

Rafineri Ürün Karlılıkları – Aralık'25

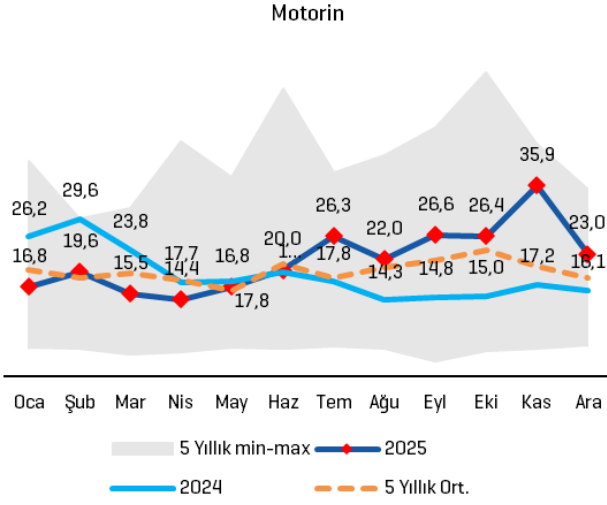
Güçlü Marjlar 2025 Net Rafineri Marjı Beklentisini Muhafazakar Kılıyor

Aralık ayında Brent petrol 58-63 USD/varil aralığında dalgalandı ve ortalama 62,7 USD/v oldu. Rafine ürün marjları Kasım ayında gördüğü zirve seviyelerden anlamlı ölçüde geri çekildi. Bu geri çekilmeye, Rusya-Ukrayna arası barış görüşmeleri ve Rusya'nın akaryakıt ihracat kısıtını kaldırabileceğine ilişkin beklentiler etkili oldu. Yine de görüşmelerin henüz nihai bir barışa ulaşmamış olması ve düşük küresel stok seviyeleri, **marjların geçen yılki seviyelerin ve 5 yıllık ortalamaların üzerinde seyrini sürdürmesini sağladı.**

- **Dizel marjı** yıllık %43 artışla 23,0 USD/v'e yükseldi. 2025 yılının Kasım ayında ise 35,9 USD/v'di. *(Dizel satışlarının cirodaki payı yaklaşık %40 seviyesindedir)*
 - 4Ç25'te Dizel Marjı yıllık %77 artışla 28,4 USD oldu.
- **Jet yakıtı marjı** Aralık'ta 23,1 USD/v seviyesinde gerçekleşti. Bu seviye geçen yılki 12,1 USD/v seviyesinden %91 daha iyi karlılığa işaret ediyor. Kasım'25'de jet yakıtı marjı 30,1 USD/v idi. *(Jet Yakıtı satışlarının cirodaki payı yaklaşık %20 seviyesindedir)*
 - 4Ç25'te Jet Yakıtı Marjı yıllık %94 artışla 25,8 USD oldu.
- **Benzin marjı** ise Aralık'24'teki 11,0 USD/v seviyesine göre yıllık %60 artışla 17,6 USD/v oldu. *(Benzin satışlarının cirodaki payı yaklaşık %25 seviyesindedir)*
 - 4Ç25'te Benzin Marjı yıllık %67 artışla 19,9 USD oldu.

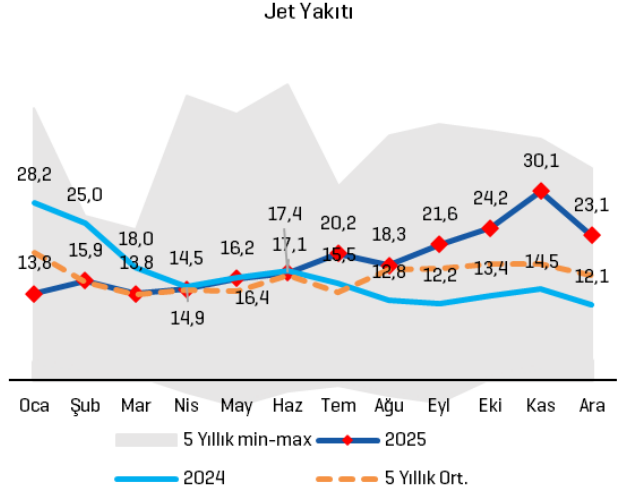
YKY Görüş: Rafine ürün marjları Kasım ayındaki seviyelerden hafifçe geri çekilse de geçen yılki seviyelerin ve beş yıllık ortalamaların üzerinde seyretnmeyi sürdürüyor. Son olarak Rusya, benzin ihracat yasağını ve dizel-jet yakıtı ihracat kısıtlarını 28 Şubat'a kadar uzattı. Küresel stok seviyelerinin düşük olduğu bu dönemde Rusya'nın ihracat kısıtlarının marjları canlı tutacağını düşünüyoruz. Barış görüşmeleri marjların yönü açısından yakından takip edilecek. Aralık ayı marjları sonrası, **Tüpraş'ın <TUPRS TI> 4Ç25'te 2025'in en güçlü karlılık seviyelerini kaydettiğini tahmin ediyoruz. 2025 yılı Net Rafineri Marjı'nın 6-6,5 USD/varil tahmin aralığının üzerinde gerçekleşeceğini öngörmeye devam ediyoruz.** Bu arada, analist değişikliği sebebiyle 198 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı ve TUT tavsiyemizi gözden geçiriyoruz.

Şekil 1: Motorin ürün karlılığı (dolar/varil)



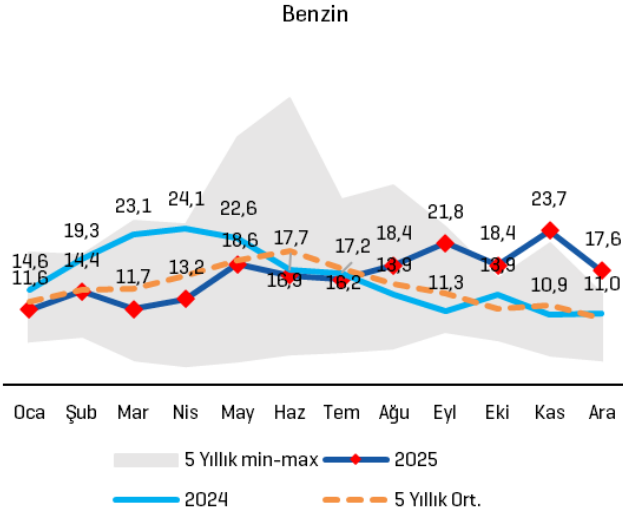
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: Jet yakıtı ürün karlılığı (dolar/varil)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 3: Benzin ürün karlılığı (dolar/varil)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Ürün Karlılıkları (Aylık) (dolar/varil)

Aralık'25 Ürün Karlılıkları (USD/varil)	Aralık'25	Aralık'24	y/y	Kasım'25	a/a	5-yıl Ort.	vs. 5y Ort.
Brent Petrol Fiyatı	62,7	73,9	-15%	63,6	-1%	74,2	-16%
Motorin	23,0	16,1	43%	35,9	-36%	18,6	24%
Jet Yakıtı	23,1	12,1	91%	30,1	-23%	16,7	38%
Benzin	17,6	11,0	60%	23,7	-26%	10,2	72%
YKFO	-14,5	-9,9	a.d	-9,5	a.d	-15,4	a.d
LPG	-19,9	-21,9	a.d	-22,5	a.d	-20,8	a.d
Nafta	-10,0	-8,4	a.d	-7,9	a.d	-8,7	a.d

Kaynak: Tupras, YKY Araştırma

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 5: Ürün Karlılıkları (Çeyreklik) (dolar/varil)

4Ç25 Ürün Karlılıkları (USD/varil)	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç24	ç/ç	5-yıl Ort.	vs. 5y Ort.
Brent Petrol Fiyatı	63,7	74,7	-15%	69,1	-8%	78,2	-19%
Motorin	28,4	16,1	77%	25,0	14%	25,7	11%
Jet Yakıtı	25,8	13,3	94%	20,0	29%	22,7	14%
Benzin	19,9	11,9	67%	18,8	6%	14,5	37%
YKFO	-9,8	-7,4	a.d	-7,7	a.d	-16,6	a.d
LPG	-21,9	-22,3	a.d	-30,7	a.d	-25,7	a.d
Nafta	-8,7	-6,8	a.d	-9,1	a.d	-11,0	a.d

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.