

- Petkim'i Endekse Paralel Getiri (EP) ve 26,8 TL 12 aylık hedef fiyat ile kapsama ekliyoruz. Hedef fiyatımız %26 artış potansiyeline işaret etmektedir.
- Değerlememize göre PETKM'i çekirdek kârlılık toparlanmasından çok STAR Rafineri ve gayrimenkul NAD'ının desteklediği varlık bazlı bir yatırım hikâyesi olarak görüyoruz.

Petkim'in yapısal maliyet dezavantajı çekirdek kârlılıktaki toparlanmayı sınırlıyor. Türkiye'nin yüksek ithalat bağımlılığı şirketin yerel üretici olarak lojistik ve teslim süresi avantajını desteklerken, nafta bazlı üretim yapısı ABD ve Körfez'deki düşük maliyetli gaz bazlı üreticilere karşı yapısal dezavantaj yaratıyor. 2026'da bölgesel arz kesintilerinin desteklediği güçlü spot marjları orta vadeli tahminlerimize tam olarak taşıyamıyor ve normalize FAVÖK varsayımımızı 110 mn USD seviyesinde tutuyoruz.

2027T'de nominal satış büyümesine rağmen kârlılıkta normalizasyon bekliyoruz. Net satışların 2027T'de yıllık %17 artmasını öngörürken, petrokimya marjlarındaki normalizasyon ve Rafineri Holding'den muhasebeleştirilen iştirak kârının 9,3 mlr TL'den 6,0 mlr TL'ye gerilemesi nedeniyle FAVÖK marjının %4,7'den %4,1'e düşmesini ve net kârın 7,0 mlr TL'den 3,8 mlr TL'ye gerilemesini tahmin ediyoruz.

STAR Rafineri, Petkim'in yatırım hikâyesinin temel varlıklarından biri. Yıllık 13 mn ton rafinaj kapasitesi ve Petkim ile sağladığı rafineri-petrokimya entegrasyonu STAR Rafineri'nin operasyonel esnekliği ve hammadde güvenliğini destekliyor. Petkim, Rafineri Holding'deki %20 payı üzerinden STAR Rafineri'de %12 dolaylı ekonomik paya sahip bulunuyor. 2026T'de Rafineri Holding'den özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilecek iştirak kârını yaklaşık 9,3 mlr TL öngörüyoruz.

Master Plan'ı uzun vadeli değer yaratma opsiyonu olarak görüyor ancak mevcut hedef fiyatımıza dahil etmiyoruz. Yaklaşık 5 mlr USD yatırım büyüklüğündeki projenin Petkim'in ölçeğini ve Türkiye'nin ithalat bağımlılığını anlamlı ölçüde değiştirme potansiyeli bulunurken, nihai yatırım kararı ve finansman yapısı netleşmeden projeye değerlememizde yer vermiyoruz.

Değerlememizi parçaların toplamı yaklaşımıyla gerçekleştiriyoruz. Çekirdek petrokimya operasyonları için 110 mn USD normalize FAVÖK ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanı kullanarak 550 mn USD işletme değeri hesaplıyoruz. Petkim'in Rafineri Holding'deki %20 payını, 30 Haziran 2026 bilanço taşıma değerini değerlendirme göstergesi olarak kullanarak 970 mn USD ile; yatırım amaçlı gayrimenkulleri ise bağımsız değerlendirme ile belirlenen 816 mn USD brüt gerçeğe uygun değerden ilgili ertelenmiş vergi yükümlülüğünü düşerek 663 mn USD vergi sonrası NAD ile değerlendiriyoruz. Yaklaşık 1,05 mlr USD net finansal borcun düşülmesiyle 1,13 mlr USD hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz.

Riskler: Petrokimya marjlarında beklenenden zayıf seyir, nafta ve enerji maliyetlerinde yükseliş, yüksek finansal borçluluk, STAR Rafineri'nin iştirak kârı veya nakit dağıtımının beklentilerin altında kalması, gayrimenkul değerlerinin realize edilebilirliğinin sınırlı olması ve Master Plan finansmanının bilanço üzerinde baskı yaratması temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor.

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL21.30	TL26.8	26.0%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL53,983mn	USD1,108mn	TL103,080mn

Hisse Senedi Bilgileri (21.09.2026)			
Bloomberg/Reuters:		PETKM.TI / PETKM.IS	
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	13%	17%	0%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		16.22 / 27.14	
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:		1,877.8	
YBB Getiri:		31%	
Beta (2yıl, haftalık)		0.90	
BIST-100 ağırlığı		0.4%	
Hisse Adedi (mn):		2,534.4	
Yabancı Payı :	Mevcut		12A Önce
	12.8%		17.7%

Kısaca Şirket	
Petkim, petrokimya sektöründe faaliyet gösteren ve Türkiye'nin ilk ve en büyük entegre petrokimya üreticisi konumunda yer alan stratejik bir sanayi kuruluşudur. İzmir Alağa'daki üretim kompleksinde yaklaşık 3,6 milyon ton/yıl brüt üretim kapasitesine sahip olan şirket, 15 ana ve 6 yardımcı tesisiyle plastik, kimya, ambalaj, boru, boya, inşaat, tarım, otomotiv, elektronik ve tekstil başta olmak üzere çok sayıda sektör için petrokimyasal hammadde üretmektedir. SOCAR Türkiye bünyesinde faaliyet gösteren Petkim, 60'a yakın petrokimya ürünüyle Türkiye sanayisinin önemli bir hammadde tedarikçisi olurken, üretiminin bir bölümünü uluslararası pazarlara ihraç etmektedir. Şirket, STAR Rafineri ile sağlanan hammadde ve lojistik entegrasyonu sayesinde operasyonel verimlilik ve tedarik güvenliği açısından önemli avantajlara sahiptir.	

Ortaklık Yapısı	
Socar Turkey Enerji A.Ş.	51.0%
Halka Açık	49.0%

Özet Finansallar*	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	101,285	89,076	122,908	143,442
Yıllık Değişim	16%	-12%	38%	17%
FAVÖK (TLmn)	-1,418	-3,475	5,782	5,890
Yıllık Değişim	a.d.	a.d.	a.d.	2%
Net Kar (TLmn)	-8,303	-10,234	6,960	3,764
Yıllık Değişim	a.d.	a.d.	a.d.	-46%
FAVÖK marjı	-1.4%	-3.9%	4.7%	4.1%
Net Kar marjı	-8.2%	-11.5%	5.7%	2.6%
F/K (X)	a.d.	a.d.	7.8	14.3
FD/FAVÖK (x)	a.d.	a.d.	17.8	17.5
FD/Net Satışlar (x)	1.0	1.2	0.8	0.7
Hisse Başına Kar (TL)	-3.3	-4.0	2.7	1.5
Özkaynak karlılığı	-19%	-13%	9%	4%

*Veriler, 2025 yılına ilişkin satın alma gücü paritesi tahminlerimiz baz alınarak hesaplanmış olup, takip eden yıllar için reel değişim oranları kullanılmıştır.

Analist: Cenk Özdemir

+90 (212) 384 1119

cozdemir@garantibbva.com.tr

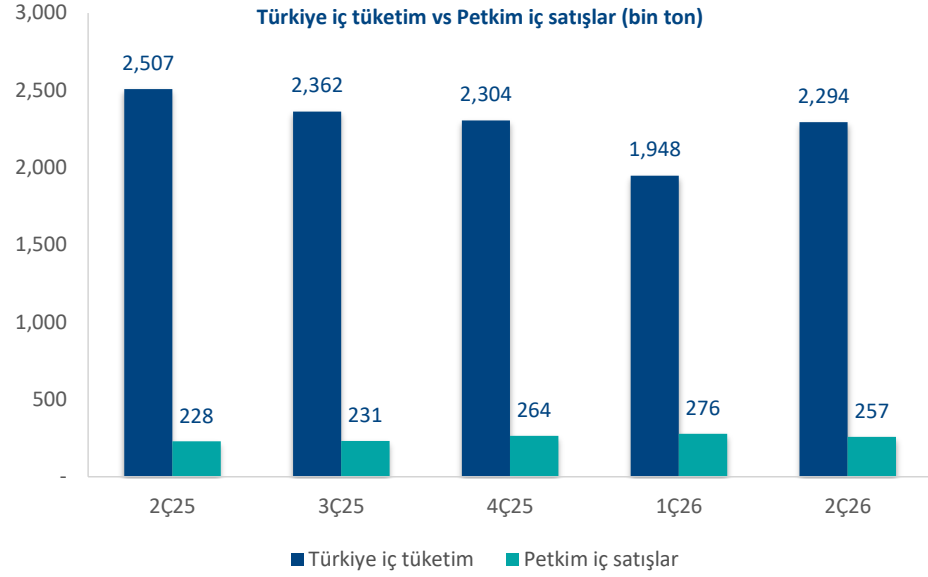
ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026E	2027E
Net Satışlar	101,285	89,076	122,908	143,442
Satışların Maliyeti	-102,912	-92,152	-116,757	-137,024
Brüt Kar	-1,626	-3,076	6,151	6,418
Faaliyet Giderleri	-6,578	-6,375	-7,129	-8,320
Faaliyet Kârı	-8,204	-9,451	-977	-1,902
Amortisman Giderleri	6,786	5,977	6,760	7,792
FAVÖK	-1,418	-3,475	5,782	5,890
Diğer Gelir/Gider	-6,152	-3,639	-5,212	-5,149
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	877	1,065	1,051	1,038
İştiraklerden Gelir/Gider	2,343	1,672	9,308	6,002
Net Finansal Gelir/Gider	4,852	2,289	5,067	4,976
Vergi Öncesi Kar	-6,284	-8,064	9,237	4,964
Vergi	-2,608	-2,195	-2,309	-1,241
Azınlık Payları	-59	0	33	41
Net Kar	-8,303	-10,234	6,960	3,764
Brüt Kar Marjı	a.d.	a.d.	5.0%	4.5%
FAVÖK Marjı	a.d.	a.d.	4.7%	4.1%
PBT Margin	-6.2%	-9.1%	7.5%	3.5%
Net Kar marjı	a.d.	a.d.	5.7%	2.6%
Satış Büyümesi	16.1%	-12.1%	38.0%	16.7%
FAVÖK büyümesi	a.d.	a.d.	a.d.	1.9%
Net Kar büyümesi	a.d.	a.d.	a.d.	-45.9%
Bilanço	2024	2025	2026E	2027E
Dönen Varlıklar	34,188	36,311	42,084	52,046
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,319	5,758	6,354	7,291
Ticari Alacaklar	9,636	15,760	16,506	21,223
Stoklar	9,732	11,123	13,515	16,404
Diğer Dönen Varlıklar	3,501	3,670	5,709	7,128
Duran Varlıklar	127,516	141,894	146,896	151,309
Toplam Varlıklar	161,704	178,205	188,980	203,355
Kısa Vadeli Yükümlülükler	51,882	64,775	65,178	72,157
Kısa Vadeli Borçlanmalar	32,559	39,191	38,681	39,068
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	17,653	23,793	26,279	32,809
Diğer Borçlar	1,211	952	219	280
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33,481	38,109	38,704	39,881
Uzun Vadeli Borçlanmalar	25,520	21,357	21,784	22,873
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,961	16,752	16,920	17,008
Özkaynaklar	76,341	75,321	85,097	91,317
Toplam Kaynaklar	161,704	178,205	188,980	203,355
Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026E	2027E
FAVÖK	-1,418	-3,475	5,782	5,890
İşletme Sermayesindeki değişim	7,963	-1,611	3,424	2,434
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	3,704	-6,552	8,825	346
Yatırımlar	-6,359	-4,910	-4,234	-5,216
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-6,266	2,649	-2,563	4,092
Temettü	0	0	0	0
Net borçtaki değişim	12,937	5,911	3,011	5,211
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	8,106	-555	-2,571	-1,767
Rasyo Analizi	2024	2025	2026E	2027E
Net Borç/FAVÖK	-33.0	-15.8	9.4	9.3
Net Borç/Sermaye	0.6	0.7	0.6	0.6
Yatırımlar/Satış gelirleri	6.3%	5.5%	3.4%	3.6%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	7.9%	-1.8%	2.8%	1.7%
Özkaynak Karlılığı	-19.3%	-13.5%	8.7%	4.3%
Yatırılan Sermaye Getirisi	-8.3%	-5.2%	-0.5%	-1.0%

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye'nin yüksek ithalat bağımlılığı Petkim'e yerel üretici avantajı sağlıyor

Türkiye petrokimya ürünlerinde yapısal olarak net ithalatçı konumunda. Petkim'in yıllık yaklaşık 3,6 milyon ton brüt üretim kapasitesine karşılık Türkiye petrokimya talebinin önemli bölümü ithalatla karşılanıyor. Bu yapı, Petkim'e iç pazarda navlun ve teslim süresi avantajı sağlarken, şirketin fiyatlamasının da büyük ölçüde ithal ürünlerin Türkiye'ye giriş maliyeti tarafından belirlenmesine neden oluyor.



Kaynak: Şirket

Petkim'in yerel üretici konumu, ithal ürüne kıyasla lojistik avantaj yaratıyor ancak tek başına güçlü fiyatlama gücü sağlamıyor. İthal fiyatların belirgin şekilde gerilemesi halinde Petkim'in iç pazar fiyatları da aşağı yönlü baskı altında kalırken, nafta bazlı üretim yapısı nedeniyle maliyetlerin aynı hızda gerilememesi marjları daraltabiliyor. Bu nedenle şirketin kârlılığını iç talep hacminden çok ithal ürün fiyatları ile hammadde maliyetleri arasındaki makasın belirlediğini düşünüyoruz.

Türkiye'nin polimer ithalatı yüksek seviyesini korurken, başlıca tedarikçiler arasında Suudi Arabistan, ABD ve Güney Kore öne çıkıyor. Bu üreticilerin önemli bölümünün etan bazlı ve düşük maliyetli üretim yapısına sahip olması, Petkim açısından iç pazardaki rekabet baskısının yalnızca talep koşullarına değil küresel maliyet eğrisine de bağlı olduğunu gösteriyor.

Nafta bazlı üretim Petkim'in yapısal maliyet dezavantajı

Petkim'in en önemli yapısal dezavantajı üretimin büyük ölçüde nafta bazlı olması. Nafta maliyetinin ham petrol fiyatı, rafineri marjları, navlun ve döviz kuru gibi birçok değişkene bağlı olması Petkim'in maliyet tabanını oynak hale getirirken, ABD ve Körfez'deki birçok rakip daha düşük maliyetli etan ve propan bazlı üretim avantajına sahip. Bu nedenle özellikle düşük ürün fiyatı dönemlerinde Petkim'in marjları küresel maliyet eğrisinin üst kısmında kalan üreticilere kıyasla daha fazla baskı altında kalabiliyor.

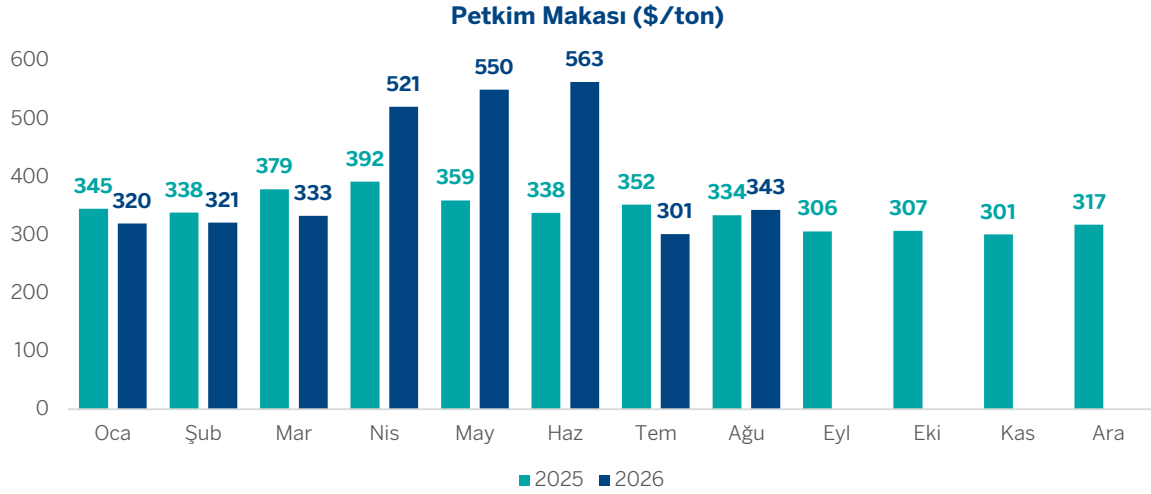
Petkim ürünü	Türkiye fiyatında öne çıkan ihracatçılar	Temel avantaj
PP	Suudi Arabistan, Güney Kore, Rusya, Mısır	Ucuz propan/gaz, büyük ölçek, alternatif pazar arayışı
HDPE	ABD, Suudi Arabistan, İran, Güney Kore	Ucuz etan, gaz kaynakları, büyük ihracat kapasitesi
LDPE / LLDPE	ABD, Suudi Arabistan, Katar, İran, BAE	Etan bazlı üretim ve düşük maliyetli doğal gaz sızmaları
PVC	ABD, Mısır, Avrupa ve zaman zaman Çin	Ucuz etilen/enerji, klor entegrasyonu, ticaret sapması
Aromatikler	Avrupa, Asya, Orta Doğu	Rafineri entegrasyonu ve küresel benzin/aromatik dengesi
Etilen türevleri	ABD ve Körfez	Etan bazlı düşük etilen maliyeti

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Rekabet baskısının ürün bazında farklılaştığını görüyoruz. PP, YYPE ve AYPE/L-AYPE tarafında Suudi Arabistan, Körfez ve ABD'deki düşük maliyetli gaz bazlı üreticiler öne çıkarken, PVC'de ABD'nin ucuz etilen ve entegre klor yapısı önemli avantaj sağlıyor. Talebin zayıfladığı dönemlerde bu üreticilerin yüksek kapasite kullanımını korumak amacıyla ihracata yönelmesi, Türkiye gibi büyük ithalat pazarlarında fiyat baskısını artırabiliyor. Bu nedenle Petkim'in yerel üretici avantajının, düşük maliyetli ithalata karşı tam bir koruma sağlamadığını düşünüyoruz.

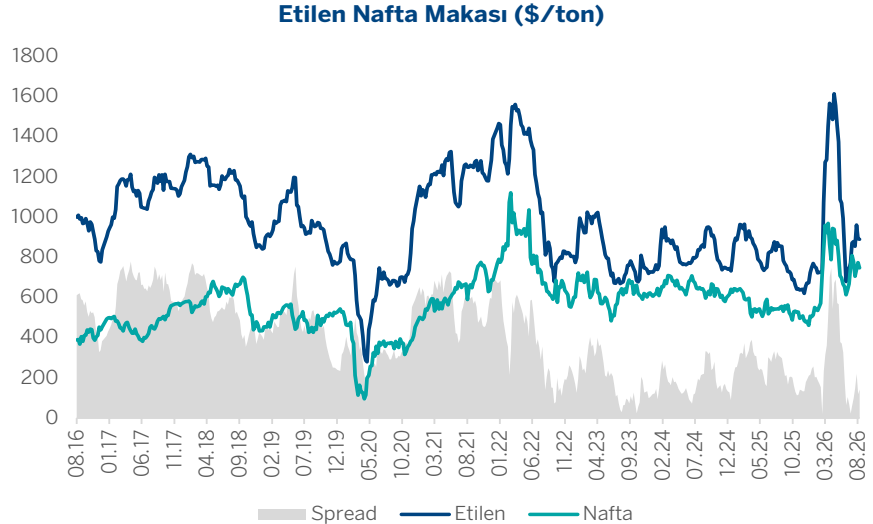
Arz kesintileri kısa vadede Petkim marjlarını destekliyor

2026'nın ilk yarısında bölgesel arz kesintileri ve ticaret akışlarındaki bozulmalar Petkim'in ürün fiyatlarını desteklerken, özellikle Nisan-Haziran döneminde Petkim makasında belirgin iyileşme görüldü. Bununla birlikte söz konusu marj genişlemesinin önemli bölümünün kalıcı talep artışından ziyade arz tarafındaki sıkışıklıklardan kaynaklandığını düşünüyoruz. Bu nedenle 2026'da görülen güçlü spot marjları orta vadeli kârlılık varsayımlarımıza tam olarak taşıyoruz.



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Jeopolitik risklerin Petkim üzerindeki etkisi çift yönlü. İthalat akışlarının bozulması ve bölgesel arzın daralması ürün fiyatlarını ve spreadleri dönemsel olarak destekleyebilirken, aynı gelişmeler petrol, nafta, enerji ve lojistik maliyetlerini de yükseltebilir. **Bu nedenle jeopolitik arz sıkışıklığını yapısal bir kârlılık sürücüsünden ziyade kısa vadeli bir marj katalizörü olarak değerlendiriyoruz.** Etilen-nafta makasındaki genişleme de Petkim'in 2026 operasyonel performansını desteklerken, tarihsel seri spreadlerin yüksek oynaklığını ve güçlü dönemlerin kalıcı olmadığını da gösteriyor.



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

STAR Rafineri, yüksek kompleksitesi ve güçlü iç pazar konumuyla stratejik bir rafineri varlığı

Petkim, Rafineri Holding'in %20'sine sahip olup, Rafineri Holding'in SOCAR Turkey Yatırım'daki %60 payı üzerinden STAR Rafineri'de dolaylı olarak %12 ekonomik paya sahiptir. Bu nedenle STAR Rafineri'nin finansal sonuçları Petkim'e tam konsolidasyonla değil, özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen iştirak kârı üzerinden yansımaktadır.

STAR Rafineri, yıllık 13mn ton rafinaj kapasitesi, 9,2 Nelson Kompleksite Endeksi, yaklaşık %85 beyaz ürün verimi ve yaklaşık %20 Türkiye pazar payıyla ülkenin en önemli rafineri varlıklarından biri. 6,7 mlr USD yatırım büyüklüğüne sahip tesisin 28–36 API aralığında ham petrol işleyebilmesi ve yüksek kompleksitesi, ürün karmasının piyasa koşullarına göre optimize edilebilmesine imkân sağlıyor.

STAR Rafineri'nin ürün karmasında yaklaşık 6,9 mn ton dizel, 1,8 mn ton nafta, 1,5 mn ton jet yakıtı, 1,2 mn ton reformat ve 0,9 mn ton petkok kapasitesi bulunuyor. 2Ç26'da kapasite kullanım oranı %99, ürün satış hacmi 3,4 mn ton ve iç satış payı %67 seviyesinde gerçekleşirken, yüksek kapasite kullanımı ve güçlü ürün talebi operasyonel görünümü destekledi.

STAR Rafineri – Özet Profil ve 2Ç26 Performansı

STAR Rafineri		Başlıca Ürün Kapasiteleri	
Rafineri kapasitesi	13mn ton/yıl	Dizel	6.9mn ton/yıl
Türkiye pazar payı	~%20	Nafta	1.8mn ton/yıl
Nelson Kompleksite Endeksi	9.2	Jet yakıtı	1.5mn ton/yıl
Beyaz ürün verimi	~%85	Reformat	1.2mn ton/yıl
Depolama kapasitesi	1.96 mn m ³	Petkok	0.9mn ton/yıl

2Ç26 Operasyonel Görünüm

Kapasite kullanım oranı	99%	Mayıs dizel + jet üretimi	739bin ton
Ürün satışları	3.4mn ton	Haziran satış hacmi	1.2mn ton
İç satış payı	67%	İşlenen ham petrol	13mn ton/yıl

2Ç26 Rafineri Holding Finansalları

Gelir	136.4mlr TL	Net kâr	14mlr TL
Brüt kâr	17.1mlr TL	Net borç	99mlr TL

Kaynak: Şirket

2Ç26'da aromatik ağır naftanın STAR Rafineri'nin jet yakıtı havuzuna yönlendirilmesi, entegrasyonun sağladığı operasyonel esnekliğin güncel bir örneğini oluşturuyor.

Rafineri Holding 2Ç26'da 136,4 mlr TL gelir ve 14,0mlr TL net kâr elde ederken ana ortaklığa ait dönem kârı 8,4mlr TL seviyesinde gerçekleşti. PETKM, Rafineri Holding'deki %20 payını özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirdiğinden STAR'ın güçlü kârlılığı konsolide FAVÖK'e değil, iştirak kârı üzerinden PETKM net kârına yansıyor. 2026T'de Rafineri Holding'den özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilecek iştirak kârını yaklaşık 9,3 mlr TL tahmin ederken, rafineri marjlarında normalizasyon varsayımımız doğrultusunda bu katkının 2027T'de yaklaşık 6,0 mlr TL'ye gerilemesini öngörüyoruz. Bu normalizasyon, PETKM net kârının 2026T'deki 7,0 mlr TL seviyesinden 2027T'de 3,8 mlr TL'ye gerilemesini beklememizin temel nedenlerinden biri.

Bununla birlikte söz konusu iştirak kârı doğrudan nakit akışı yaratmıyor; Rafineri Holding tarafından temettü dağıtılmadıkça PETKM'e nakit olarak aktarılmıyor. STAR entegrasyonunun ise iştirak kârından bağımsız olarak Petkim'in nakit döngüsüne operasyonel katkı sağladığını düşünüyoruz. Özellikle ham madde tedarikinde ticari borç ödeme vadelerinin sağladığı esneklik, yüksek hammadde maliyetlerinin işletme sermayesi üzerindeki finansman ihtiyacını sınırlıyor. Böylelikle Petkim'in net işletme sermayesi ve likidite yönetimi desteklenmiş oluyor. Buna hammadde tedarik güvenliği, lojistik avantajlar ve ürün akışlarının optimizasyonu da eklendiğinde, STAR'ın Petkim'e katkısının yalnızca gelir tablosunda muhasebeleştirilen iştirak kârıyla sınırlı olmadığını değerlendiriyoruz.

Bu çerçevede STAR Rafineri'yi, PETKM açısından yalnızca finansal bir iştirak değil; hammadde tedarikini ve net işletme sermayesi yönetimini destekleyen, likidite ihtiyacını sınırlayan, operasyonel esnekliği artıran ve varlık bazlı değerlendirme tezini güçlendiren stratejik bir varlık olarak görüyoruz.

Master Plan, Petkim'in uzun vadeli kapasite ve ithal ikamesi opsiyonu

Master Plan, Petkim'in mevcut kapasite kısıtlarını aşarak Türkiye'nin yüksek ithalat bağımlılığı bulunan temel petrokimya ürünlerinde daha güçlü bir yerli üretici konumuna ulaşmasını hedefliyor. Yaklaşık 5 mlr USD toplam yatırım büyüklüğüne sahip projenin tamamlanması halinde Türkiye'nin cari dengesine yıllık yaklaşık 1,6 mlr USD katkı sağlanması hedefleniyor.

PETKM Master Plan

~5mrABD\$

toplam yatırım tutarı

~1.6mrABD\$

yıllık cari dengeye katkı

Türkiye hâlihazırda YYPE ihtiyacının %90'ını, PP'nin %93'ünü ve L-AYPE'nin %100'ünü ithalatla karşılamaktadır. Yatırım yapılmaması halinde ithalata bağımlılık 2035'e kadar %100'e yaklaşacak, yıllık 500mrABD\$ ihracat kaybı yaşanacak, cari açık ve dış ticaret açığı derinleşecektir

Mevcut (2025) ve Master Plan sonrası (2032) kapasiteler (KTA), pazar payı ve ithalata bağımlılık (%)

	Mevcut Durum	Master Plan	2025 Pazar Payı	2032 Pazar Payı	2025 İthalata Bağımlılık Oranı	2032 İthalata Bağımlılık Oranı
Ethylene	588	1,200	N/A	N/A	N/A	N/A
HDPE	96	425	%11	%38	%90	%62
LLDPE	0	425	%10	%38	%100	%62
PP	144	550	%7	%19	%93	%63

Master Plan'ın uygulanmasının ardından korunacak kapasiteler

Ünite	Kapasite (KTA)
AYPE	220
AYPE-T	160
Aromatikler	166
PA	45

- + FEED süreci
 - + Lisansör seçimi ve teknik çalışmalar
 - + Nihai yatırım kararı
- Petkim Master Plan kapsamında nihai yatırım kararının 2027 yılında değerlendirilmesi beklenmektedir

Kaynak: Şirket

Türkiye'nin YYPE, PP ve L-AYPE'de yüksek ithalat bağımlılığı, Master Plan'ın temel ekonomik gerekçesini oluşturuyor. Yönetim, yatırım sonrasında Petkim'in bu ürünlerdeki pazar payını anlamlı ölçüde artırırken Türkiye'nin ithalata bağımlılığını azaltmayı hedefliyor.

Plan kapsamında etilen kapasitesinin 588 bin tondan 1,2 mn tona, YYPE kapasitesinin 96 bin tondan 425 bin tona ve PP kapasitesinin 144 bin tondan 550 bin tona yükselmesi; ayrıca 425 bin ton L-AYPE kapasitesinin devreye alınması planlanıyor. Bu ölçek artışının Petkim'in ürün karmasını ve iç pazardaki stratejik konumunu belirgin şekilde güçlendirme potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

Master Plan'ın stratejik potansiyelini güçlü bulmakla birlikte projeye mevcut SOTP değerlememizde doğrudan değer atfetmiyoruz. Yaklaşık 5 mlr USD yatırım büyüklüğü Petkim'in mevcut bilanço ve kârlılık ölçeğinin oldukça üzerinde bulunurken, nihai yatırım kararının 2027'de alınması bekleniyor. Bu nedenle finansman yapısı, borç/özsermaye dengesi, potansiyel ortaklık yapısı ve nihai sermaye maliyeti netleşmeden projenin değer yaratımını hedef fiyatımıza yansıtmanın erken olduğunu düşünüyoruz. Master Plan'ı ancak proje görünürlüğü arttıkça önemli bir yeniden değerlendirme potansiyeli yaratabilecek uzun vadeli bir opsiyon olarak değerlendiriyoruz. Nihai yatırım kararının alınması ve finansman yapısının bilanço üzerinde aşırı baskı yaratmayacak şekilde netleşmesi halinde projeyi SOTP değerlememize dahil etmeyi değerlendirebiliriz.

Değerleme

PETKM için parçaların toplamı (SOTP) yaklaşımını tercih ediyoruz. **PETKM'nin değerinin, farklı ekonomik özelliklere sahip üç temel bileşenden oluşması nedeniyle SOTP yönteminin şirket için en uygun değerlendirme yaklaşımı olduğunu düşünüyoruz.** Petkim'in ana petrokimya operasyonlarının yanı sıra STAR Rafineri'de dolaylı %12 ekonomik payı ve önemli büyüklükte yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunuyor. STAR yatırımı tam konsolide edilmediğinden iştirak kârı Petkim'in operasyonel FAVÖK'üne dahil olmazken, yatırım amaçlı gayrimenkuller de çekirdek petrokimya faaliyetlerinden bağımsız olarak gerçeğe uygun değer üzerinden taşınmaktadır. Bu nedenle şirketin tamamına uygulanacak tek bir FD/FAVÖK veya F/K çarpanının PETKM'nin ekonomik değerini doğru yansıtmayacağını düşünüyoruz. **F/K'nın PETKM için sınırlı açıklayıcılığa sahip olduğunu düşünüyoruz.** Net kâr; petrokimya performansına ek olarak STAR iştirak kârı, finansman giderleri, kur farkları ve TMS 29 kaynaklı parasal pozisyon etkilerinden önemli ölçüde etkilendiği için sürdürülebilir operasyonel kazanç gücünü tam olarak yansıtmıyor. **PD/DD'yi ise tamamlayıcı bir gösterge olarak kullanıyoruz.** Özsermaye içinde STAR iştiraki, gerçeğe uygun değerle taşınan gayrimenkuller ve amortismanı tabi petrokimya varlıklarının birlikte yer alması nedeniyle düşük PD/DD'nin tek başına iskontoza işaret ettiğini düşünüyoruz.

PETKM SOTP	mn USD
Çekirdek Petrokimya Operasyonları	550
Rafineri Holding %20 Payı / Star %12 Dolaylı Pay	970
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller / Vergi Sonrası NAD	663
Net Borç (30 Haziran 2026)	-1054.2
Hedef Özsermaye Değeri	1128.8
Pay sayısı	2534.4
Hedef değer / hisse (\$)	0.445
12A USD/TRY varsayımı	60.25
Hedef fiyat (TL)	26.8
Kapanış Fiyatı	21.30
Potansiyel Getiri	26.0%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

SOTP analizimiz PETKM için 1.128,8 milyon ABD doları hedef özsermaye değerine işaret ediyor. Bu değer PETKM için 12A hedef fiyatımızı 26,8 TL seviyesinde oluşturuyor.

PETKM'in 2007'den bu yana yıllık ortalama FAVÖK'ü yaklaşık 154 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşirken, artan küresel petrokimya kapasitesi, yoğunlaşan rekabet ve şirketin nafta bazlı maliyet yapısını dikkate alarak normalize FAVÖK varsayımımızı muhafazakâr biçimde 110 milyon ABD doları olarak belirliyoruz. Bu normalize FAVÖK varsayımı ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanı ile çekirdek operasyonlar için 550 mn USD işletme değeri buluyoruz. Çekirdek operasyonlar için kullandığımız 5,0x FD/FAVÖK çarpanını, petrokimya sektörünün yüksek döngüsellliği, Petkim'in nafta bazlı yapısal maliyet dezavantajı ve orta vadeli marj görünümündeki belirsizlikleri dikkate alarak muhafazakâr seviyede belirliyoruz.

Petkim, Rafineri Holding'in %20'sine sahip. Rafineri Holding, SOCAR Turkey Yatırım'ın %60'ına sahip; SOCAR Turkey Yatırım da STAR'ın %100'üne sahip. Dolayısıyla Petkim'in STAR'daki dolaylı ekonomik payı %12. 30 Haziran 2026 itibarıyla "öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar" altında Rafineri Holding 45.185mn TL olarak taşınıyor. Bu rakam aynı zamanda Rafineri Holding'in ana ortaklığa ait özkaynağı olan 225.926mn TL'nin %20'sine denk geliyor. **Petkim'in Rafineri Holding'deki payını, 1Y26 bilanço taşıma değerine yakın olacak şekilde, finansal tablolarda yer alan 46,57 USD/TRY kuru ile 970 milyon ABD doları ile değerlendiriyoruz.** Bu değer, 1Y26 iştirak kârının basit yıllıklandırılması üzerinden yaklaşık 6,7x F/K çarpanına karşılık geldiğinden, STAR varlığı için anlamlı bir yeniden değerlendirme primi varsaymıyoruz.

Yatırım amaçlı gayrimenkulleri ise 663 milyon ABD doları ile değerlendiriyoruz. Bu gayrimenkuller Petkim'in mülkiyetinde bulunan ve tamamı arsa niteliğindeki varlıklardan oluşuyor. Portföy içerisinde Aliğa'da bulunan arazilerin bir kısmı 2014, bir kısmı ise 2018 yılından itibaren 30 yıl süreyle STAR'a üst hakkı verilerek tahsis edilmiş durumda. Dolayısıyla portföyün STAR'a tahsisli kısmını kısa vadede serbestçe kullanılabilecek veya nakde çevrilebilecek "boş arsa" niteliğinde değerlendirmiyoruz. Petkim bu tahsis karşılığında üst hakkı bedeli elde etmektedir; kalan üst hakkı bedellerinin nominal 6,1 milyar TL'si 30 Eylül 2025'te STAR'dan peşin tahsil edilmiştir ve bilançoda ertelenmiş gelir olarak taşınmaktadır. Hesabımız, bağımsız değerlendirme sonucu belirlenen yaklaşık 816 milyon ABD doları brüt gerçeğe uygun değerden, ilgili 153 milyon ABD doları ertelenmiş vergi yükümlülüğünün düşülmesine dayanıyor. Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin 30 Haziran 2026 itibarıyla bilanço değeri 38,0 milyar TL olup tamamı arsa niteliğindedir. Gayrimenkul değer artışına ilişkin ertelenmiş vergi yükümlülüğü ise yaklaşık 7,1 milyar TL seviyesindedir.

Bu varlıkların toplamından 1,05 milyar ABD doları net finansal borcu düşüyoruz. Sonuç olarak SOTP analizimiz PETKM için yaklaşık 1.128,8 mn USD hedef özsermaye/piyasa değerine işaret ediyor. Bu çerçevede, **110 milyon ABD doları normalize FAVÖK varsayımı altında PETKM'deki değerlendirme tezinin ana petrokimya operasyonlarından ziyade STAR ve gayrimenkul varlıklarına dayandığını düşünüyoruz.** Petrokimya operasyonlarına verdiğimiz 550 milyon ABD doları işletme değeri, toplam brüt SOTP değerinin yalnızca yaklaşık dörtte birini oluşturuyor. Bu nedenle hisse için anlamlı bir yukarı yönlü yeniden değerlendirme potansiyeli oluşması, petrokimya marjlarının beklentilerimizin üzerinde toparlanmasına, STAR'ın mevcut bilanço değerinin üzerinde ekonomik değer yaratmasına veya gayrimenkul varlıklarının daha yüksek bir değerden realize edilebilmesine bağlı görünüyor.

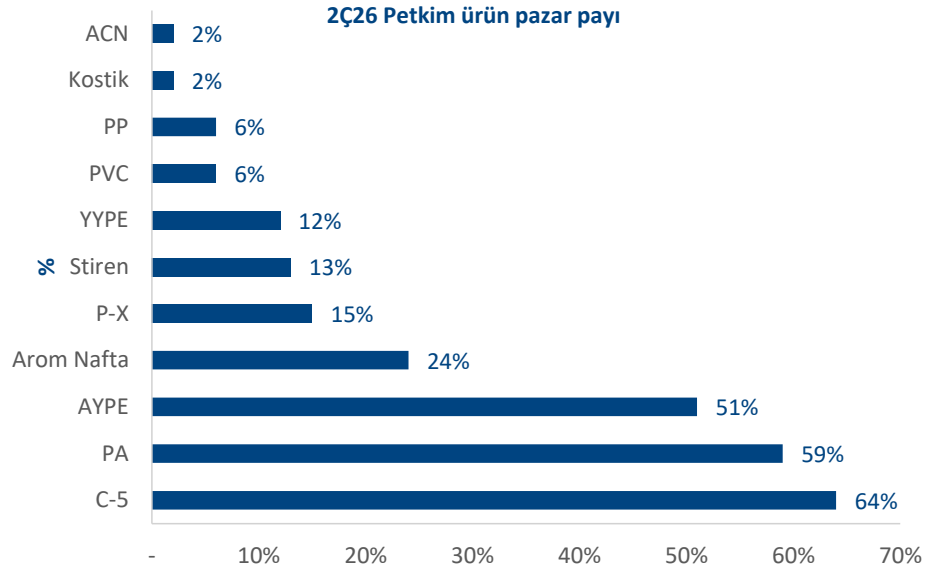
Ana değerlendirme riskinin, çekirdek FAVÖK çarpanından ziyade STAR ve gayrimenkul NAD'ının nakde çevrilebilirliği olduğunu düşünüyoruz.

Ek-1: PETKM 2Ç26 Finansal Sonuçlar

Petkim Özet Finansal Sonuçlar (milyon TL)					Değişim					
	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2Ç26/2Ç25	2Ç26/1Ç26	6A26/6A25
Satış Gelirleri	26,289	27,318	26,541	28,888	36,416	51,036	65,303	39%	26%	28%
Brüt Kar (Zarar)	-585	101	-1,754	5	3,123	-1,969	3,127	m.d.	67725%	m.d.
Faaliyet Karı	-2,698	-1,914	-3,413	-1,722	1,354	-5,803	-368	m.d.	m.d.	m.d.
FVAÖK	-716	-77	-1,959	175	3,377	-2,055	3,552	m.d.	1830%	m.d.
Net Diğer Gelir/Gider	-568	-1,899	-1,239	-1,485	-1,601	-1,147	-3,086	m.d.	m.d.	m.d.
Yatırım Faal.Gelir/Gider	214	319	588	184	309	347	493	44%	68%	42%
Net Finansal Gelir / Gider	1,518	2,418	-2,097	2,226	960	2,375	3,186	-37%	-57%	34%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	5,038	5,541	512	4,980	4,147	9,699	9,127	-18%	-17%	-6%
VÖK	-1,519	-109	-4,953	903	2,701	-4,434	3,603	m.d.	199%	m.d.
Vergi Geliri (Gideri)	752	-1,383	-1,229	-576	1,375	27	799	83%	m.d.	2835%
Net Kar	-769	-1,492	-6,182	327	4,076	-4,377	4,403	m.d.	1146%	m.d.
Net Nakit	-40,472	-41,429	-54,790	-47,111	-49,097	-40,472	-49,097	m.d.	m.d.	m.d.
Çalışma Sermayesi	-973	-4,568	-3,091	85	3,053	-973	3,053	m.d.	34.74	m.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	5,828	-463	-2,275	2,606	1,660	-4,122	4,267	-72%	-36%	m.d.
Özsermaye	85,535	82,334	75,321	72,684	75,237	85,535	75,237	-12%	4%	-12%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	m.d.	0.4%	m.d.	0.0%	8.6%	m.d.	4.8%	m.d.	8.6 puan	m.d.
Faaliyet Kar Marjı	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	3.7%	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FVAÖK Marjı	m.d.	m.d.	m.d.	0.6%	9.3%	m.d.	5.4%	m.d.	8.7 puan	m.d.
Net Kar Marjı	m.d.	m.d.	m.d.	1.1%	11.2%	m.d.	6.7%	m.d.	10.1 pp	m.d.

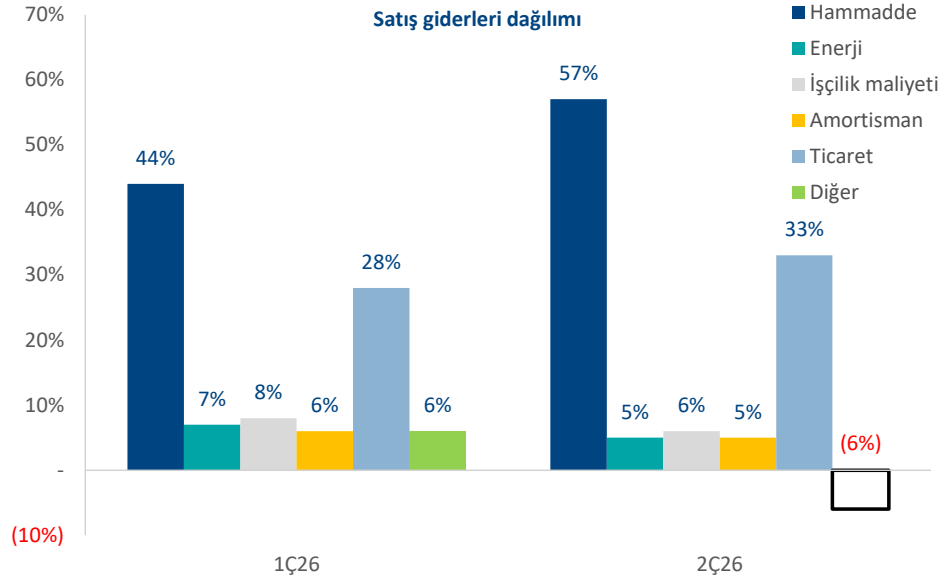
Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

EK-2 PETKM Pazar Payı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

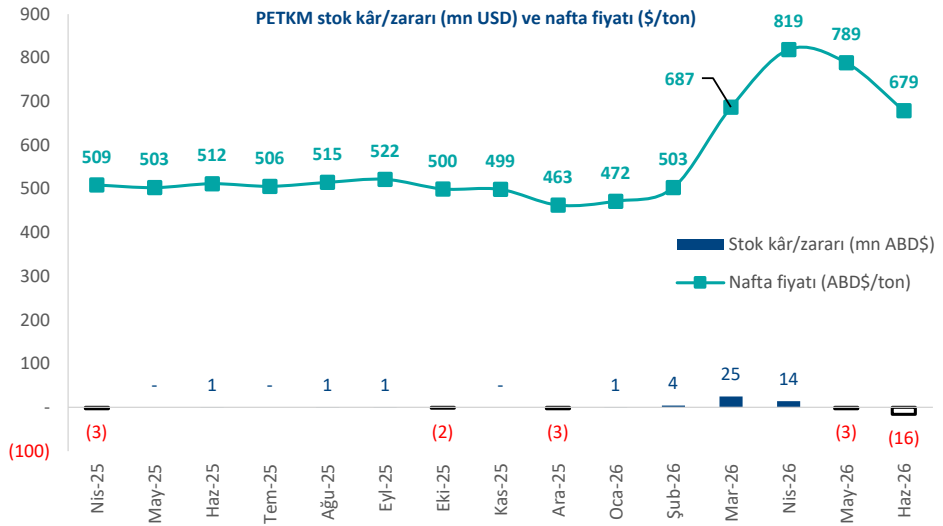
Ek-3: PETKM Satış Giderleri Dağılımı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

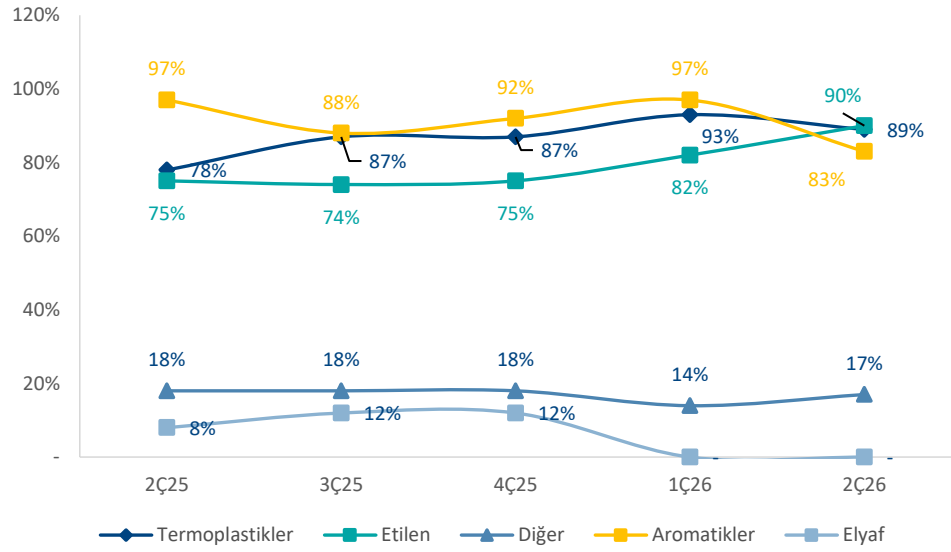
2Ç26'da yükselen nafta fiyatları stok etkisini önce pozitif, çeyrek sonunda ise negatif yönde etkilerken, satış maliyeti karmasında hammadde payı %57'ye yükseldi.

EK-4 PETKM Stok Kârı/Zararı



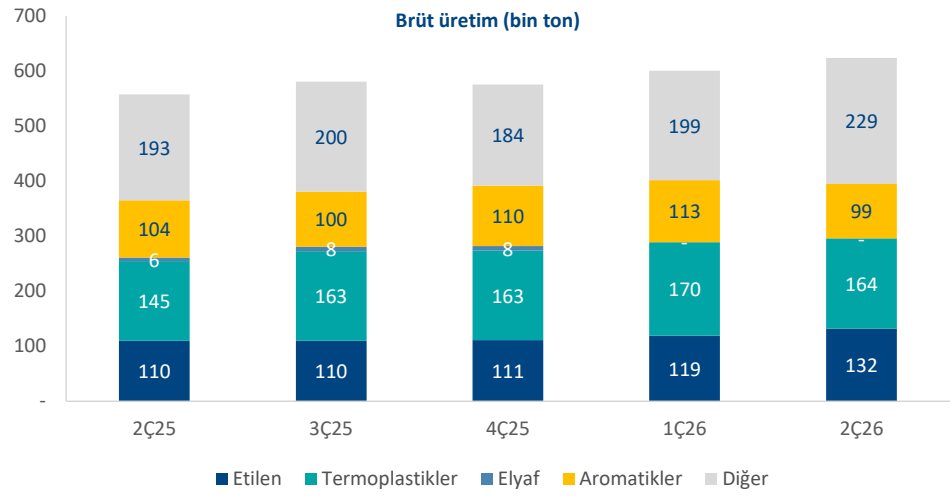
Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Ek-5: PETKM Kapasite Kullanım Oranları



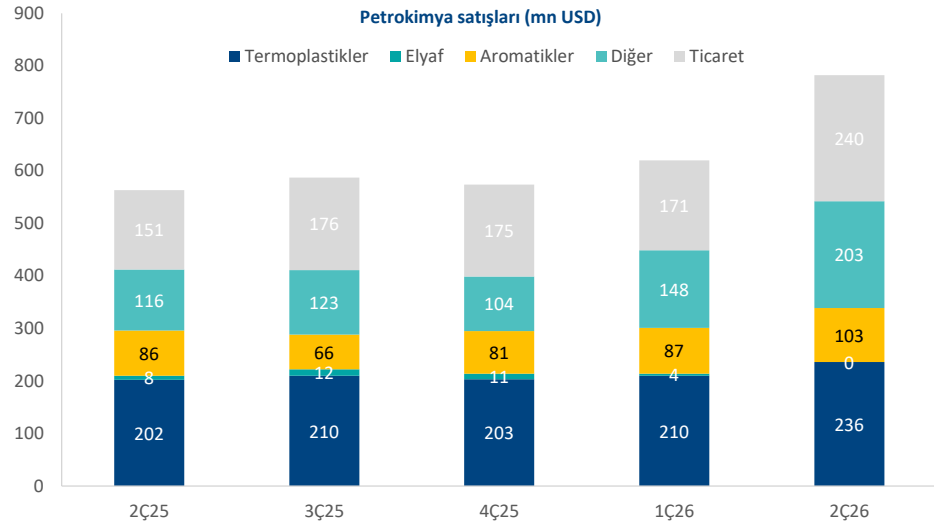
Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Ek-6 PETKM Brüt Üretim



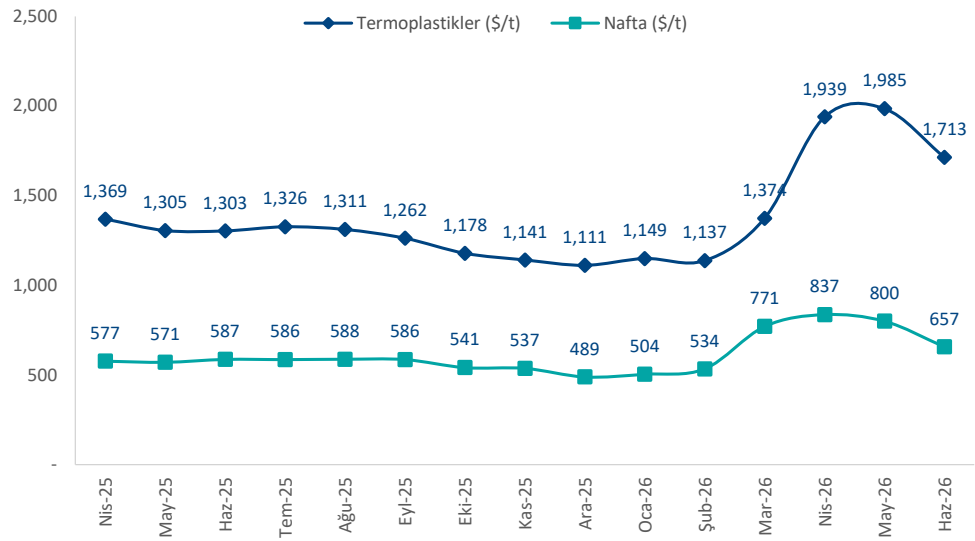
Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Ek-7: PETKM Ürün Satışları



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

EK-8 Termoplastik ve Nafta Fiyatları



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,

34340 Beşiktaş / İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.