

Tüpraş'ın güncellenmiş yatırımcı sunumuna göre, Aralık 2025'te ürün marjları geçen yıla kıyasla tüm ana ürünlerde ciddi bir artış göstermeye devam etti:

- **Dizel (motorin) marjları** ortalama **23,0\$/varil**, yıllık +%43 ve aylık +%36.
- **Jet yakıtı marjları** **23,1\$/varil**, yıllık +%91 ve aylık +%23.
- **Benzin marjları** **17,6\$/varil**, yıllık +%60 ve aylık +%26.
- **Fuel oil marjları** ortalama **-14,5\$/varil**, bir önceki yıl -9,9\$/varil ve bir önceki ay -9,5\$/varil.

Aralık 2025 ürün marjları, Kasım ayındaki yüksek seviyelere kıyasla aylık bazda normalleşme göstermesine rağmen, ana ürün gruplarında yıllık bazda güçlü seyrini korumuştur. Aylık bazdaki zayıflamanın; mevsimsel talep etkileri, küresel rafineri kapasite kullanım oranlarındaki artış ve özellikle Rusya-Ukrayna arasında yeniden gündeme gelen müzakere haberleriyle birlikte jeopolitik risk primindeki azalmadan kaynaklandığını değerlendiriyoruz. Genel olarak, aylık bazdaki gerilemeyi zirve seviyelerden bir normalleşme olarak görüyor, yapısal rafinaj dinamiklerinde bir bozulmaya işaret etmediğini düşünüyoruz. Ağır ham petrolün Brent'e olan iskontosu ise aylık bazda büyük ölçüde yatay seyrederken, yıllık bazda görece sıkı kalmaya devam etmiştir.

4Ç25 ortalamalarına bakıldığında, dizel ve jet yakıtı marjlarının sırasıyla %77 ve %94 y/y arttığı, benzin marjlarının ise %67 y/y yükseldiği görülmektedir. Buna karşın, fuel oil marjları yıllık bazda %31 oranında kötüleşmiş olup, bu durum varilin alt segmentindeki süregelen baskıyı yansıtmaktadır.

Tüpraş, 3Ç25 finansallarının ardından tam yıl net rafineri marjı beklentisini US\$5–6/varil seviyesinden US\$6,0–6,5/varil aralığına yukarı yönlü revize etmiştir (9A25: US\$6,5/varil). Revize edilen bu beklentinin hâlen **temkinli** olduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

Tüpraş için **“Endeks Üzerinde Getiri”** tavsiyemizi ve 280,00 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Son altı ayda %30 yükselen hisse, BIST-100'ü %21 oranında geride bırakmasına rağmen, **2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 4,3x ve 3,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla** işlem görmeye devam ediyor ki bu seviyeleri değerlendirme açısından hâlâ **cazip** buluyoruz.

TUPRS – Ürün Marjları

ABD\$/vrl	Ara'25	Kas'25	a/a	Ara'24	y/y	4Ç25	4Ç24	y/y
Brent Petrol	62.7	63.7	-2%	73.9	-15%	63.7	74.7	-15%
Ürün Marjları								
Motorin	23	35.9	-36%	16.1	43%	28.4	16.1	77%
Benzin	17.6	23.7	-26%	11.0	60%	19.9	11.9	67%
Jet Yakıtı	23.1	30.1	-23%	12.1	91%	25.8	13.3	94%
Fuel Oil	-14.5	-9.5	53%	-9.9	46%	-9.8	-7.4	31%

Kaynak: Tüpraş

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

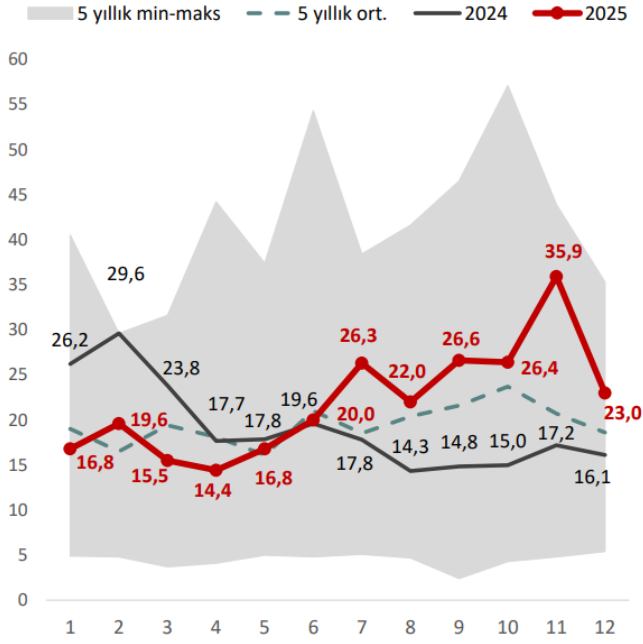
umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

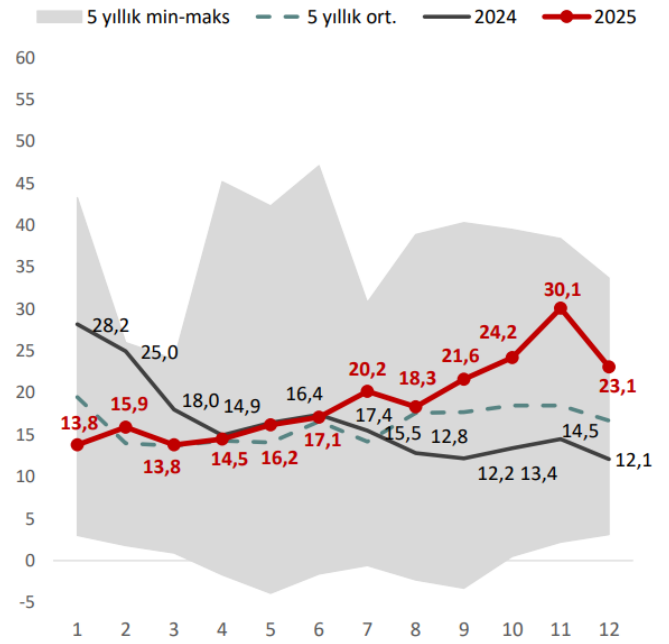
TUPRS – Orta Distilat Ürün Marjları

\$/v

Motorin



Jet Yakıtı



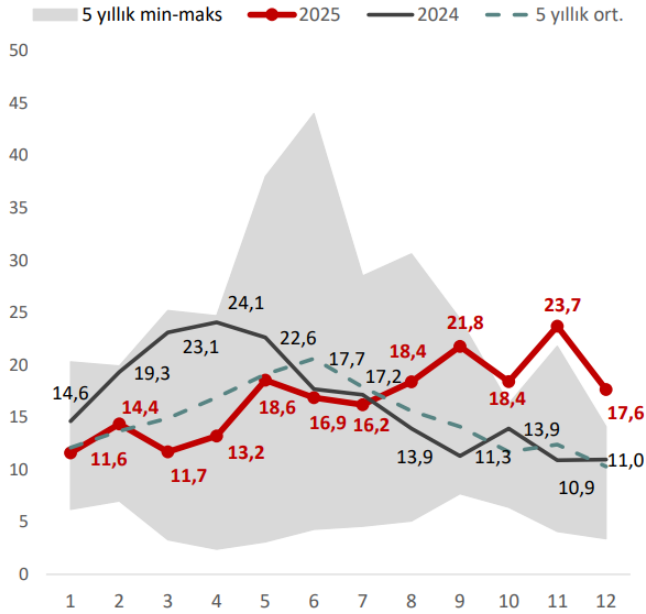
5 yıllık ortalama 2020-2024 arası kapsar, veriler 31 Aralık 2025 itibarıyladır.

Kaynak: Tüpras Yatırımcı Sunumu

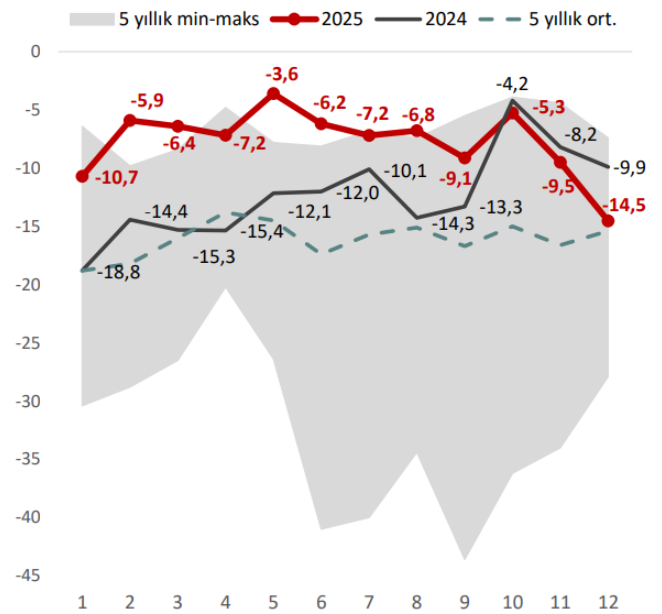
TUPRS – Benzin ve Yüksek Kükürtlü Fuel Oil Marjları

\$/v

Benzin



Yüksek Kükürtlü Fuel Oil



5 yıllık ortalama 2020-2024 arası kapsar, veriler 31 Aralık 2025 itibarıyladır.

Kaynak: Tüpras Yatırımcı Sunumu

YASAL UYARI

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