

Tüpraş - Mart Ürün Marjları

Ürün Marjları (varil başına, \$)

Tüpraş'ın 2026 Mart ayı ortalama ürün marjlarının geçtiğimiz yılın aynı döneminin %284.5 üzerinde gerçekleştiğini hesaplıyoruz. Yıllık bazda; jet yakıtı marjları 70.6\$ (+%511.6), dizel marjları 42.9\$ (+%276.8), benzin marjları ise 4.4\$ (+%37.6) yükseldi. Fuel oil marjlarında ise 7.7\$ daralma görüldü. 2026 Şubat ayı ile kıyaslandığında jet yakıtı, dizel ve benzin marjları sırasıyla %256, %153 ve %20 artış sergiledi.

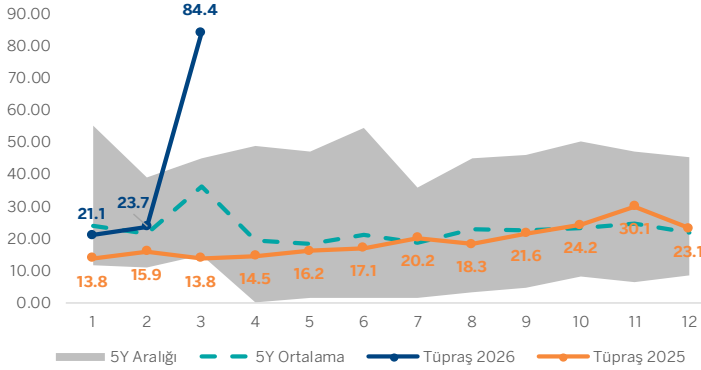
	2026 Mar. Açıklanan	1 Yıl Önce	1 Ay Önce
		2025 Mar. Değ.(%)	2026 Şub. Değ.(%)
Jet Yakıtı	84.4	13.8	511.6%
Dizel	58.4	15.5	276.8%
Benzin	16.1	11.7	37.6%
HSFO	-14.1	-6.4	-120.3%

	2026 Mar. Tahmini (T.)	1 Yıl Önce T.	1 Ay Önce T.
		2025 Mar. Değ.(%)	2026 Şub. Değ.(%)
GY Model WACM	41.0	10.7	284.5%
			2026 Şub. Değ.(%)
			204.2%

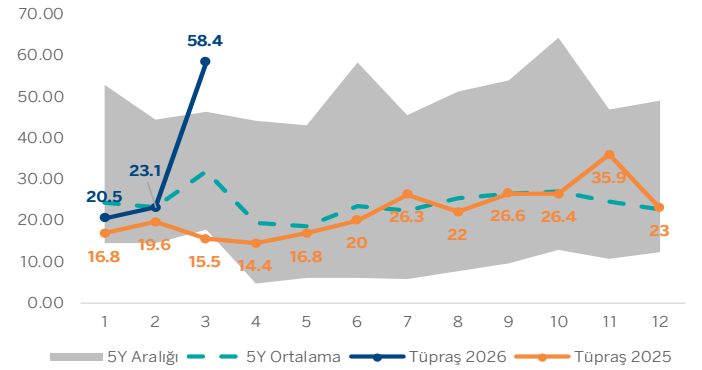
Kaynak: TUPRS, Garanti BBVA Yatırım

2025 yılı Mart ayında 10.7 \$/v olarak öngördüğümüz WACM'in, 2026'nın aynı döneminde yaklaşık 30 \$/v artışla 40 \$/v seviyesinin üzerine çıktığını; geçtiğimiz aya (13.5 \$/v) kıyasla ise yaklaşık %200 artış kaydettiğini hesaplıyoruz. Jeopolitik gerginliklerin etkisiyle, orta distilat verimi yüksek ham petrol arzında yaşanan daralma ve Avrupa'da jet yakıtı ile dizel tedarikinde görülen aksaklıklar, orta distilat crack marjlarının tarihi yüksek seviyelere ulaşmasına neden oluyor. Şirket, 2026 yılı için 6-7 \$/v seviyesinde net rafineri marjı beklentisi paylaşmıştı. Ancak mevcut jeopolitik gelişmeler ışığında bu bandın yukarı yönlü revize edilmesini bekliyoruz. Baz senaryomuzda, marjların Mayıs 2026 itibarıyla normalleşmeye başladığını varsayarak, yıl geneli için yaklaşık 10 \$/v net rafineri marjı öngörüyoruz. Model portföyümüzde yer alan TUPRS için 367.3 TL hedef fiyatımız ve "endeks üzeri getiri" tavsiyemiz bulunmaktadır.

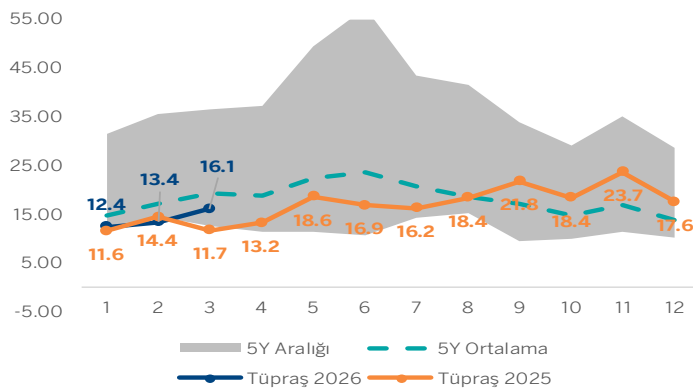
Jet Yakıtı



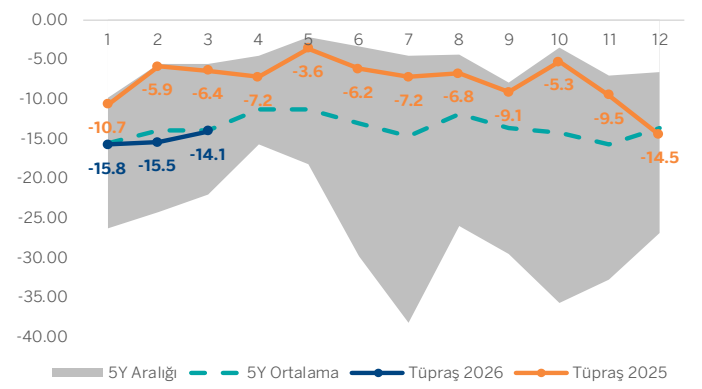
Dizel



Benzin



Yüksek Kükürtlü Fuel Oil (HSFO)

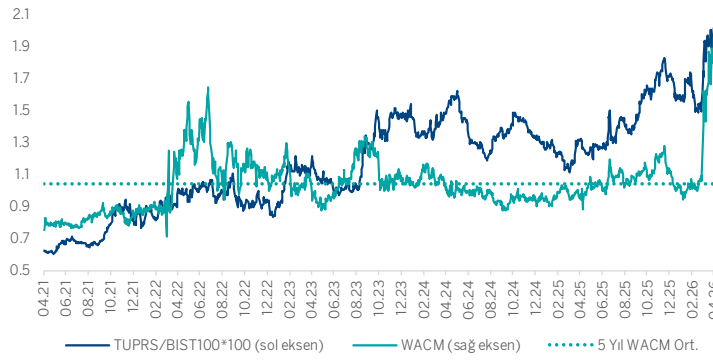

Kaynak: TUPRS, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım¹

¹Jet yakıtı, dizel, benzin ve HSFO marjları ve bu marjların 5 yıllık ortalamaları hesaplanırken General-Index'in Akdeniz fiyatlarından faydalanılmıştır. Bu yüzden '5Y Aralığı' ve 'Ortalama' verileri şirket sunumlarından farklılaşabilir. Tüpraş verileri şirket sunumlarından alınmıştır. Petrol fiyatı olarak ise dated brent petrol fiyatı kullanılmıştır. Tüm veriler Bloomberg Terminali'nden sağlanmıştır.

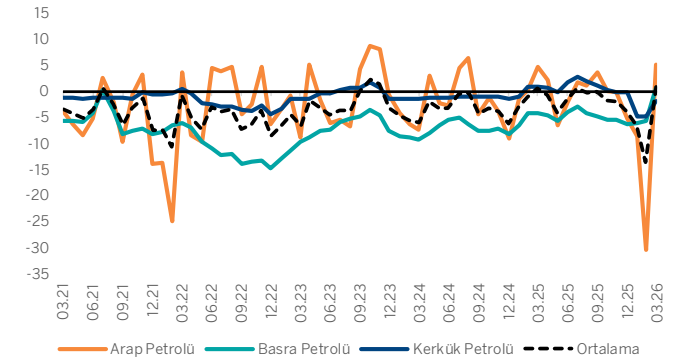
Tüpraş - Ortalama Marj, Diferansiyel ve Avrupa Stokları

Ağırlıklandırılmış ortalama ürün marjında (WACM) yeniden yukarı yönlü bir ivmelenme gözlemliyoruz. Jeopolitik gerginliklerin devamı halinde bu yükselişin sürebileceğini, gerginliğin azalması durumunda ise marjların kademeli olarak normalleşeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmelerden bağımsız olarak pandemi öncesinde 6 –7 \$/v seviyesinde hesapladığımız ortalama WACM’nin 12 \$/v üzerinde kalıcılık göstermesi, sektörün halen güçlü bir döngü içerisinde olduğuna işaret etmektedir. 3Ç25’te 1 \$/v’nin altında, 4Ç25’te ise 2 \$/v’ye yakın hesapladığımız diferansiyel etkisinin, Orta Doğu’da yaşanan gelişmeler nedeniyle 1Ç26 itibarıyla sağlıklı şekilde ölçülmesinin zor olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, yüksek sezona yaklaşılrken Avrupa stoklarında gözlenen zayıflık, ürün marjlarındaki güçlü seyrin bir süre daha korunabileceğine işaret etmektedir.

GY Model WACM ve Tüpraş/BIST100

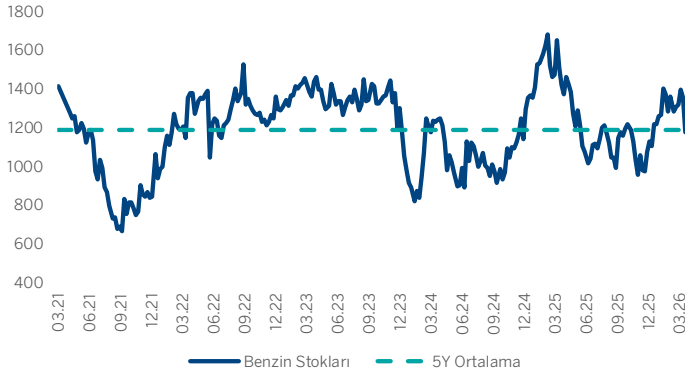


Petrol Diferansiyelleri

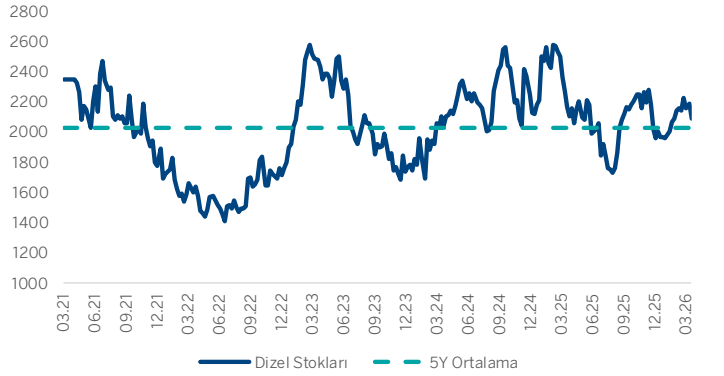


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Benzin Stokları

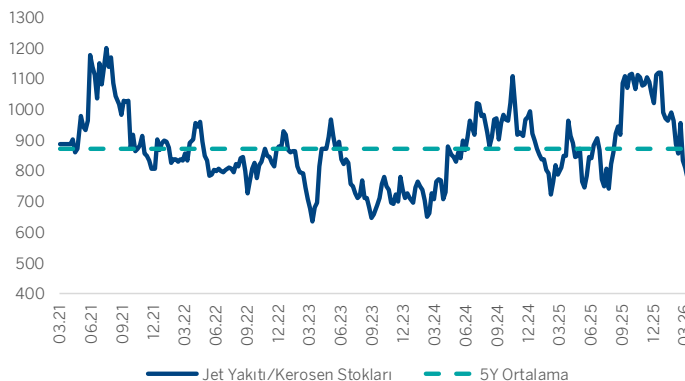


Dizel Stokları

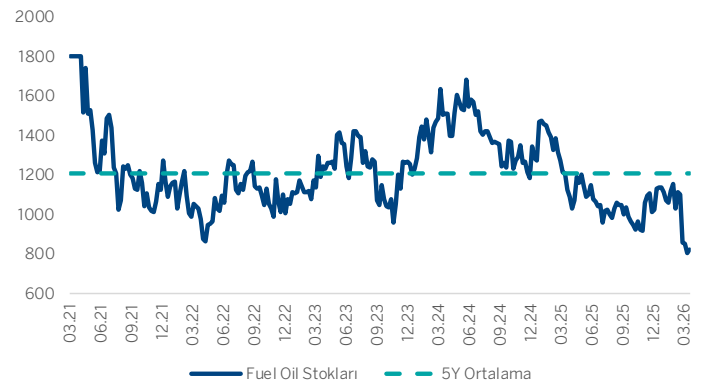


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Jet Yakıtı Stokları



Fuel Oil Stokları



Kaynak: Bloomberg, 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.

Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

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.