

Rafineri Ürün Karlılıkları – Mart'26

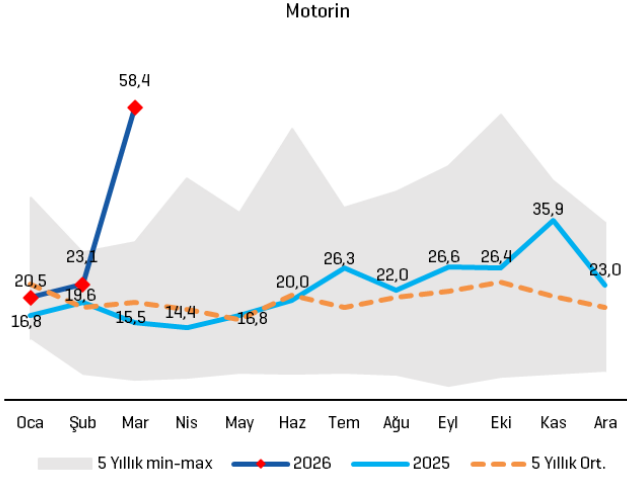
Mart ayında Brent petrol 75-114 USD/varil aralığında dalgalandı ve ortalama 103,9 USD/v oldu. İran-İsrail-ABD arası çatışmalar hem petrol fiyatlarında hem orta distilat ürün marjlarında sert yükselişe neden oldu. Mart ayında orta distilat ürün marjları **2022 Rusya-Ukrayna savaşı sırasında kaydedilen seviyelerin bile üzerinde seyretti.**

- **Dizel marjı** yıllık %277 artışla 58,4 USD/v'e yükseldi. Şubat'26'da ise 23,1 USD/v'di. *(Dizel satışlarının cirodaki payı yaklaşık %40 seviyesindedir)*
 - **1Ç26'da dizel marjı yıllık %96,5 artışla 34,0 USD/v oldu.**
- **Jet yakıtı marjı** Mart'ta 84,4 USD/v seviyesinde gerçekleşti. Bu seviye geçen yılki 13,8 USD/v seviyesinden %512 daha iyi karlılığa işaret ediyor. Şubat'25'te jet yakıtı marjı 23,7 USD/v idi. *(Jet Yakıtı satışlarının cirodaki payı yaklaşık %20 seviyesindedir)*
 - **1Ç26'da jet yakıtı marjı yıllık %197 artışla 43,1 USD/v oldu.**
- **Benzin marjı** ise Mart'25'teki 11,7 USD/v seviyesine göre yıllık %38 artışla 16,1 USD/v oldu. *(Benzin satışlarının cirodaki payı yaklaşık %25 seviyesindedir)*
 - **1Ç26'da benzin marjı yıllık %11,1 artışla 14,0 USD/v oldu.**

YKY Görüş: Ortadoğu'da yükselen gerginlik petrol ve rafine ürün marjlarını destekliyor. Bölgede faaliyet gösteren rafinerilerin ağırlıklı orta distilat olması orta distilat ürün marjlarının tarihi yüksek seviyelere yükselmesini sağladı. Bölgede gerginliğin ürün marjlarını desteklemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz. Savaş sona erse bile hasar gören rafinerilerin açılması zaman alacağından kısa sürede normalleşme beklemiyoruz. Ayrıca yüksek sezona da giriyor oluşumuzun marjlarda aşağı yönlü riskleri sınırlayacağını düşünüyoruz ve ürün marjlarının önümüzdeki çeyreklerde güçlü kalmasını bekliyoruz. Diğer taraftan Rusya, dron saldırıları nedeniyle 1 Nisan'dan itibaren benzin ihracatını tekrar yasaklayacağını duyurdu. Bu gelişmenin de bölgedeki benzin marjlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

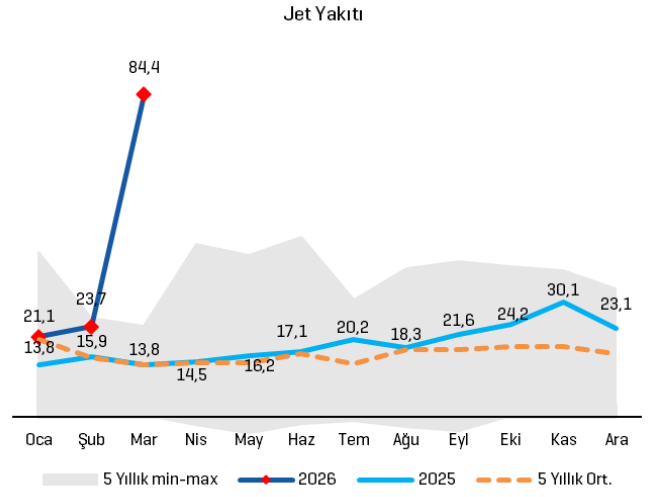
Özetle, mevcut beklentilerimiz önceki tahminlerimize kıyasla Tüpraş için daha iyi karlılık öngörüyor. TUPRS <TUPRS TI> için 261 TL hedef fiyat ve TUT tavsiyemizi gözden geçiriyoruz. Ayrıca Tüpraş'ın 2026 için 6-7 USD/varil Net Rafineri Marjı beklentisinin yukarı yönde revize edilmesini bekliyoruz.

Şekil 1: Motorin ürün karlılığı (dolar/varil)



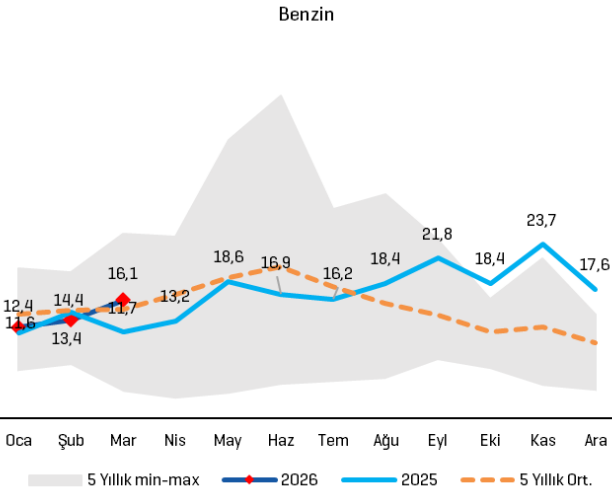
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

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)

Mart'26 Ürün Karlılıkları (USD/varil)	Mart'25	Mart'24	y/y	Şubat'26	a/a	5-yıl Ort.	vs. 5y Ort.
Brent Petrol Fiyatı	103,9	72,6	43%	71,2	46%	93,7	11%
Motorin	58,4	15,5	277%	23,1	153%	19,4	200%
Jet Yakıtı	84,4	13,8	512%	23,7	256%	13,7	516%
Benzin	16,1	11,7	38%	13,4	20%	14,9	8%
YKFO	-14,1	-6,4	a.d	-15,5	a.d	-16,0	a.d
LPG	-58,7	-21,2	a.d	-27,3	a.d	-22,5	a.d
Nafta	-16,4	-8,0	a.d	-12,1	a.d	-8,4	a.d

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

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

1Ç26 Ürün Karlılıkları (USD/varil)	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	5-yıl Ort.	vs. 5y Ort.
Brent Petrol Fiyatı	80,6	75,7	7%	63,7	27%	84,4	-5%
Motorin	34,0	17,3	97%	28,4	20%	25,4	34%
Jet Yakıtı	43,1	14,5	197%	25,8	67%	25,3	70%
Benzin	14,0	12,6	11%	19,9	-30%	15,9	-12%
YKFO	-15,1	-7,7	a.d	-9,8	a.d	-17,3	a.d
LPG	-36,6	-24,5	a.d	-21,9	a.d	-30,5	a.d
Nafta	-13,7	-7,5	a.d	-8,7	a.d	-9,6	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 dayanılarak 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 dayanılarak 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.