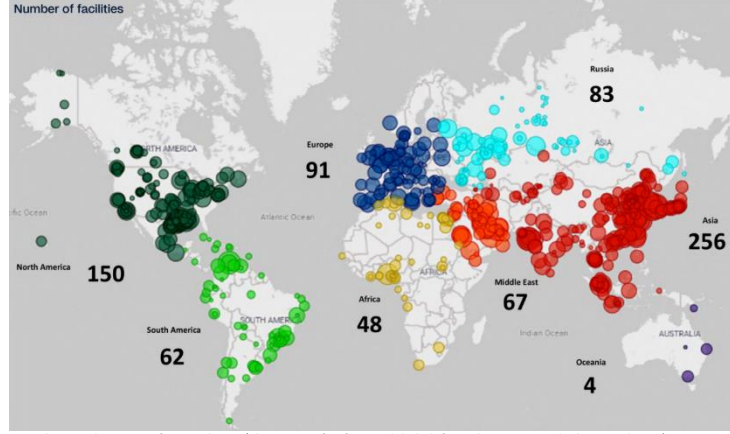
Kaynak: OPEC-World Oil Outlook 2050, VKY Araştırma ve Strateji

Küresel rafineri kapasitesi 2025 yılında 103 milyon varil/gün (mv/g) olarak gerçekleşirken, petrol işleme hacmi 83 mv/g seviyesinde ulaşmıştır. Küresel petrol piyasasına yönelik orta ve uzun vadeli projeksiyonlar incelendiğinde ise, 2030 yılına kadar çoğunluğu Asya-Pasifik, Afrika ve Orta Doğu'da olmak üzere yaklaşık 5,8 milyon varil/gün yeni rafineri kapasitesinin devreye girmesi öngörülmektedir.

2025 yılında küresel rafineri kapasite kullanım oranı %80,8 düzeyinde gerçekleşmiş olup, son 10 yıllık ortalama olan %79,6 seviyesinin üzerinde seyretmektedir.

Dünya Petrol Görünümü Raporu'na göre, 2025-2050 yılları arasındaki dönemde gelişmekte olan ekonomilerin öncülüğünde toplam 19,5 milyon varil/günlük bir kapasite artışına ihtiyaç duyulacağı tahmin edilmektedir. Ancak projeksiyon döneminin sonuna doğru talep büyümesinin yavaşlamasıyla birlikte kapasite eklemelerinin hız keseceği öngörülmektedir. Bu yeni rafineri kapasitesinin neredeyse %86'sının yine Asya-Pasifik, Afrika ve Orta Doğu ekseninde yoğunlaşacağı beklenmektedir.

Grafik 4: Kıtalar Bazında Küresel Rafineri Dağılımı



Kaynak: Rystad Energy Refinery Solution (The Future of Refining: Global Shifts and Strategic Outlook Toward 2030)

Rafineri sektöründe Orta Doğu ve Asya öncülüğünde büyüme devam ediyor - Jeopolitik gerginlikler, tırmanan enerji güvenliği endişeleri, değişen bölgesel talep ve sürdürülebilirlik baskıları son yıllarda küresel rafineri sektörünü etkileyen önemli başlıklar olarak öne çıktı. Son yirmi yılda Orta Doğu ve Asya öncülüğünde büyüyen küresel rafineri kapasitesi, Avrupa ve ABD'de yaşanan altyapı ve verimliliği düşen tesislerin kapanmasıyla baskılanmaktadır. Çin, enerji güvenliğini sağlamak ve güçlü iç talebi karşılamak amacıyla yaptığı uzun vadeli yatırımlarının sonucu olarak 2005 yılından bu yana rafineri kapasitesini yaklaşık iki katına yükseltmeyi başarırken, Hindistan'da da benzer sebeplerle rafinaj yatırımları büyümeye devam etmektedir. Orta Doğu'da ise Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri öncülüğünde süregelen kapasite artışları, ham petrol ihracatının ötesinde rafine ürünlerle ihracat pazarlarında yer almaya yönelik bir strateji değişimi amaçlanmaktadır.

Jeopolitik gerilimler, sektör oyuncularını stratejilerini hızla güncellemeye zorlamaktadır - OPEC Dünya Petrol Görünümü Raporu'na göre, önümüzdeki on yıllık süreçte küresel rafineri sektörünün önemli bir sınavdan geçmesi beklenmektedir. Gelişmiş pazarlarda petrol talebindeki yavaşlama, elektrikli araçların artan pazar payı, sıkılaşan emisyon regülasyonları ve düşük karbonlu alternatif kaynaklara yönelik politikalar, uzun vadede geleneksel rafinaj modelleri için temel risk unsurları olmayı sürdürmektedir. Diğer taraftan, Orta Doğu'daki savaşlarla canlanan arz güvenliği endişeleri rafinaj endüstrisi ve oyuncuları için yeni stratejiler oluşturmayı zorunlu hale getirmektedir. 2030 yılına doğru yaklaşırken, sektördeki oyuncuların emisyonları azaltıp, verimliliği artırarak uyum sağlaması gerekmektedir. 2030 yılından itibaren ise, küresel petrol talebinin elektrifikasyon ve alternatif yakıtların etkisiyle düşüş trendine girmesi beklenmektedir. Verimlilik odaklı politikalar ve devreye girecek yeni kapasitelerin etkisiyle küresel rafinaj sektöründe arz fazlasının oluşması; bu durumun da rafineri marjlarında daralmaya ve rekabette artışa yol açması öngörülmektedir. 2040 ve 2050'li yıllara gelindiğinde ise, bu durumun dönüşüm yeteneği ve verimliliği yüksek rafinaj oyuncuları hariç çoğu rafineri için baskı oluşturmaları beklenmektedir.

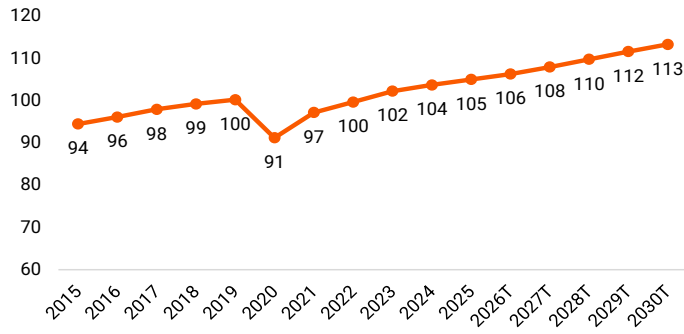
Küresel rafineri devlerinin emisyon yönetimi başta olmak üzere stratejik öncelikleri, faaliyet gösterdikleri coğrafyalara göre net bir şekilde ayrılmaktadır. Asya ve Orta Doğu'daki oyuncular kapasite artışına odaklanırken; Avrupa ve Kuzey Amerika'daki üreticiler, sıkı regülasyonlar ve değişen talep yapısı nedeniyle konsolidasyon ve modernizasyon stratejilerine yönelmektedir. Bu dönüşümün ABD tarafındaki öncülerinden Chevron, Pascagoula ve Pasadena gibi şirketler köklü tesislerine yıllık yaklaşık 1,5 milyar dolar seviyesine modernizasyon yatırımı yaparak, varlıklarının ileri yaşına rağmen %86 gibi yüksek bir kapasite kullanım oranı yakalamakta ve operasyonel verimliliği korumaktadır. Avrupa cephesinde ise

portföyünü dönüştürmeye odaklanan TotalEnergies, rafinerilerine gelişmiş biyoyakıt teknolojilerini entegre ederek doğrudan düşük karbonlu bir üretim modeline geçişi hızlandırmaktadır.

Küresel Petrol Talebi

2025 yılında küresel petrol talebi 1,3 milyon varil/gün (mv/g) artış göstererek 105,1 mv/g seviyesinde gerçekleşti. Büyümenin temel itici gücü gelişmekte olan ülkeler olurken, sektörel bazda talebi en çok destekleyen alanlar petrokimya, kara taşımacılığı ve havacılık sektörleri oldu. Diğer taraftan Çin ve ABD arasında tırmanan gerilimin yarattığı küresel büyüme endişeleri petrokimya tarafındaki talep artışını sınırlarken, elektrikli araç satışlarının hızlanması ve OECD ülkelerindeki yapısal talep düşüşü genel talep üzerinde baskı oluşturdu.

Grafik 5: Küresel Petrol Talebi (mv/g)



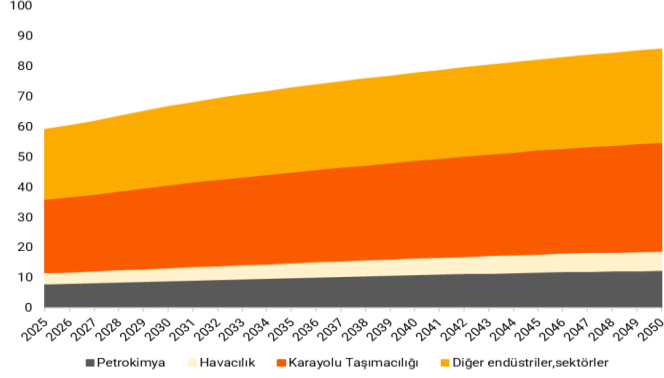
Kaynak: OPEC-World Oil Outlook, VKY Araştırma ve Strateji

Küresel petrol talebi artışında OECD dışı bölgeler ana itici güç olacak - OPEC'in yayımladığı temmuz bültenindeki güncel tahminlere göre, 2026 yılında küresel petrol talebinin, yıllık bazda yaklaşık 0,8 mv/g artması öngörülmektedir. Söz konusu artışın 0,74 mv/g ölçeğindeki ağırlıklı bölümünün Çin, Hindistan ve diğer Asya ülkeleri öncülüğünde, Afrika ve Latin Amerika'nın da desteğiyle OECD dışı bölgeler kaynaklı gerçekleşeceği beklenmektedir. Bununla birlikte, OECD ülkelerinin küresel talep artışına katkısının 40 bin varil/gün (bv/g) seviyesinde, oldukça sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. 2027 yılında ise petrol talebinin yeniden ivme kazanarak yıllık 1,9 mv/g bir artış yakalaması beklenmektedir. Öngörülen bu büyümenin 1,7 mv/g'lik büyük kısmı OECD dışı ekonomilerden kaynaklanırken, OECD bloğunun bu artışa katkısının 0,3 mv/g seviyesinde kalacağı tahmin edilmektedir.

En güncel OPEC Dünya Petrol Görünümü (WOO) Raporu'na göre, uzun vadeli perspektifte küresel petrol talebinin 2030 yılında 113,3 mv/g ve 2050 yılında 124,1 mv/g'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. OECD dışı ülkelerin petrol talebinin 2025-2030 yıllarında 7,4 mv/g ve 2025-2050 yıllarında 26,9 mv/g artarak, toplam büyümedeki başlıca itici güç olması beklenmektedir. OECD talebinin ise 2030 yılına kadar yaklaşık 0,7 mv/g artış göstermesinin ardından, uzun vadede düşüş göstereceği ve 2025-2030 yılları arasında 8 mv/g'lik bir daralma göstermesi beklenmektedir. Uzun vadeli talep projeksiyonlarında, petrol talebindeki artışın başlıca Hindistan, diğer Asya ülkeleri, Orta Doğu, Afrika ve Latin Amerika'dan kaynaklanması beklenmektedir. Bu bölgelerdeki talebin 2025-2050 yılları arasında 25,2 mv/g artması tahmin edilmektedir.

Küresel petrol talebinin sektörel dağılımına baktığımızda ise, karayolu taşımacılığı, havacılık ve petrokimya sektörlerinin taleplerinin 2050 yılına kadar sırasıyla 5,7 mv/g, 4,2 mv/g ve 4,6 mv/g artması beklenmektedir. Uzun vadede petrol talebinde sınırlı da olsa düşüş öngörülen tek alan ise elektrik üretimi olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere küresel araç filosunda beklenen artış, karayolu taşımacılığındaki talep büyümesinin başlıca sebebi olarak öne çıkmaktadır. 2025'te 1,75 milyar olan küresel araç sayısının, 2050 yılına kadar yaklaşık 3 milyara yükselmesi beklenmektedir. Bu dönemde en hızlı büyüme elektrikli araç (EV) segmentinde gerçekleşecek olsa da içten yanmalı motorlu araçların liderliğini koruyacağı öngörülmektedir. Yapılan tahminlere göre, 2050 yılında bile toplam filonun %73'ünün içten yanmalı araçlardan oluşacağı hesaplanmaktadır.

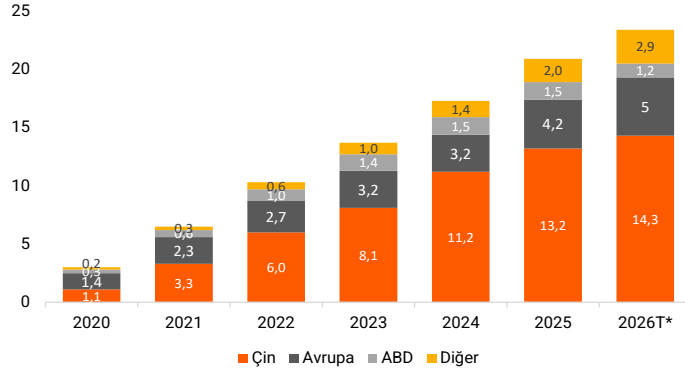
Grafik 6: OECD Dışı Sektör Bazlı Petrol Talebi Projeksiyonları (mv/g)



Kaynak: OPEC-World Oil Outlook 2050, VKY Araştırma ve Strateji

Motorlu taşıtlarda yaşanan elektrikli dönüşümün, uzun vadede petrol talebini baskılayabileceği tartışılmaktadır. Küresel elektrikli araçların satışlarında, çeşitli teşvik ve düzenlemelerin etkisiyle hızlı bir yükseliş gözlemlenmektedir. Uzun vadede elektrikli araç pazarında genişlemenin devam edeceği öngörülse de bu durumun orta vadede petrol talebinde keskin bir düşüş yaratması öngörülmektedir.

Grafik 7: Küresel Elektrikli Otomobil Satışları (mn)



Kaynak: IEA, VKY Araştırma ve Strateji

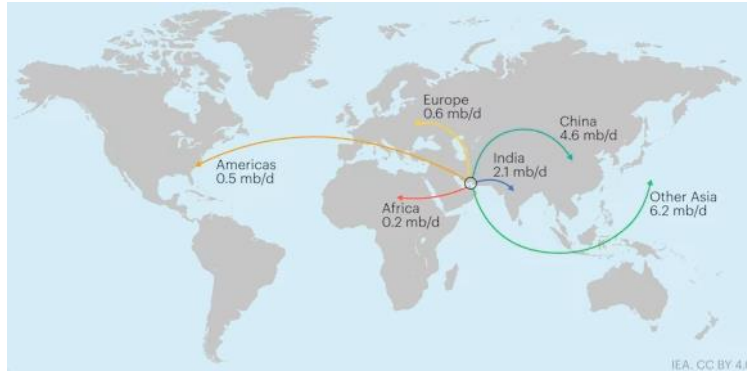
*2026 satışları, 2026 yılının ilk çeyreğine kadar olan piyasa trendlerine göre tahmin edilmektedir.

IEA tarafından yayımlanan istatistiklere göre, açık ara en büyük elektrikli otomotiv pazarı olarak konumlanan Çin'de, 2025 yılında satılan yeni otomobillerin yaklaşık %55'ini elektrikli araçlar oluşturdu. Bu dönemde gerçekleşen satışların büyük bölümünün, Nisan 2024'te uygulamaya konulan 20.000 Çin Yuanı değerindeki takas teşviki sayesinde gerçekleştiği ifade edildi. Avrupa pazarında ise, 2025 yılında satın alınan araçların %28'ini elektrikli otomobiller oluşturdu. 2025'te yürürlüğe giren ve 2021 seviyelerine kıyasla emisyonlarda %15'lik bir azalmayı hedefleyen AB CO2 standartları, Avrupa'daki elektrikli otomobil satışlarındaki büyümeyi destekleyen ana unsur oldu. ABD'de 2025 yılının başında elektrikli araçlara yönelik devlet desteğinin sona ermesi, yılın son çeyreğinde elektrikli araç satışlarında keskin bir düşüş yaşanmasına neden oldu. Bu dönemde ABD'de elektrikli araçların toplam satışlar içindeki payı %10 olarak açıklandı. Çin, Avrupa ve ABD dışındaki pazarlarda ise elektrikli araçların payındaki istikrarlı büyüme devam etti. Benzer şekilde, 2025 yılında Türkiye pazarında da belirgin yükseliş görüldü. Bu dönemde elektrikli otomobil satışları bir önceki yıla kıyasla iki katından fazla artış göstererek, toplam satışlar içindeki payını %20 seviyesine yükseltti. Söz konusu artışta ÖTV teşvikleri ve yerli elektrikli otomobil Togg'un satışlarındaki güçlü büyüme etkili oldu.

Hürmüz Boğazı'nın Kapatılması ve Petrol Piyasaları

Orta Doğu'da 28 Şubat 2026 tarihinde ABD/İsrail ve İran arasında başlayan savaş sebebiyle, küresel petrol ticaretinin en önemli arteri olan Hürmüz Boğazı'nın kapatılması ve enerji akışının engellenmesi, küresel petrol piyasası tarihindeki en büyük arz kesintisine yol açmıştır. 2025 yılında deniz yoluyla yapılan ham petrol ticaretinin yaklaşık %25'inin gerçekleştiği Hürmüz Boğazı'nın ikame edilmesi oldukça güç olduğundan, bölge rafineri sektörü açısından kritik önem taşımaktadır. Suudi Arabistan ve BAE'nin tahmini günlük 3,5-5,5 milyon varil kapasiteyle, Hürmüz Boğazı'nı devre dışı bırakacak şekilde akışı yeniden yönlendirebilecek operasyonel ham petrol boru hatları bulunsa da İran, Irak, Kuveyt, Katar ve Bahreyn de dahil olmak üzere birçok ülke petrol ihracatını sürdürebilmek için tamamen Hürmüz'e bağımlı durumdadır. Ayrıca, 2025 yılında boğazdan geçen petrol ticaretinin neredeyse %80'i doğrudan Asya pazarına yönelik gerçekleşmiştir. 2025 yılında Hürmüz Boğazı üzerinden yapılan ham petrol ihracatının varış noktalarına göre dağılımı aşağıdaki grafikte verilmiştir.

Grafik 8: Hürmüz Boğazı'ndan Geçen Ham Petrol Dağılımı (mv/g)

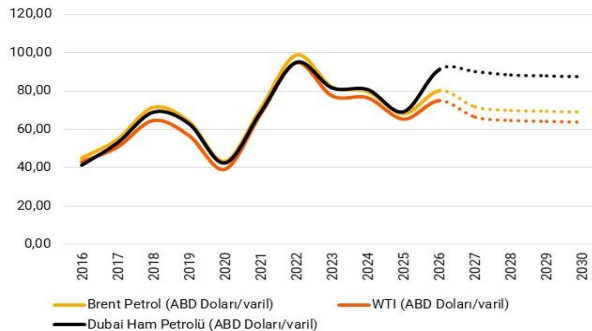


Kaynak: IEA

Orta Doğu'daki üreticiler bu süreçte ihracatlarının bir kısmını Hürmüz Boğazı dışındaki yükleme terminallerine yönlendirmeyi başarsa da diğer üreticiler petrol stoklarını devreye alarak arz kayıplarını telafi etmeye çalışmıştır. Dolayısıyla, küresel petrol stokları savaşın başlangıcından bu yana ortalama olarak günde 3,8 milyon varil azalmıştır. Sadece mayıs ayında 143 milyon varillik önemli bir düşüş yaşanırken, küresel petrol stokları rekor hızla tüketilmiştir.

Arz krizinin ardından nisan ayının sonlarına kadar hem brent petrol hem de doğalgaz fiyatlarında ciddi artışlar izlendi. Stokların stratejik kullanımı ve zayıf seyreden petrol talebi baskıyı azaltırken, ABD-İran arasında devam eden diplomatik süreçler brent petrol fiyatının mayıs-haziran aylarında oldukça dalgalı seyretnesine neden oldu. Haziran sonunda ise tarafların Hürmüz Boğazı konusunda bir mutabakata varması ve ABD'nin, İran'ın uluslararası piyasalarda petrol satışını sürdürmesine olanak tanıyan 60 günlük bir lisans yayımladığını açıklaması mart ayında 114 USD seviyelerine kadar yükselen brent petrolün 77 USD seviyesine gerilemesini sağladı. IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda yer alan projeksiyonlara göre, 2026'nın ilk yarısında yükseliş gösteren petrol fiyatlarının yılın ikinci yarısında düşüş göstermesi ve 2030 yılına kadar WTI ve brent petrolün 60-70 USD bandında seyretnesi beklenmektedir.

Grafik 9: Brent Petrol, WTI, Dubai Ham Petrolü Görünümü



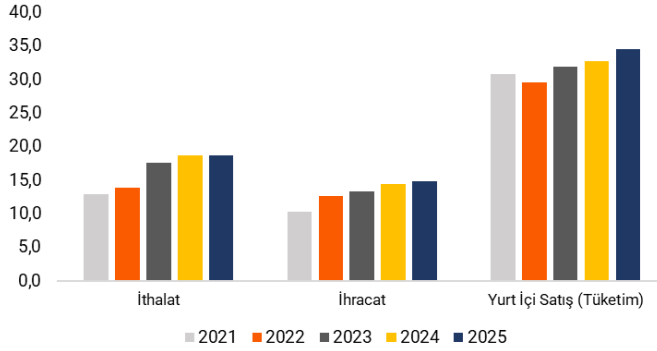
Kaynak: IMF, VKY Araştırma ve Strateji

Süreç boyunca yaşanan aksaklıklardan etkilenen petrol ve petrol ürünlerinin son kullanıcıları, fiyatların yükselmesiyle birlikte tüketimlerinde belirgin bir kısıtlamaya gitti. Hammadde bulunabilirliğinin riske girmesiyle en büyük kayıp petrokimya sektöründe yaşandı. Orta Doğu'da tırmanan jeopolitik risklerin havacılık faaliyetlerinde yarattığı durgunluk, bölgenin jet yakıtı ihracat hacmini aşağı çekse de jet yakıtı fiyatlarındaki önemli yükseliş, tedarikçiler üzerindeki baskıyı hafifletti.

Türkiye'de Rafineri Sektörü

Türkiye, sınırlı petrol rezervleri nedeniyle enerji ihtiyacının önemli bir bölümünü ithalat yoluyla karşılayan ülkeler arasında yer almaktadır. İthal edilen ham petrol; rafinerilerde işlenerek motorin, benzin, jet yakıtı ve denizcilik yakıtı gibi katma değerli ürünlere dönüştürülmektedir. Son yayımlanan EPDK verilerine göre, yurt içi satışlarda düşüş görülen 2022 yılında ithalattaki artış ivme kaybederken, ihracattaki büyüme hızı ivmelenmiştir. Rusya- Ukrayna Savaşı'nın başladığı 2022'de, küresel enerji piyasalarında yaşanan fiyat artışları ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yurt içi petrol ürünleri talebinde zayıflama görülmüş, yüksek enerji maliyetleri ise ithalatı sınırlandırmıştır. Buna karşılık, uluslararası piyasalarda artan talep ve yüksek rafineri marjları, Türkiye'nin petrol ürünleri ihracatını desteklemiş, böylece söz konusu dönemde yurt içi tüketim ve ithalat azalırken, ihracatta artış kaydedilmiştir. Türkiye petrol ürünleri ticaretinde, ithalat ve ihracat dengesini piyasa koşullarına göre optimize ederek enerji sektöründeki konumunu korumaya devam etmektedir.

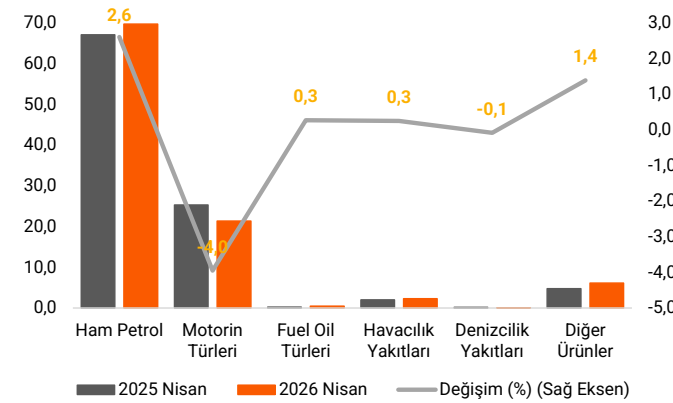
Grafik 10: Türkiye'de Petrol İthalat, İhracat ve Tüketimi (mn ton)



Kaynak: EPDK 2025 Petrol Piyasası Sektör Raporu, VKY Araştırma ve Strateji

Petroldeki ithalat bağımlılığı, Türkiye rafineri sektörünü küresel enerji piyasalarında yaşanan dalgalanmalar ve Ortadoğu kaynaklı jeopolitik gelişmelere karşı duyarlı hale getirmektedir. EPDK tarafından yayımlanan son verilere göre, Orta Doğu'daki savaşın etkilerinin görülmeye başladığı nisan ayı verileri ile geçen yılın aynı ayına ilişkin veriler Grafik11'de karşılaştırılmıştır:

Grafik 11: Türkiye'nin Petrol Ürünlerine Göre İthalat Payı (%)

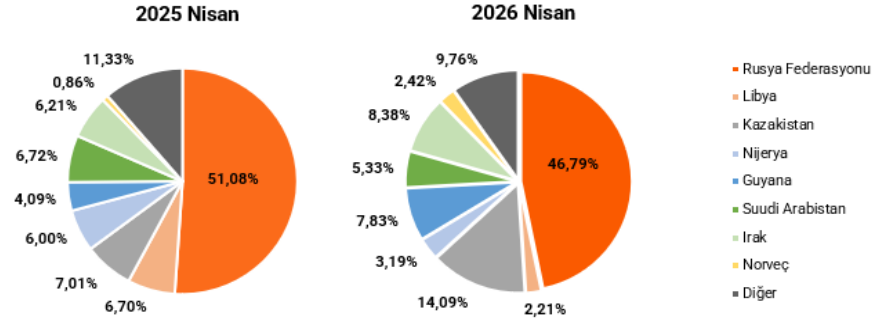


Kaynak: EPDK Nisan 2026 Petrol Piyasası Sektör Raporu, VKY Araştırma ve Strateji

02 Eylül 2026 Çarşamba

EPDK tarafından yayımlanan son verilere göre, Türkiye'nin ithal ettiği petrol ve petrol ürünlerini kategori bazında incelendiğinde, en yüksek payın ham petrolde olduğu ve bu kalemin geçen yılın aynı ayına göre yükseliş kaydettiği görülmektedir. Diğer taraftan, bir önceki yıla kıyasla düşüş gösterse de ham petrolün ardından ithalattaki en yüksek payın motorin ürünleri kategorisinde olduğu izlenmektedir. Ham petrol ürünlerinin toplam ithalat içindeki payının artması, ülkelerin savaş kaynaklı artan arz endişeleri nedeniyle daha fazla ham petrol ithalatına yöneldiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

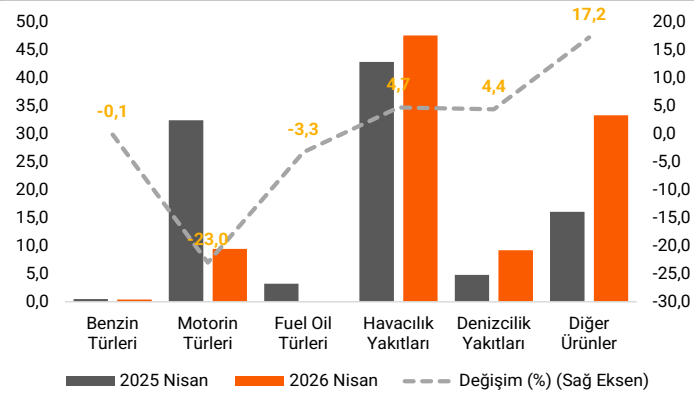
Grafik 12: Türkiye'nin Ülkelere Göre İthalat Payı (%)



Kaynak: EPDK Nisan 2026 Petrol Piyasası Sektör Raporu, VKY Araştırma ve Strateji

Petrol ithalatında Rusya ilk sırada yer alıyor - 2026 Nisan ayında Türkiye'nin petrol ve petrol ürünleri ithalatında Rusya %46,79 ile birinci sırada yer alırken, bunu Kazakistan ve Irak takip etmiştir. Geçen yılın aynı ayında ilk üçte yer alan ülkelere göre Suudi Arabistan'ın payında ise sınırlı daralma kaydedilmiştir. 28 Şubat 2026 tarihinde başlayan ABD, İsrail-İran Savaşı'nın ardından arz güvenliğine ilişkin endişelerin artış göstermeye başladığı 2026 Nisan döneminde Türkiye'nin petrol ve petrol ürünleri ithal ettiği ülkelerin dağılımını değiştirdiği gözlenmektedir. 2025 Nisan ayında %7,0 ve %0,9 olan Kazakistan ve Norveç'in ithalattaki paylarının sırasıyla %14,1 ve %2,4 seviyelerine yükseldiği görülmektedir.

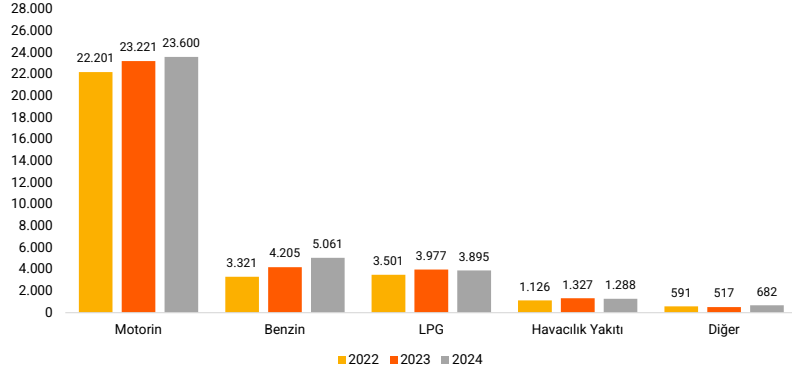
Grafik 13: Türkiye'nin Petrol Ürünlerine Göre İhracat Payı (%)



Kaynak: EPDK Nisan 2026 Petrol Piyasası Sektör Raporu, VKY Araştırma ve Strateji

Jeopolitik gerilim motorin ihracatına düşüş getirdi - Türkiye'nin petrol ürünleri ihracatı ürün bazında incelendiğinde ise, nisan ayında motorin ürünleri ihracatının bir önceki yılın aynı dönemine göre ciddi düşüş gösterdiği görülürken, havacılık ve denizcilik yakıtlarının ihracatında artış kaydedilmiştir. Motorin ihracatındaki düşüş, Orta Doğu'daki savaşın başlamasının ardından jeopolitik gerilimlerin etkisiyle yavaşlayan ticaret akışları ve ekonomik büyüme endişeleriyle zayıflayan sanayi talebinin sonucu olarak yorumlanabilir. Bununla birlikte, havacılık ve denizcilik yakıtlarının toplam petrol ürünleri ihracattaki payının artması Hürmüz Boğazı'nın kapanmasıyla yapılan rota değişiklikleri, transit yakıt ikmal talebinin yükselmesi ve rafineri ürün karmasının daha karlı segmentlere kaydırılmasıyla açıklanabilir.

Grafik 14: Türkiye'de Ulaştırma Sektörü Enerji Tüketimi (bin TEP)



Kaynak: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, VKY Araştırma ve Strateji

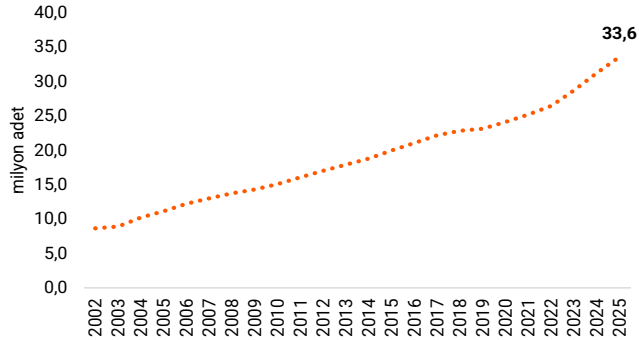
*Ton Eşdeğer Petrol (TEP), kömür, elektrik, doğalgaz ve petrol gibi farklı türlerdeki enerji kaynaklarının tek ve ortak bir ölçü biriminde toplanmasını sağlayan standart bir birimdir.

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre, yurt içinde ulaştırma sektörünün enerji tüketiminde ilk sırayı önemli bir farkla motorin alırken, onu sırasıyla benzin, LPG ve havacılık yakıtı takip etmektedir.

Tüpraş, Türkiye'de fosil yakıt tüketiminin 2035 yılında zirve noktasına ulaşacağını öngörürken, motorinin kısmen temiz hidrojen (H2) ile yer değiştireceğini ve mevcut yerli rafinaj kapasitesine olan ihtiyacın devam edeceğini beklemektedir. Hidrojenin, 2040 itibarıyla büyüme sürecine gireceği öngörülmektedir. Ayrıca şirket, 2040 yılından önce binek araç segmentinde elektrikli araçların öncü konumuna geleceğini tahmin etmektedir. Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı'nın ise (SAF) 2035 yılına kadar havacılık yakıtı talebinin yaklaşık %10'unu oluşturacağı öngörülmektedir.

Sektördeki kaçınılmaz dönüşümün gerisinde kalmamayı hedefleyen Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı doğrultusunda geleceğe yatırım yapmaktadır. Mevcut ürün portföyünün sağladığı finansal gücü sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF), biyoyakıtlar ve yeşil hidrojen altyapısına kaldıraç olarak kullanan şirket, yeni nesil enerji pazarında da liderliğini sürdürmeyi amaçlamaktadır.

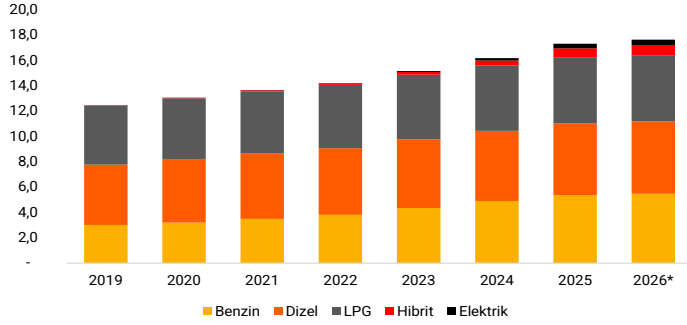
Grafik 15: Türkiye'de Yıllara Göre Motorlu Kara Taşıtları Sayısı



Kaynak: TÜİK, VKY Araştırma ve Strateji

2025 yıl sonu itibarıyla 33,6 mn seviyesine ulaşan motorlu kara taşıtları içinde en yüksek paya sahip otomobillerin yakıt cinsine göre dağılımı ise aşağıdaki grafikte yer almaktadır.

Grafik 16: Türkiye'ye Kayıtlı Otomobillerin Yakıt Cinsine Göre Dağılımı



Kaynak: TÜİK, VKY Araştırma ve Strateji

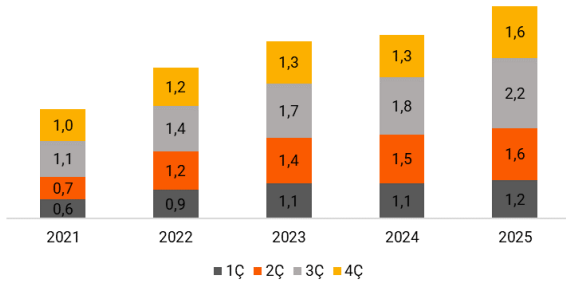
Motorin ve benzinli araç sayısındaki istikrarlı artışın yanı sıra, ÖTV teşvikleri ve yerli elektrikli otomobil Togg'un pazara girmesiyle ivme kazanan elektrikli araç sayıları da yükselişini sürdürmektedir. Diğer taraftan, Türkiye'de elektrikli araç talebinin büyümesini baskılayan birtakım yapısal zorluklar öne çıkmaktadır. Şehirler ve kırsal bölgelerde şarj altyapısının yeterince hızlı bir şekilde yaygınlaşmamış olması, dizel/benzinli araçlara kıyasla henüz belirgin bir satın alma avantajı sunamaması, tüketici alışkanlıkları, menzil kaygısı ve olgunlaşmamış ikinci el piyasası tüketici tercihlerinde kritik bir rol oynamaktadır. Mevcut veriler, ulaştırma sektöründeki elektrifikasyon dönüşümünün henüz başlangıç aşamasında olduğu dolayısıyla petrol ürünlerine yönelik yurt içi talebin orta vadede büyümeye devam edeceğini ortaya koymaktadır.

02 Eylül 2026 Çarşamba

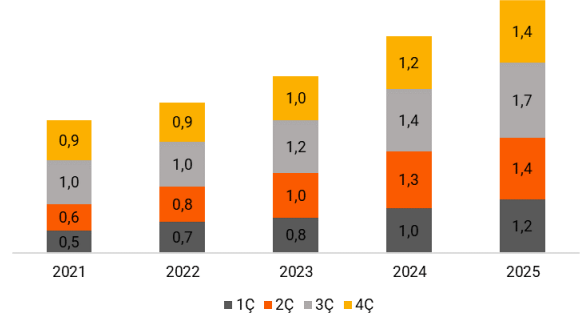
Türkiye’de Akaryakıt Piyasası

Yurt içinde akaryakıt talebi yükselişini sürdürmektedir. Benzin ve jet yakıtı tüketiminde 2021-2025 döneminde güçlü bir büyüme eğilimi gözlenmiştir. 2025 yılında benzinli araç kullanımının artmasına bağlı olarak benzin tüketimi yıllık bazda %16,4 yükselirken, turizm faaliyetleri ve hava yolu taşımacılığındaki canlılığın etkisiyle jet yakıtı talebi de %16,0 artış göstermiştir.

Grafik 17: Jet Yakıtı (mn ton)



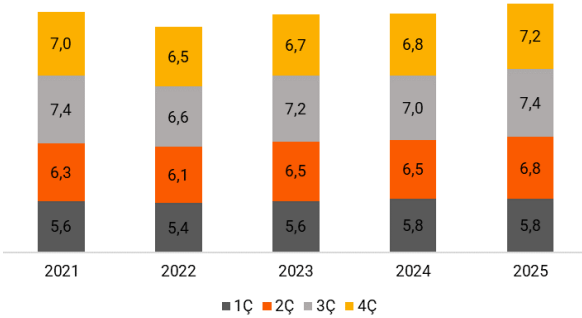
Grafik 18: Benzin (mn ton)



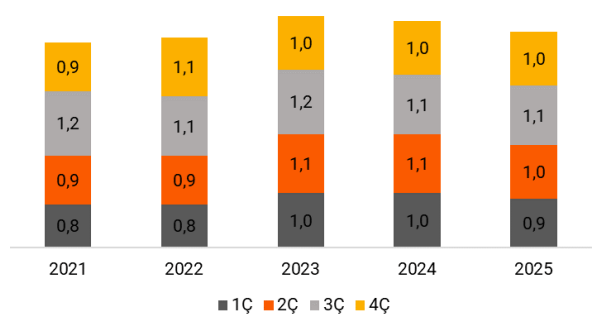
Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

Motorin ve LPG tüketimi ise aynı dönemde daha dalgalı bir seyir izlemiştir. 2025 yılında sanayi faaliyetleri ve yük taşımacılığındaki daha ılımlı büyümenin etkisiyle motorin tüketiminde yıllık %3,7 ile sınırlı bir artış kaydedilmiştir. Buna karşılık benzinli, hibrit ve elektrikli araçların yaygınlaşmasıyla otogaz kullanımının gerilemesi sonucu LPG tüketimi %4,7 düşüş göstermiştir.

Grafik 19: Motorin (mn ton)



Grafik 20: LPG (mn ton)



Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

2026 yılının ilk yarısında ise motorin tüketimi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %0,5 oranında azalarak 12,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşirken, aynı dönemde benzin tüketimi ise yıllık bazda %10 artış göstererek 2,9 milyon ton olmuştur.

Şirket Hakkında

Tüpraş, Türkiye'nin en büyük, Avrupa'nın yedinci, dünyanın ise otuz altıncı büyük rafineri şirketi konumundadır. Türkiye'nin toplam rafinaj kapasitesinin %70'ini ve depolama altyapısının %53'ünü yöneten Tüpraş, akaryakıt ürünleri pazarındaki %48'lik payıyla sektördeki stratejik liderliğini sürdürmektedir. Şirket, İzmir Rafinerisi (11,9 mn ton), İzmit Rafinerisi (11,3 mn ton), Kırıkkale Rafinerisi (5,4 mn ton) ve Batman Rafinerisi (1,4 mn ton) olmak üzere dört tesisiyle yıllık toplam 30 mn ton kurulu rafinaj kapasitesine ve 9,5 Nelson Kompleksitesi değerine sahiptir.

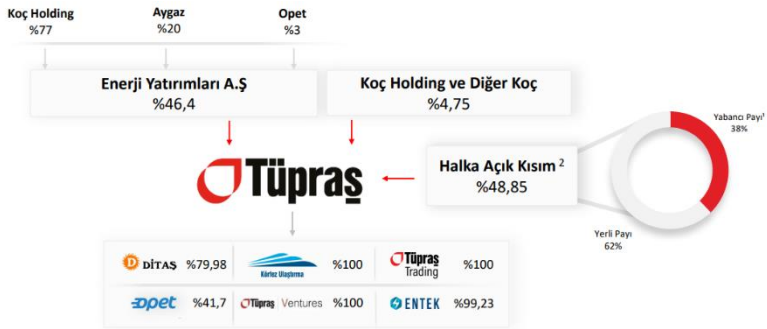
Tüpraş, bünyesindeki dört büyük rafineride gerçekleştirdiği ham petrol işlemenin yanı sıra, iştirakleri aracılığıyla rafine edilmiş petrol ürünleri üretim ve satışı, petrol ürünü perakende satışı, depolama ve uluslararası ticaret, deniz ve karayolu taşıma, elektrik üretim, enerji projelerine yönelik mühendislik ve danışmanlığa kadar uzanan geniş bir yelpazede faaliyet gösteren, tedarik zincirinin her halkasında yer alan tam entegre bir enerji şirketidir. Yüksek operasyonel esnekliği ve geniş ürün portföyü sayesinde jeopolitik risklerin yarattığı piyasa dalgalanmalarını fırsata dönüştürme kabiliyetine sahip şirket böylelikle küresel ölçekte güvenilir bir tedarikçi konumunu pekiştirmektedir.

Şirket hisseleri 1991 yılından beri Borsa İstanbul BIST'te işlem görmektedir. Güncel durumda Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören şirket hisseleri, BIST Banka Dışı Likit 10, BIST 30, BIST 50 ve BIST 100, BIST Sürdürülebilirlik, BIST Temettü ve BIST Kurumsal Yönetim endeksleri kapsamındadır.

1) Ortaklık Yapısı

- Tüpraş hisseleri 1991 yılından beri Borsa İstanbul BIST'te işlem görmektedir. Şirketin mevcut durumda halka açıklık oranı %48,85 seviyesindedir.
- Tüpraş'ın %46,4 hissesi Enerji Yatırımları A.Ş. 'ye ait olup, ana ortak Enerji Yatırımları A.Ş., Koç Holding A.Ş., Koç Ailesi ve bunlar tarafından sahip olunan şirketler tarafından kontrol edilmektedir. Şirketin çıkarılmış sermayesi tamamen ödenmiş olup 1.926.795.598 TL'dir.

Grafik 21: Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Sunumu

¹ 31 Aralık 2025 itibarı ile verimlidir.
² %1,11 oranında Liquid Petroleum Co. hisseleri de içermektedir.

2) Tarihçe

1955	Türkiye'nin ilk petrol rafinerisi olan Batman Rafinerisi faaliyete başladı.
1961	İzmit Rafinerisi devreye alındı.
1962	İzmir Rafinerisi devreye alındı.
1974	İPRAŞ ve üç rafineri Tüpraş çatısı altında toplandı.
1986	Kırıkkale Rafinerisi devreye alındı.
1991	Tüpraş'ın hissesinin %2,5'i halka arz edilerek İMKB'de işlem görmeye başladı.
1993	Kırıkkale Hydrocracker Tesisleri devreye alındı
1997	İzmit Hydrocracker ve CCR kompleksi açıldı.
1998	Otomatik Fiyatlandırma Mekanizması devreye alındı.
2000	Tüpraş'ın ikinci halka arzı ile şirket hisselerinin %34'ü işlem görmeye başladı.
2001	Petkim Yarımca Kompleksi devralındı.
2002	İzmit İzomerizasyon Ünitesi faaliyete başladı.
2003	Supply Option Study devreye alındı.
2004	Bütün rafinerilerinin kalite çevre sertifikasyonu tamamlandı.
2005	Tüpraş'ın halka açıklık payı %49 seviyesine yükseltildi.
2006	Koç Holding'e hisse devri gerçekleştirildi.
2007	İzmit Rafinerisi'nde CCR Reformer ve Dizel Kükürt Giderme Ünitesi devreye alındı.
2008	Kırıkkale Rafinerisi'nde Dizel Kükürt Giderme ve CCR Reformer Ünitesi'nin devreye alındı.
2009	İzmit Rafinerisi benzin spektlerini iyileştirme yatırımını uygulamaya aldı.
2010	Tüpraş'ın AR-GE Merkezi açıldı
2011	Fuel Oil Dönüşüm Tesisi kredi sözleşmesi imzalandı.
2012	700 milyon ABD dolarlık, 5,5 yıl vadeli yurt dışı tahvil satışı gerçekleştirildi.
2014	Ülkenin en büyük sanayi yatırımı Fuel Oil Dönüşüm Tesisi devreye alındı.
2015	T. Aylin Tankeri ilk seferini gerçekleştirdi.
2016	İzmit Rafinerisi'nde Plt-62 Gri Su Arıtma Tesisi devreye alındı.
2017	Tüpraş Körfez Ulaştırma A.Ş.'yi kurarak Türkiye'nin ilk özel demir yolu tren işletmecisi oldu.
2017	İzmir Rafinerisi'nin 7000 Ham Petrol Ünitesi Modernizasyon Projesi tamamlandı.
2018	Londra'da Ticaret Ofisi kuruldu.
2021	Stratejik Dönüşüm Planı kamuoyu ile paylaşıldı.

Kaynak: Şirket Sunumu

3) Faaliyetleri Hakkında Bilgi

Grafik 22: Tesisler



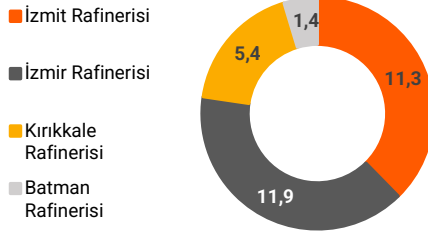
Kaynak: Şirket Sunumu

Türkiye'nin toplam rafinaj kapasitesinin %70'ini oluşturan Tüpraş, dört rafinerisiyle yıllık 30 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahiptir. Şirketin, bir birim ham petrolden ne kadar yüksek katma değerli ürün üretilbildiğini gösteren ve küresel bir başarı göstergesi olan Nelson Kompleksite Endeksi ise 9,5 seviyesindedir.

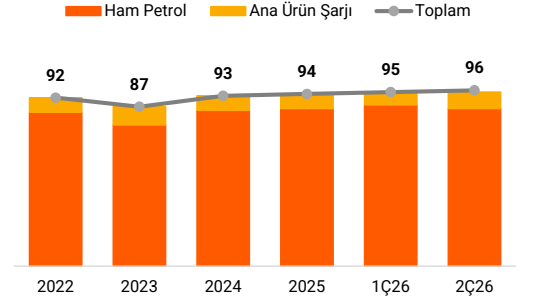
- İzmit Rafinerisi:** 1961 yılından bu yana faaliyet gösteren rafinerinin tasarım kapasitesi 2019 yılında 11,3 milyon ton/yıl'a ulaşmıştır. 2014 yılında devreye alınan Fuel Oil Dönüşüm tesisi ile, rafineride 4,2 milyon ton ağır siyah ürün, büyük bölümü motorin olmak üzere benzin ve LPG gibi yaklaşık 3,5 milyon ton daha değerli ve çevreci beyaz ürüne dönüştürülmektedir. Bu tesis ile birlikte İzmit Rafinerisi, 14,5'lik Nelson Kompleksite Endeksi ile dünyanın dönüşüm oranı en yüksek rafinerilerinden biri olarak faaliyet göstermektedir. 2025 yılında rafineride şarja verilen ham petrol ve yarı mamul toplamı 13,3 milyon ton olarak gerçekleşirken, nihai petrol ürünü üretimi 12,5 milyon ton olmuştur.
- İzmir Rafinerisi:** 1972 yılında devreye alınan, 11,9 milyon ton/yıl ham petrol işleme kapasitesine sahip İzmir Rafinerisi'nin olan Nelson Kompleksite Endeksi 7,66 seviyesindedir. Türkiye'nin 400 bin ton/yıl kapasiteli tek makine yağı üretim kompleksi ile alanında lider konumdadır. 2025 yılında rafineride ham petrol ve yarı mamuller dâhil toplam 10,7 milyon ton şarja verilirken, %90 kapasite kullanımıyla 10,4 milyon ton petrol ürünü üretilmiştir.
- Kırıkkale Rafinerisi:** İç Anadolu, Doğu Akdeniz ve Doğu Karadeniz bölgelerinin petrol ürünü talebini karşılamak amacıyla 1986 yılında kurulan Kırıkkale Rafinerisi, Hydrocracker, İzomerizasyon, Dizel Kükürt Giderme ve CCR Reformer üniteleriyle Akdeniz standartlarına göre orta düzeyde kompleksiteye sahip bir tesis niteliğindedir. Türkiye'nin en yüksek kara tankeri dolum kapasitesine sahip rafinerinin Nelson Kompleksite Endeksi 6,32 seviyesindedir. 2025'te rafineride ham petrol ve yarı mamul dâhil toplam 4,7 milyon ton şarja verilmiş; %87,6 kapasite kullanımıyla 4,5 milyon ton petrol ürünü üretilmiştir.
- Batman Rafinerisi:** Türkiye'de kurulan ilk rafineri olan Batman Rafinerisi, 2019 yılında tamamlanan yatırımlar ile kapasitesini 1,4 milyon tona yükselmiştir. 2025 yılında rafineride 711 bin ton ham petrol işlenmiş, 690 bin ton ürün satışı gerçekleştirilmiştir. Nelson Kompleksite Endeksi ise 1,83 seviyesindedir.

02 Eylül 2026 Çarşamba

Grafik 23: Rafinaj Kapasitesinin Dağılımı (mn ton)



Grafik 24: Kapasite Kullanımı (%)

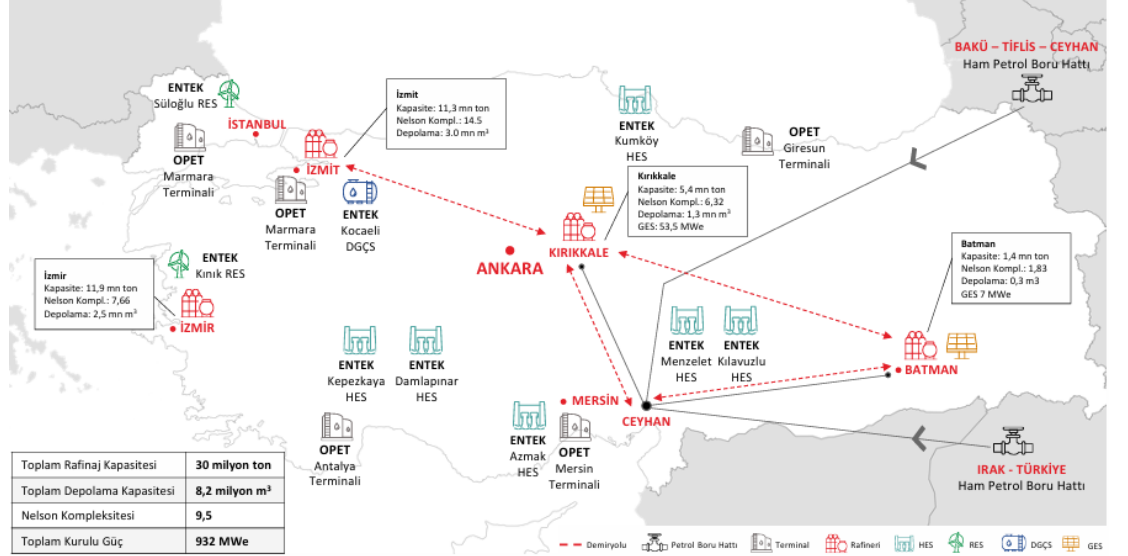


Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

2025 yılında 26,8 milyon ton üretim gerçekleştiren Tüpraş'ın bu dönemde kapasite kullanım oranı %93,6 oldu. Şirket'in üretim hacmi 2024 yılında da benzer seviyelerde gerçekleşmişti.

4) Rafineriler, Santraller ve Dağıtım Ağı

Grafik 25: Entegre Operasyon Ağı

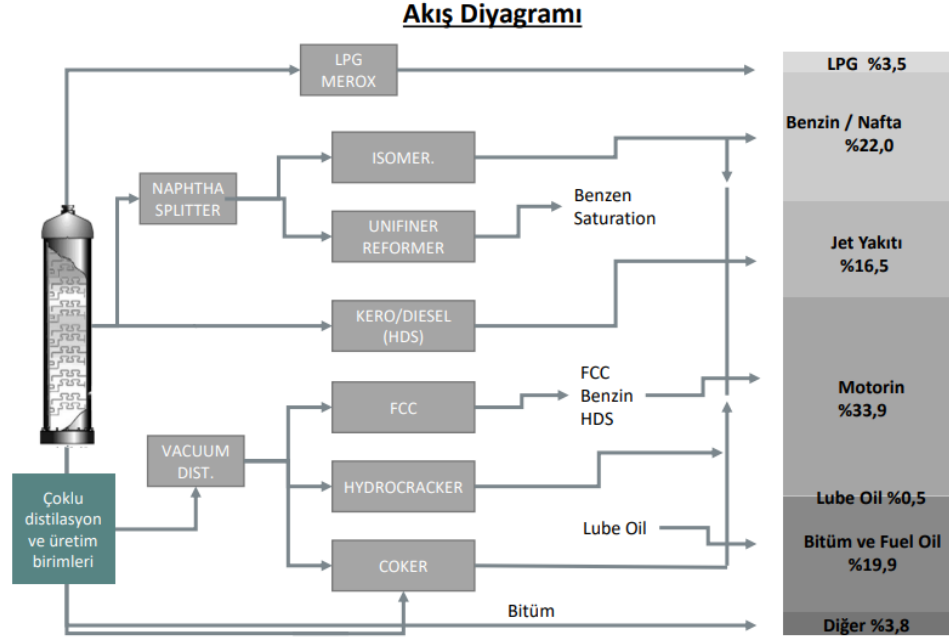


Kaynak: Şirket Sunumu

Tüpraş, Türkiye genelinde entegre operasyon ağı ile faaliyet göstermektedir. İzmit, İzmir, Kırıkkale ve Batman rafinerileri ile bunları destekleyen enerji üretim tesisleri, depolama altyapısı, deniz terminalleri ve dağıtım bağlantıları birlikte sunularak şirketin ham petrol tedarikinden rafinaj süreçlerine ve nihai ürünlerin ülke çapında dağıtımına kadar uzanan güçlü lojistik ve operasyonel altyapısı yukarıdaki görselde özetlenmiştir.

5) Ürün Akışı ve Verim Kırılımı

Grafik 26: Akış Diyagramı



Kaynak: Şirket Sunumu

Yukarıdaki diyagram, ham petrolün tesise girişinden nihai ürün sevkiyatına kadar olan dikey entegrasyon sürecini göstermektedir. Süreç, ham petrolün fiziksel bileşenlerine ayrıldığı Atmosferik ve Vakum Damıtma (distilasyon) aşamalarıyla başlamaktadır. Ayrışan ara ürünler; kükürt giderme (HDS, Merox) ünitelerinde saflaştırılmakta ve Reformer/İzomerizasyon süreçleriyle de oktan kalitesi artırılmaktadır. Şemanın merkezinde yer alan yüksek teknolojlili dönüşüm üniteleri (FCC, Hidrokraker ve Koker) ise düşük değerli ağır siyah ürünleri termal ve katalitik yöntemlerle parçalayarak, pazar değeri ve kar marjı yüksek olan beyaz ürünlere (motorin, benzin, jet yakıtı) dönüştürmekte ve rafinaj verimliliğini maksimum seviyeye çıkarmaktadır.

6) İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar



- Tüpraş'ın %100 bağlı ortaklığı olan Londra merkezli Tüpraş Trading Ltd, şirketin dış ticaret operasyonlarını desteklemenin yanı sıra ikmal ve satış zinciri süreçlerinde yarattığı verimlilikle stratejik bir katma değer sağlamaktadır.



- Tüpraş'ın %41,67 ortaklığı bulunan şirket, Türkiye genelindeki 2.003 istasyonu ve 1,1 mn m³ depolama kapasitesine sahip beş terminaliyle, geniş bir hizmet ağı üzerinden müşterilerine yüksek kaliteli ürün ve hizmet sunmaktadır.



- Tüpraş'ın %79,98 ortaklığı bulunan Türkiye'nin en büyük akaryakıt ürün taşıma filosuna sahip şirket, 18 tanker ve yaklaşık 827 bin DWT'luk taşıma kapasitesine sahiptir.



- Tüpraş, Türkiye'nin ilk özel demiryolu işletmecisi olan Körfez Ulaştırma A.Ş.'nin %100 hissesine sahiptir. Şirket, 9'u çift yakıtlı (hibrit) olmak üzere toplam 14 adet lokomotif ve 499 akaryakıt ve platform vagonu ile seferlerini sürdürürken, genişleyen filosu sayesinde Tüpraş'a lojistik alanda operasyonel avantaj sağlamaktadır.



- Tüpraş'ın %99,23 hissesine sahip olduğu Entek, toplam 490 MWe kurulu güce sahip sahiptir. Ön lisans/lisans tadili tamamlanan ve geliştirme süreci devam eden toplam 718,3 MWe kapasiteye ulaşacak projeler ile 178 MWe kapasiteli Romanya'da lisanslı GES projesini hayata geçirerek sıfır karbonlu elektrik üretim kapasitesini artırmayı ve portföyünü çeşitlendirmeyi amaçlamaktadır.



- Tüpraş'ın açık inovasyon çalışmalarını ileri taşıyarak, startüplara doğrudan yatırım yapılması için kurulan Tüpraş Ventures'ın %100 hissesine sahip olduğu şirkettir. Yeşil hidrojen, robotik, termal enerji depolama, karbon tutma, sürdürülebilir havacılık yakıtı ve ileri membran teknolojileri alanlarında toplam 7 teknoloji girişimine doğrudan yatırım yapılırken, ABD ve Avrupa'daki yeni teknoloji şirketlerine yatırım yapan iki girişim sermayesi fonu ile iş birliği sağlanmıştır. 2025 yılında 50 girişime dolaylı yatırım gerçekleştirilmiştir.

7) Stratejik Dönüşüm Planı

İklim kriziyle mücadele ve düşük karbon ekonomisine geçiş yolculuğu vizyonu çerçevesinde Tüpraş, geleceğin enerjisini üretme hedefiyle oluşturduğu Stratejik Dönüşüm Planı'nı 2021 yılında açıklamıştır. Böylelikle şirket, mevcut rafinaj faaliyetlerini sürdürülebilir karlılıkla yürütmeyi, sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF), yeşil hidrojen ve sıfır karbonlu elektrik gibi düşük karbonlu enerji alanlarına yatırım yaparak Türkiye'nin enerji dönüşümüne öncülük eden, emisyonlarını azaltan, çeşitlendirilmiş temiz enerji portföyüne sahip karbon nötr bir enerji şirketine dönüşmeyi hedeflemektedir.

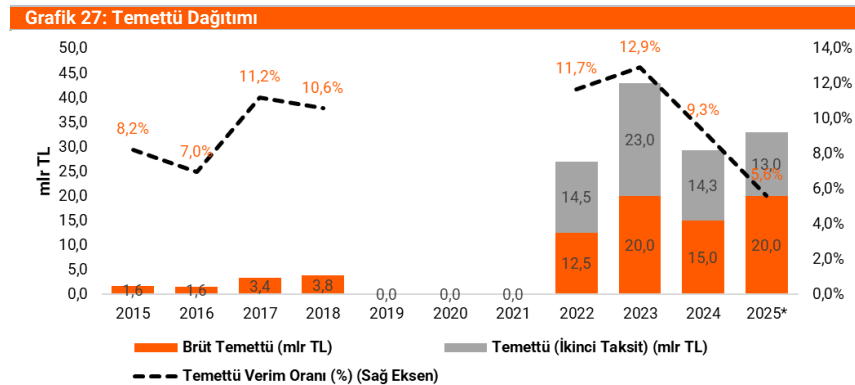
Stratejik Dönüşüm Planı sonrasında yaşanan Rusya-Ukrayna Savaşı gibi jeopolitik gerilimler ve ekonomik belirsizlikler enerji sektöründe dalgalanmalara neden olmuştur. Bununla birlikte, elektrikli araç yatırımlarının ertelenmesi ve yaptırımların etkisiyle enerji dönüşümünün hızı yavaşlamıştır. Böylece, Paris Anlaşması ile öne çıkan sürdürülebilirlik yaklaşımının yerini son yıllarda enerji güvenliği önceliği almıştır. Küresel enerji piyasalarında artan belirsizlikler, jeopolitik riskler ve dönüşüm sürecindeki yavaşlama nedeniyle Tüpraş, değişen koşullara daha hızlı uyum sağlayabilmek amacıyla enerji dönüşümü stratejisini yeniden değerlendirmiş ve Stratejik Dönüşüm Planı'nı Nisan 2025'te güncellemiştir.

Stratejik Dönüşüm Planı (SDP) kapsamında Tüpraş; üretim faaliyetlerinden kaynaklanan Kapsam 1 ve Kapsam 2 emisyonlarını 2017 baz yılına göre 2030 yılında %20, devam eden yatırımlarla 2035 yılında %25 oranında azaltmayı, 2050 itibarıyla karbon nötr bir enerji şirketi olmayı hedeflemektedir. Ayrıca Şirket, SDP çerçevesinde %80 temettü dağıtım politikasını sürdürmeyi, Net Borç/FAVÖK rasyosunu 2,0x'in altında, Yatırım Harcamaları/FAVÖK rasyosunu 0,5x'in altında tutmayı hedeflemektedir. Bununla birlikte, 2025-2035 yılları arasında toplam 6 milyar dolar temettü dağıtımı öngörülmektedir.

8) Temettü Ödemesi

Şirket, kâr dağıtım politikası, uzun vadeli şirket stratejileri, yatırım ve finansman politikaları ile kârlılık ve nakit durumunu dikkate alarak; 2025 yılında nisan ve ekim aylarında olmak üzere toplamda 29,3 milyar TL temettü dağıtımı gerçekleştirmiştir. 2026 yılında ilk kâr payı ödemesini 16 Mart tarihinde hisse başı net 8,82 TL olarak gerçekleştiren Tüpraş, ikinci taksit ödemesini hisse başına net 5,7 TL olarak 30 Eylül 2026 tarihinde yapmayı planlamaktadır.

Tüpraş, rafinaj faaliyetlerinden elde edilen kaynakların büyük bir kısmını yeni yatırım alanlarına yönlendirirken, geçmişten bu yana sürdürdüğü yaklaşık %80 oranındaki temettü dağıtım politikasını korumayı hedeflemektedir. Yüksek temettü dağıtım potansiyeli ise paydaş güvenini güçlendirmektedir. Stratejik Dönüşüm Planı kapsamında hedeflenen %80'lik temettü dağıtım politikasıyla uyumlu olarak, 2025-2035 yılları arasında 6 milyar dolar temettü dağıtımı öngörülmektedir.



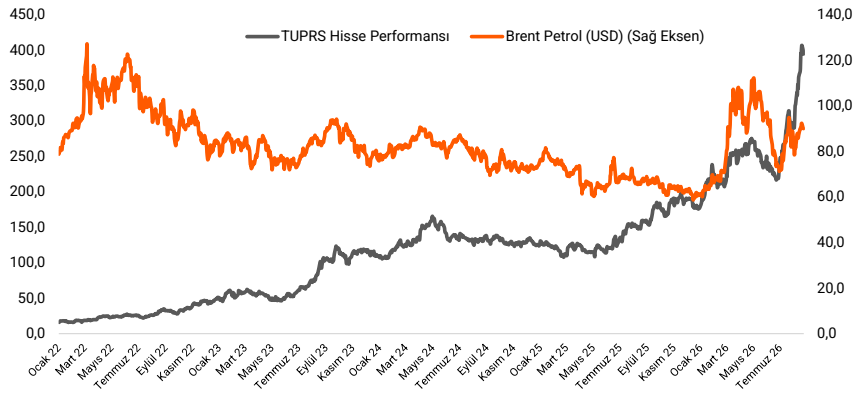
*2025 yılı hesap dönemine ilişkin temettü ödemesinin ikinci taksidi 30 Eylül 2026 tarihinde ödenecek olup, temettü verim oranı toplam ödenecek olan tutar üzerinden hesaplanmıştır.

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Tüpraş- Brent Petrol İlişkisi

Tüpraş paylarının brent petrol fiyatlarındaki yükselişlere dinamik ve yukarı yönlü tepki vermesi, buna karşın düşüş eğilimlerinde daha dirençli bir duruş sergilemesi, emtia piyasalarındaki "roket ve tüy" olgusuyla açıklanabilir. Bu teori; jeopolitik riskler, savaş veya kriz anlarında uluslararası petrol fiyatlarındaki artışların rafinaj ürünlerine hızla (roket hızıyla) yansıtılmasını, ham petroldeki olası düşüşlerin ise nihai ürün fiyatlarına çok daha yavaş ve kademeli (tüy hafifliğinde süzülerek) yansımalarını ifade etmektedir. Bu doğrultuda; ABD, İsrail ve İran Savaşı'nın bitmesi ve Hürmüz Boğazı'ndaki lojistik akışın tamamen normale dönmelerinin ardından brent petrol fiyatlarında yaşanabilecek normalleşme, ürün fiyatlarına anında yansımayacaktır. Dolayısıyla Tüpraş, yüksek ürün marjlarını bir süre daha koruyabilecektir.

Grafik 28: Tüpraş Hisse Performansı ve Brent Petrol Görünümü



Kaynak: Matriks, VKY Araştırma ve Strateji

Bunun yanı sıra; şirketin ham madde tedarik maliyetleri ile nihai ürün satış fiyatları eş zamanlı olarak brent petrol fiyatlarından etkilendiğinden, fiyat dalgalanmaları gelir ve gider kalemlerini aynı yönde etkileyerek doğal bir finansal risk koruması yaratmaktadır. Dolayısıyla Şirket'in kârlılığını doğrudan brent petrolün nominal seviyesi değil, ham petrol ile ürün fiyatları arasındaki makası ifade eden rafineri marjları belirlemektedir.

Şirket, ham petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların yanı sıra ürün kâr marjlarındaki (crack) oynaklığın finansal etkilerini yönetebilmek amacıyla piyasa beklentileri ve öngörülen satış hacimleri dikkate alarak finansal korunma (hedging) politikaları uygulamaktadır. Bu çerçevede, ürün marjları ve ham petrol çeşitli türev enstrümanları kullanılarak hedge edilmektedir. Şirket optimum stok politikası ve ileri vadeli fiyatlama mekanizması ile operasyonel hedge uygularken, alımlardaki fiyatlandırma periyodu ile satışları eşleştiren kargo bazlı hedging yaparak finansal hedge uygulamaktadır. Ürün marjları tarafında ise, %0-%50 arasında değişen hedge oranı ile 1 yıla kadar vadeli hedge işlemleri gerçekleştirilmektedir.

Yatırım Teması

- **Etkin Rafinaj Operasyonları ve Yüksek Kompleksite-** Yüksek kapasite kullanım oranı ve 9,5 seviyesindeki Nelson Kompleksite Endeksi, şirketin yüksek katma değerli ürün üretme kabiliyetini ve operasyonel esnekliğini desteklemektedir. Yüksek kompleksite seviyesi, daha düşük değerli ham petrol ürünlerini yüksek marjlı ürünlere dönüştürme kabiliyeti sağlarken, değişen ürün marjları ve ham petrol fiyatlamalarına karşı Tüpraş'ın rekabetçi konumunu güçlendirmektedir.
- **Enerji Dönüşümünde Stratejik Konumlanma-** Tüpraş'ın geleneksel rafinaj faaliyetlerinden düşük karbonlu enerji çözümlerine geçişi, şirketin uzun vadeli stratejisinin temel unsurlarından biri olarak öne çıkmaktadır. Sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF), biyoyakıt ve yenilenebilir enerji alanlarındaki yatırımlar, Tüpraş'ın enerji dönüşümüne adaptasyonunu desteklerken, şirketin önümüzdeki dönemde yeni büyüme alanları oluşturmaya ve faaliyet portföyünü çeşitlendirmesine katkı sağlamaktadır.
- **Güçlü Bilanço, Nakit Akışı ve Temettü Potansiyeli-** Tüpraş'ın güçlü nakit yaratma kapasitesi ve net nakit pozisyonu, şirketin bilanço esnekliğini ve finansal dayanıklılığını desteklemektedir. Yüksek operasyonel nakit üretimi sayesinde yatırım ve işletme sermayesi ihtiyaçlarını güçlü ölçüde iç kaynaklarıyla karşılayabilen şirket, aynı zamanda yüksek ve sürdürülebilir temettü kapasitesi ile hissedar getirisi açısından da öne çıkmaktadır.
- **Ölçek Avantajı ve Entegre Operasyon Yapısı-** Tüpraş, Türkiye'nin rafinaj kapasitesinin büyük bölümünü kontrol etmesi sayesinde güçlü ölçek ekonomilerinden yararlanmaktadır. Ham petrol tedarikinden rafinaj, depolama ve dağıtımına uzanan entegre yapısı, tedarik zincirinde maliyet ve operasyonel verimlilik avantajı sağlarken, geniş lojistik ağı ürünlerin pazara etkin şekilde ulaştırılmasını desteklemektedir. Bu güçlü ölçek ve entegrasyonun, Tüpraş'ın rekabet gücünü ve operasyonel karlılığını desteklemektedir.
- **Ham Petrol Tedarikinde Coğrafi Esneklik-** Tüpraş'ın farklı coğrafyalardan ham petrol tedarik edebilmesi ve rafinerilerinin farklı ham petrol türlerini işleyebilmesi, şirkete fiyat ve arz koşullarına göre tedarik kaynaklarını optimize etme esnekliği sağlamaktadır. Bu yapı, hammadde maliyetlerini kontrol ederken karlılığın ve arz güvenliğinin desteklenmesine katkı sunmaktadır.
- **Jeopolitik Risk Primi ile Desteklenen Marj Görünümü-** Orta Doğu'da tansiyonun düşmesi ve Hürmüz Boğazı'nın yeniden tam kapasiteyle açılması sonrasında bölgedeki enerji arzının kademeli olarak normalleşmesi beklenirken, çatışmalar nedeniyle devre dışı kalan rafinaj kapasitesinin ne zaman tamamen geri döneceği belirsizliğini korumaktadır. Normalleşme sürecinin zaman alabileceği ve enerji arz güvenliğine ilişkin endişelerin devam edebileceği değerlendirildiğinde, ürün marjları üzerinde bir süre daha jeopolitik risk primi oluşması beklenmektedir. Bu nedenle, arz koşullarının normalleşmesiyle marjlarda bir miktar geri çekilme yaşansa bile ürün marjlarının kriz öncesi seviyelerin üzerinde dengelenme potansiyeli, Tüpraş'ın orta vadeli karlılık görünümünü destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- **Küresel Arz Kısıtları ve Yapısal Yüksek Marj Dönemi-** Küresel ölçekte yeni rafinaj kapasitesi yatırımlarının sınırlı kalması ve özellikle Batı ülkelerinde sıkılaşan çevre regülasyonları nedeniyle eski rafinerilerin devre dışı bırakılması, önümüzdeki dönemde küresel rafineri kapasitesinin daralmasına zemin hazırlamaktadır. Arz tarafındaki bu yapısal kısıtların, ürün arz-talep dengesini destekleyerek Akdeniz rafineri marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmesine katkı sağlaması beklenmektedir. Tüpraş'ın yüksek kapasite ve kompleksiteye sahip rafineri altyapısı sayesinde bu olumlu marj ortamından güçlü şekilde faydalanması, şirketin orta vadeli karlılık ve nakit akışı görünümünü desteklemektedir.
- **EV Dönüşümüne Karşı Ürün Miksinden Kaynaklanan Koruma-** Elektrikli araçların (EV) yaygınlaşması, orta ve uzun vadede binek araçlarda benzin talebini baskılayabilecek önemli bir yapısal risk oluştursa da ticari taşımacılıkta kullanılan motorin ve havacılık sektörünün jet

yakıtına olan yüksek bağımlılığı, rafinaj ürünleri talebinin önemli bir bölümünü desteklemeye devam etmektedir. Tüpraş'ın ürün portföyünde motorin ve jet yakıtının yüksek paya sahip olması, şirketin benzin talebindeki olası gerilemeye karşı görece dirençli bir konumda bulunmasını sağlamaktadır. Bu ürün yapısı, EV dönüşümünün benzin talebi ve rafinaj marjları üzerindeki olası olumsuz etkisini sınırlayarak, Tüpraş'ın orta ve uzun vadeli finansal performansını desteklemektedir.

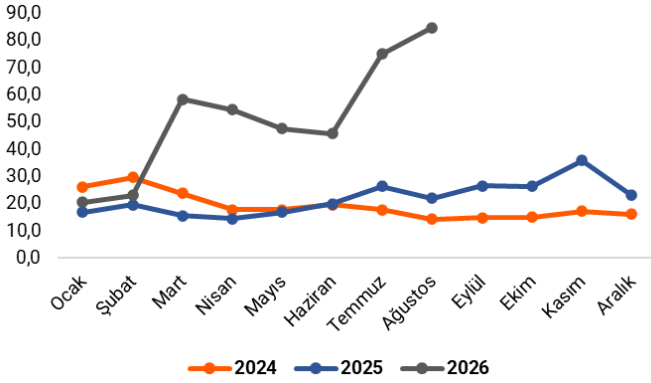
Riskler

- Tüpraş faaliyetlerinden kaynaklı kur riskine maruz kalmaktadır. Döviz kuru değişimlerinin ürün fiyatlarına yansımalarıyla doğal hedge etkisinden faydalanan şirket, yabancı para borçlarının gelecekteki ihracat gelirleriyle dengelemeye çalışmaktadır.
- Şirket, faaliyetleri gereği yüksek hacimli ham petrol ve ürün stoku bulundurduğundan, emtia fiyat dalgalanmalarına bağlı stok değer kaybı riskine açıktır. Şirket bu riske karşı emtia hedge politikası sürdürmektedir.
- Şirketin faaliyetlerinden kaynaklanan çevresel riskler doğrultusunda yürürlüğe girebilecek ulusal veya uluslararası mevzuat değişiklikleri, yasal kısıtlamalar ve önlemler operasyonlar için risk teşkil etmektedir. Ayrıca, düşük karbonlu ekonomiye geçiş sürecinin beklenenden hızlı gerçekleşmesi, Tüpraş ürünlerine olan talebi azaltma potansiyeline sahiptir.
- Tüpraş'ın ham petrol, yarı mamul, ürün ve malzeme tedarik zincirinde aksamalara yol açabilecek jeopolitik gelişmeler, operasyonel sürekliliğin korunması açısından kritik bir risk unsurudur.
- Finans kuruluşlarının fosil yakıt sektörüne karşı hassasiyetinin artması ve sürdürülebilirlik odaklı yaklaşımları, şirketin borçlanma maliyetlerini artırabileceği gibi fonlama riskini de beraberinde getirmektedir.
- Savaşın ardından İran ham petrolünün küresel piyasalara, özellikle Çin'e yönelik akışının artması, rafineri marjları açısından arz taraflı bir risk oluşturabilir. İran petrolünün yeniden ve daha yüksek hacimlerle piyasaya dönmesi, Çin rafinerilerinin görece düşük maliyetli ham petrole erişimini artırarak ürün ihracatındaki rekabetçiliğini güçlendirebilir. Çin'in yüksek rafinaj kapasitesi ve ihracat kabiliyeti sayesinde küresel ürün piyasasına daha fazla ürün sunması, ürün fiyatları ve rafineri marjları üzerinde aşağı yönlü baskı yaratma potansiyeli taşımaktadır. Bu durum, Akdeniz rafineri marjlarının zayıflaması halinde Tüpraş'ın karlılık ve nakit akışı görünümü açısından aşağı yönlü risklerden biri olarak öne çıkmaktadır.

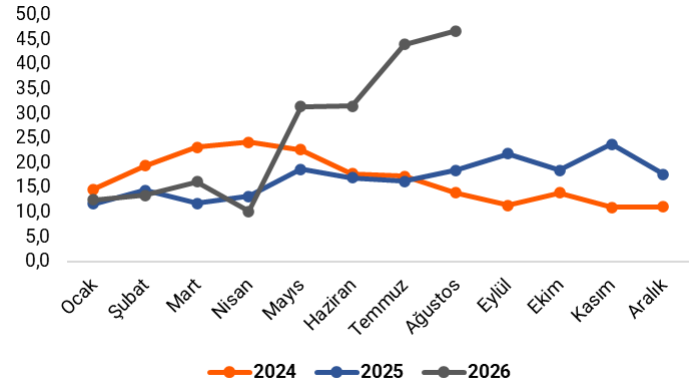
02 Eylül 2026 Çarşamba

Ürün Marjlarının Görünümü

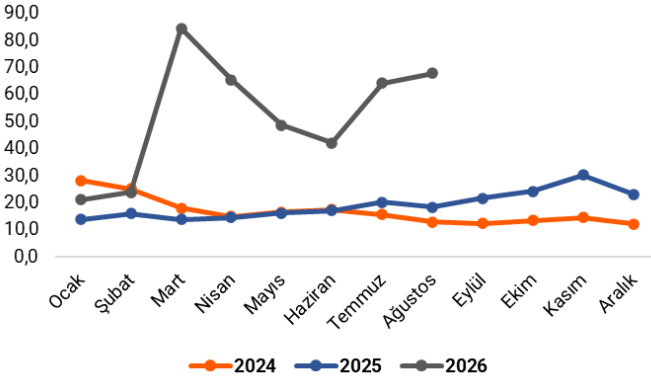
Grafik 29: Motorin (\$/v)



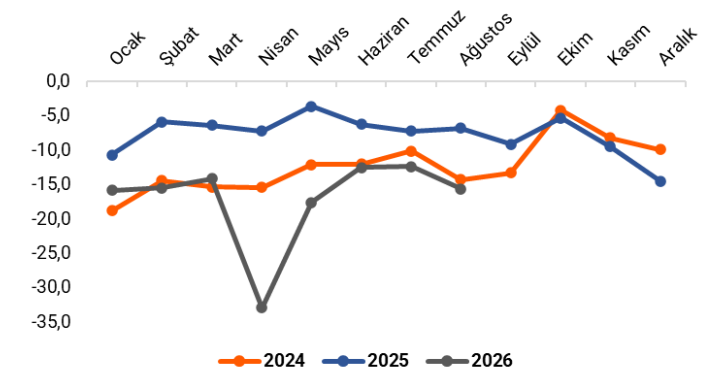
Grafik 30: Benzin (\$/v)



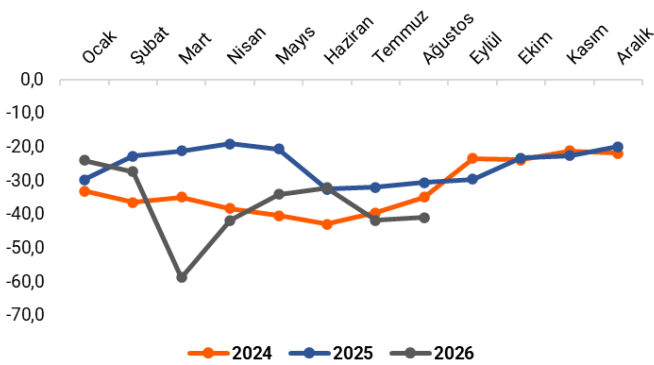
Grafik 31: Jet Yakıtı (\$/v)



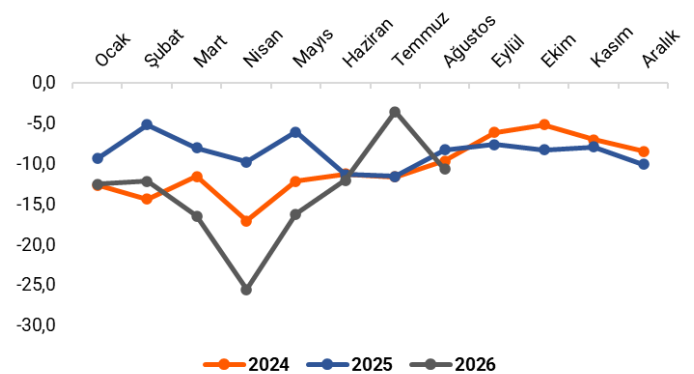
Grafik 32: Yüksek Kükürtlü Fuel Oil (\$/v)



Grafik 33: LPG (\$/v)



Grafik 34: Nafta (\$/v)



Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

Finansal Analiz

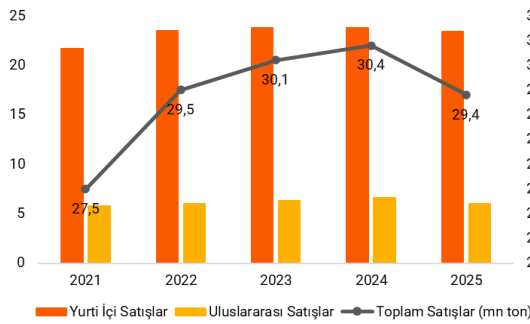
1. Satış Performansı

Şirket, 2025 yılında %93,6 kapasite kullanım oranıyla 26,8 milyon ton üretim gerçekleştirdi. Aynı dönemde toplam satış hacmi 29,4 milyon tona ulaşırken, bunun 23,4 milyon tonunu yurt içi satışlar oluşturdu. Böylece 2025 yılının tamamında şirket yıllık bazda %21,7 düşüşle 19,4 mlr USD ciro elde etti. 2026 yılının ilk altı ayında ise şirketin satış gelirleri, bir önceki yılın aynı dönemine göre %42,8 artış göstererek 14,2 mlr USD seviyesinde kaydedildi.

Ana ürünlerin yurt içi satış performansı incelendiğinde, motorin lider konumunu korurken, benzin satışlarındaki güçlü büyüme öne çıkmaktadır. Geçmiş dönemlerde net ihracatçı (long) konumunda bulunan benzin piyasası, yurt içi talepteki güçlü artışın etkisiyle başa baş seviyesine yaklaşmıştır. Bu gelişmede, benzin ve motorin fiyatları arasındaki makasın daralması, buna bağlı olarak benzinli ve özellikle hibrit araçlara yönelik tüketici talebinin artması önemli rol oynamıştır. Yurt içi benzin talebindeki bu artış, Tüpraş'ın üretim hacminin iç piyasada daha fazla karşılık bulmasını sağlarken, benzin marjları ve toplam rafineri karlılığı açısından da olumlu bir görünüm yaratmaktadır.

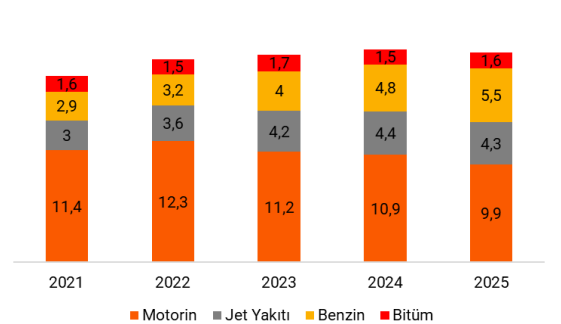
Şirket, 2026'da yaklaşık 29 mn ton yıllık üretim ve yaklaşık 30 mn ton yıllık satış beklendiğini açıkladı. Bu dönemde kapasite kullanım oranının ise ortalama %95-100 düzeyinde gerçekleşmesini tahmin etmektedir. 2026 yılında toplam satış gelirlerinin, bir önceki yıla kıyasla %27,7 artış göstererek 24,7 mlr USD seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. 2027 yılında ise güçlü büyümenin ardından satış gelirlerinde normalleşme bekliyor, yıllık bazda %13,6 daralmayla 21,4 mlr USD seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz.

Grafik 35: Toplam Satışlar (mn ton)



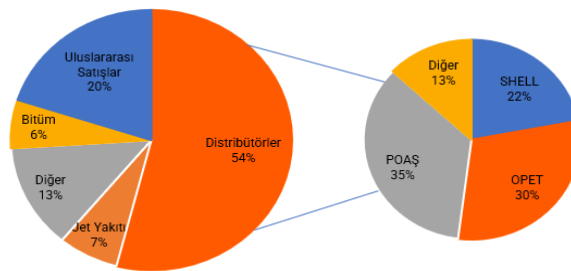
Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

Grafik 36: Yurt İçinde Ürün Bazında Satış Kırılımı (mn ton)



Tüpraş, ürettiği akaryakıt ve diğer rafineri ürünlerinin önemli bir bölümünü doğrudan nihai tüketiciye değil, akaryakıt dağıtım şirketlerine satmaktadır. 2025 yılında Tüpraş'ın dağıtım şirketlerine yönelik satış hacminin kırılımına baktığımızda, ilk sırada %35 pay ile POAŞ (Petrol Ofisi A.Ş.) yer alırken, OPET %30 pay ile ikinci sırada bulunmaktadır.

Grafik 37: 2025 Yılı Dağıtıcılara Satışlar (mn ton)



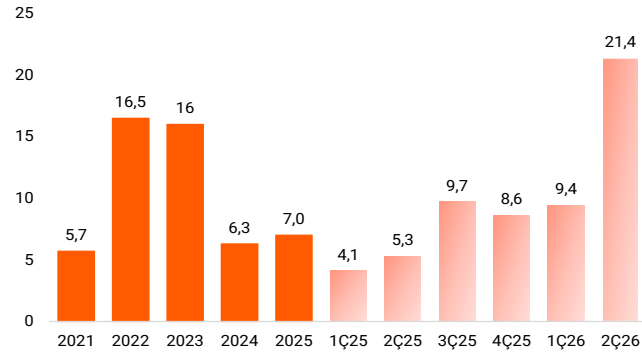
Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

2. Net Rafineri Marjı Gelişimi

2025 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla düşüş eğilimi gösteren ürün kârlılıkları yılın ikinci yarısında Rusya'nın üretim ve lojistik altyapısına yoğunlaşan drone saldırıları, sıkılaşan Rusya yaptırımları ve küresel düzeydeki düşük ürün stokları gibi katalizörlerle tarihi ortalamalarının üzerine çıkmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda, Tüpraş'ın net rafineri marjı 2025 yılında 7,0 \$/v seviyesine ulaştı.

2026 yılının ilk yarısında ise Hürmüz Boğazı kaynaklı lojistik aksaklıklar, sıkı piyasa koşullarını öne çıkardı. Bu dönemde küresel ürün arzının azalmasının marjları doğrudan yukarı çekmesine paralel olarak; Orta Doğu'daki plan dışı rafineri kesintileri, jeopolitik saldırılar neticesinde gerileyen Rusya'nın üretim kapasitesi ve Asya genelindeki düşük kapasite kullanım oranları, net rafineri marjlarını güçlü bir şekilde desteklemiştir. Bu dinamiklerle, Tüpraş'ın net rafineri marjı 2Ç26 döneminde 21,4 \$/v seviyesine ulaşırken, yılın ilk altı ayında ise kümülatif olarak 15,6 \$/v olarak gerçekleşmiştir. Şirketin operasyonel performansına ilişkin ana gösterge olarak takip edilen net rafineri marjının bu yüksek seyri, Tüpraş'ın operasyonel karlılığa önemli bir katkı sağlamıştır.

Grafik 38: Net Rafineri Marjı (\$/v)



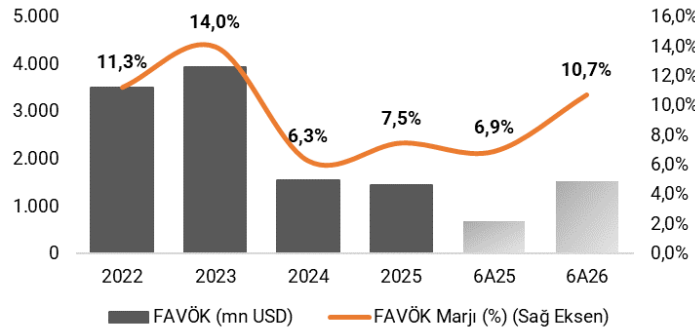
Kaynak: Şirket Sunumu, VKY Araştırma ve Strateji

Tüpraş, 6A26 dönemine ilişkin finansal sonuçlarını açıklamasının ardından, 2026 yıl sonu net rafineri marjı tahminini 13-15 USD/varil (önceki: 6-7 USD/varil) olarak revize etti. Şirket, net rafineri marjı tahminine Enflasyon Muhasebesine (TMS 29) tabi unsurları dahil etmemektedir.

3. FAVÖK Gelişimi

Şirket'in FAVÖK'ü 2025 yılında, yıllık %6,5 düşüşle 1,4 mlr USD seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı bu dönemde %7,5 seviyesine yükseldi. 2026'nın ilk yarısında ise FAVÖK, jeopolitik gelişmelerden kaynaklı yükselen ürün marjlarının etkisiyle geçen yılın aynı dönemine göre %122,6 oranında artarak 1,5 mlr USD olarak açıklandı. 6A25 döneminde %6,9 olan FAVÖK marjı ise bu yılın ilk yarısında %10,7'ye çıktı.

Grafik 39: FAVÖK Görünümü (mn USD)



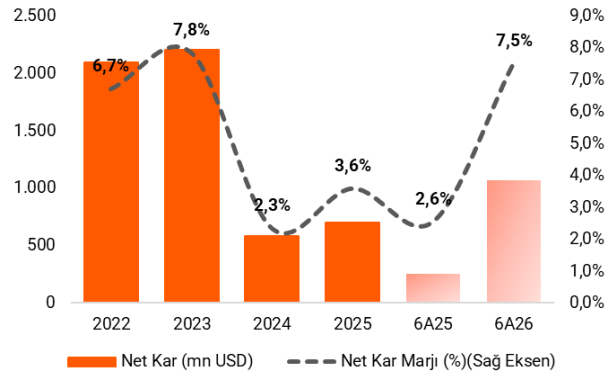
Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Jeopolitik tansiyonun azalmasıyla birlikte, arz güvenliğine ilişkin risk priminin kademeli olarak gerilemesini ve küresel ürün piyasalarında arz-talep dengesinin yeniden tesis edilmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2026 yılında arz yönlü endişelerle yükseleceğini öngördüğümüz net rafineri marjının, 2027 yılında söz konusu etkilerin azalmasıyla normalleşme eğilimine gireceğini düşünüyoruz. 2026 yılında oluşmasını beklediğimiz güçlü karlılık bazının ardından, satış hacimleri yüksek seyrini korusa dahi, marjlardaki normalleşmenin etkisiyle 2027 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda gerilemesini bekliyoruz. Böylece 2026 yılında Tüpraş'ın FAVÖK'ünün yıllık bazda %95,9 artışla 2,8 mlr USD seviyesine ulaşacağını ve FAVÖK marjının %11,5 olarak gerçekleşeceğini öngörürken, 2027'de FAVÖK'ün yıllık %26,4 gerileyerek 2,0 mlr USD seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz.

4. Net Kar Performansı

2025 yılında Tüpraş'ın net karı bir önceki yıla göre %23,2 yükselerek 689 mn USD seviyesinde açıkladı. Son yayımlanan 6A26 finansallarında ise şirket, artan operasyonel karlılığın katkısı ile net karını yıllık bazda yaklaşık üç kat artırarak 1,1 mlr USD seviyesine yükseltti.

Grafik 40: Net Kar Performansı (mn USD)



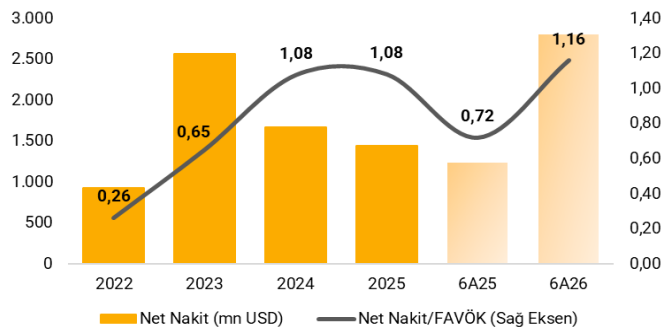
Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Tüpraş'ın net karının 2026 yılında geçen yıla kıyasla %175,9 artış göstererek 1,9 mlr USD olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 2027 yılı net karının ise yüksek baz etkisiyle yıllık %40,7 azalarak 1,1 mlr USD seviyesinde kaydedilmesini öngörüyoruz.

5. Net Nakit Gelişimi

Tüpraş, faaliyetlerinden kaynaklanan kur riskini yönetmek amacıyla döviz pozisyon limitleri belirlemekte ve türev araçlar kullanarak sıfır döviz pozisyonu hedeflenmektedir. Döviz kuru değişimlerinin ürün fiyatlarına yansıtılmasıyla doğal hedge etkisinden yararlanılmaktadır. Ayrıca Tüpraş, stok hedge ve ürün marjı hedge politikalarını da aktif olarak uygulamaktadır. Bununla birlikte şirket, nakit akışı riskini yönetmek için yabancı para borçlarını gelecekteki ihracat gelirleriyle dengelenmektedir. Şirket güçlü likidite yapısı sayesinde süregelen net nakit pozisyonunu korumaktadır. Şirketin net nakit pozisyonu 2025 yıl sonundaki 1,4 mlr USD seviyesinden, 2Ç26 dönemi sonunda 2,8 mlr USD seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 41: Net Nakit Görünümü (mn USD)

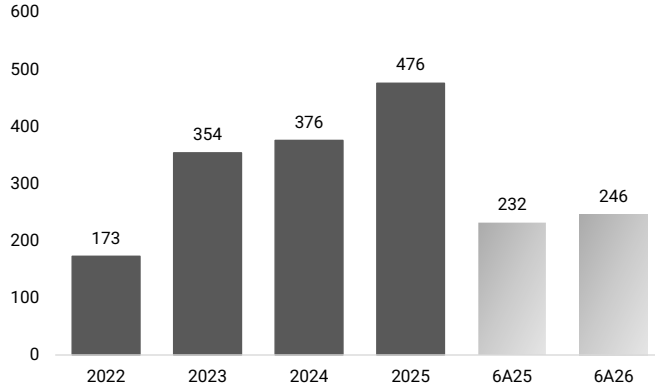


Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

6. Yatırım Harcamaları

Tüpraş, Avrupa Birliği'nin sürdürülebilir finansmanı yönlendirmeyi hedefleyen AB Taksonomisi kapsamında ilk kez 2023 yılında gönüllü olarak kapsamlı bir uyumluluk değerlendirmesi gerçekleştirmiştir. Çalışma kapsamında şirketin yatırım harcamaları AB Taksonomisi Yönetmeliği'nde tanımlanan altı çevresel hedefe uygunluk ve uyumluluk ilkelerine göre sistematik bir şekilde sınıflandırılmıştır. 2025 yılında gerçekleşen toplam 476 mn USD tutarındaki konsolide yatırım harcamalarının %41'inin taksonomiye uygun olmayan yatırımlardan, %30'unun taksonomiye uygun ancak çevresel açıdan sürdürülebilir olmayan yatırımlardan, geriye kalan %29'luk kısmın ise taksonomiye uygun ve çevresel açıdan sürdürülebilir yatırımlardan oluştuğu açıklanmıştır. Tüpraş yatırımlarının önemli bir kısmını yenilenebilir enerji alanında sürdürmektedir.

Grafik 42: Yatırım Harcamaları Görünümü (mn USD)



Kaynak: Tüpraş, VKY Araştırma ve Strateji

Pazar beklentileri ve müşteri ihtiyaçları doğrultusunda yenilikçi ve katma değerli ürünlerin üretimine odaklanan Tüpraş, yenilikçi fikirleri operasyonlarının her aşamasına entegre etme amacıyla çalışmalarını Ar-Ge Merkezi'nde yürütmektedir. 2025 yılında gerçekleştirilen 235,5 mn TL tutarındaki Ar-Ge harcamalarının 129,9 mn TL'lik kısmı çevresel ürün ve hizmetlerin geliştirilmesi için kullanılırken, 65,6 mn TL'lik kısmı kirlilik, atık/kaynak kullanımı için yapılan harcamalardan oluşmaktadır.

Şirket 2026 yıl sonunda konsolide yatırım harcamalarının yaklaşık 700 mn \$ seviyesinde gerçekleşmesini öngörmektedir.

Değerleme

Tüpraş için hazırladığımız ABD doları (USD) bazlı değerlendirme modelinde; %50 indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve %50 piyasa çarpanları (FD/FAVÖK, F/K) yöntemlerinden oluşan ağırlıklandırılmış bir yaklaşım benimsenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

(mn USD)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031TD
Tahmini Brent Petrol Fiyatı (\$/varil)	84,5	76,4	75,1	75,1	75,6	72,0
Satış Gelirleri	24.740	21.381	20.955	21.932	23.512	24.328
Büyüme	27,7%	-13,6%	-2,0%	4,7%	7,2%	3,5%
FVÖK üzerinden Vergi	-619	-222	-419	-439	-470	-487
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	1.856	1.553	1.257	1.316	1.411	1.460
+ Amortisman	365	315	309	323	347	359
FAVÖK	2.839	2.090	1.985	2.078	2.228	2.305
FAVÖK Marjı	11,5%	9,8%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-347	-11	-4	-8	-12	-8
Yatırım Harcamaları	-668	-620	-608	-636	-682	-608
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	603	1.237	954	995	1.063	1.202
Sonsuz Büyüme Oranı						2%
Sonsuza Giden Değer						14.640
İskonto Faktörü	0,95	0,86	0,78	0,70	0,64	0,58
İskonto edilmiş Nakit Akımları	574	1.062	742	701	679	8.470
Firma Değeri	12.228					
İştirakler (mn USD)- Defter Değeri	425					
Net Borç/Nakit	-2.807					
Özsermaye Değeri	15.460					
Öz Sermaye Maliyeti	12,5%					
12A Hedef Özsermaye Değeri (mn USD)	17.745					
USD/TL Tahmini (12 Ay Sonrası)	57,4					
12A Hedef Özsermaye Değeri (mn TL)	1.019.068					
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	1.927					
12A Hedef Fiyat (TL)	529					

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

*2026 yılı için 6 aylık nakit akışı dikkate alınmıştır.

- İNA modelimizin temel makro varsayımlarında; USD bazlı risksiz faiz oranı %7,5, hisse senedi risk primi %5,5 ve beta katsayısı 0,90 olarak uygulanmıştır. Bu parametreler doğrultusunda, şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) %10,4 seviyesinde hesaplanmıştır.
- USD bazlı hedef değer yerel para birimine indirgenmesinde; TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi konsensüs beklentisi olan 57,40 seviyesindeki 12 ay sonrası için USD/TRY kuru tahmini kullanılmıştır.
- Resmi Gazete’de yayımlanan yeni tebliğ uyarınca; sanayi sicil belgesini haiz, fiilen üretim yapan sanayi şirketleri ile tarımsal faaliyet gösteren kurumlar için kurumlar vergisi oranı %12,5’e indirilmiştir. Söz konusu yasal düzenleme 2027 yılı ve sonrasındaki kazançları kapsamaktadır. Bu doğrultuda, değerlendirme modelimizde 2027 yılı için efektif vergi oranını %12,5 olarak güncellerken; sonraki yıllara yönelik projeksiyonlarımızda ihtiyatlılık kapsamında mevcut %25 oranını korumayı tercih ettik.
- Jeopolitik konjonktürün etkisiyle mevcut durumda yüksek seviyelerde seyreden net rafineri marjlarının zaman içerisinde kademeli olarak normalleşmesini bekliyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca şirketin kapasite kullanım oranlarının yüksek seviyelerdeki seyrini koruyacağını öngörüyoruz. Projeksiyon dönemi olan 2026–2031 için brent petrol fiyatı varsayımlarında ise S&P Capital IQ konsensüs beklentileri baz alınmıştır. Bu

02 Eylül 2026 Çarşamba

doğrultuda, söz konusu dönemde brent petrol tahminlerinin ortalaması 76,4 \$/v seviyesindedir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket	Hisse Kodu	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Firma Değeri (mn \$)	2026T FD/FAVÖK	2026T F/K	2027T FD/FAVÖK	2027T F/K
OMV Aktiengesellschaft	WBAG: OMV	Avusturya	25.948	34.060	3,7	7,7	4,1	9,1
Orlen S.A.	WSE: PKN	Polonya	48.035	53.123	3,7	6,3	3,9	8,4
Motor Oil (Hellas) Corinth Refineries S.A.	ATSE: MOH	Yunanistan	7.588	8.584	4,9	4,7	6,4	9,8
HELLENIQ ENERGY Holdings S.A.	ATSE: ELPE	Yunanistan	10.274	13.221	3,3	6,8	3,5	8,9
MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyilvánosan Muködo Részvénytársaság	BUSE: MOL	Macaristan	23.041	17.024	6,8	12,4	10,9	18,5
Yurt Dışı Benzer Şirketler - Ortalama					4,5	7,6	5,8	10,9

Kaynak: S&P Capital IQ, VKY Araştırma ve Strateji
*Veriler 01.09.2026 tarihi itibarıyla.

Piyasa çarpan analizi kapsamında, yurt dışında benzer alanda faaliyet gösteren şirketlere yer verilmiş olup, bu şirketlerin 2026 ve 2027 tahmini Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır.

Değerleme Sonucu

Tüpraş için yaptığımız değerleme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı **510,0 TL** olarak belirliyor, kısa vadeli önerimizi **"Endeksin Üzerinde Getiri"**, uzun vadeli önerimizi ise **"AL"** olarak başlatıyoruz.

Özsermaye Değeri (mn USD)	Ağırlık
İNA	17.745 50,0%
2026T FD/FAVÖK çarpanı ile (4,5x)	17.831 12,5%
2026T F/K çarpanı ile (7,6x)	16.738 12,5%
2027T FD/FAVÖK çarpanı ile (5,8x)	17.068 12,5%
2027T F/K çarpanı ile (10,9x)	14.335 12,5%
Makul Değer	17.119
USD/TL Tahmini (12 Ay Sonrası)	57,4
12A Hedef Özsermaye Değeri (mn TL)	983.104
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	1.927
12A Hedef Fiyat (TL)	510,0

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "**Gelecek 12 aya yönelik**" ve "**Kısa Vadeli Öneri**" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünüüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.