

## Tüpraş - Eylül Ürün Marjları

### Ürün Marjları (varil başına, \$)

Tüpraş'ın Eylül ayı ortalama ürün marjları geçtiğimiz yılın aynı döneminin %113 üzerinde gerçekleşti. Jet yakıtı marjları 9.4\$ (+%77), dizel marjları 11.8\$ (+%79.7), benzin marjları ise 10.5\$'lık (+%92.9) artış gösterdi. Fuel oil marjlarında da 4.2\$ (%31.6) iyileşme görüldü.

2025 Ağustos ayı ile kıyaslandığında da jet yakıtı marjlarında %18, dizel marjlarında %20.9, benzin marjlarında ise %18.5 artış izlendi.

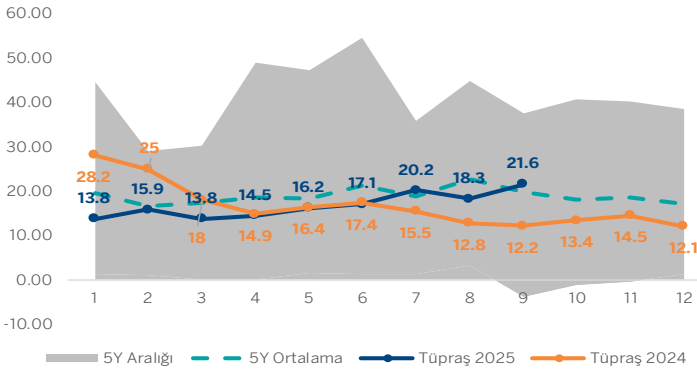
|            | 2025 Eyl. Açıklanan | 1 Yıl Önce |         | 1 Ay Önce |         |
|------------|---------------------|------------|---------|-----------|---------|
|            |                     | 2024 Eyl.  | Değ.(%) | 2025 Ağu. | Değ.(%) |
| Jet Yakıtı | 21.6                | 12.2       | 77.0%   | 18.3      | 18.0%   |
| Dizel      | 26.6                | 14.8       | 79.7%   | 22        | 20.9%   |
| Benzin     | 21.8                | 11.3       | 92.9%   | 18.4      | 18.5%   |
| HSFO       | -9.1                | -13.3      | 31.6%   | -6.8      | -33.8%  |

|               | 2025 Eyl. Tahmini (T.) | 1 Yıl Önce T. |         | 1 Ay Önce T. |         |
|---------------|------------------------|---------------|---------|--------------|---------|
|               |                        | 2024 Eyl.     | Değ.(%) | 2025 Ağu.    | Değ.(%) |
| GY Model WACM | 16.9                   | 7.9           | 113.1%  | 14.6         | 15.3%   |

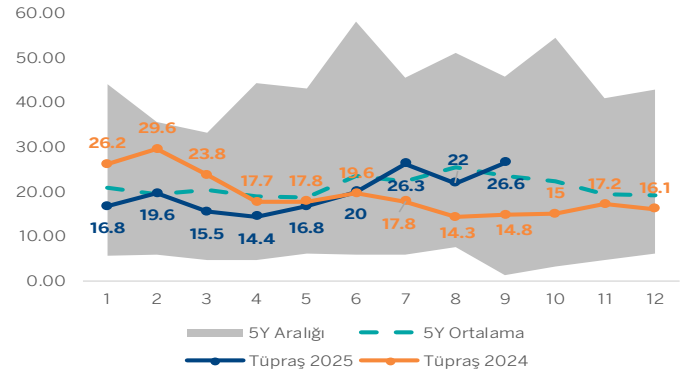
Kaynak: TUPRS, Garanti BBVA Yatırım

2025'in Ağustos ayında 14.6\$ tahmin ettiğimiz WACM'ın Eylül ayında 2.3\$ (%15) yükselişle 16.9\$ gerçekleştiğini, böylelikle 2024'ün aynı dönemine (7.9\$) kıyasla %113 arttığını hesaplıyoruz. Tüpraş 2025 yıl sonu için 5-6\$ bölgesinde net rafineri marjı (NRM) projeksiyonu açıklamış, 2025'in ilk çeyreğini 4.1\$, ikinci çeyreğini ise 5.3\$ NRM ile geride bırakmıştı. NRM hedefinin bu çeyrekte 3\$ kadar aşılabileceğini hesaplıyoruz. Marjlardaki güçlü seyri ve Avrupa stoklarındaki gidişatı göz önünde bulundurarak şirketin 2025'i hedef NRM'nin üst bandında kapatabileceğini düşünüyoruz. Model portföyümüzde bulunan Tüpraş için 218.1TL hedef fiyatımız ve endeks üzeri getiri tavsiyemiz bulunuyor.

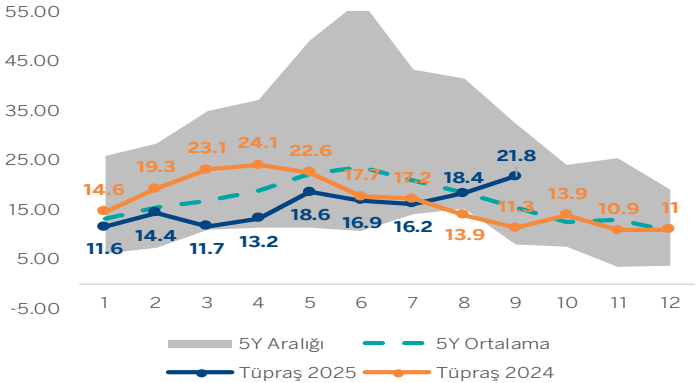
### Jet Yakıtı



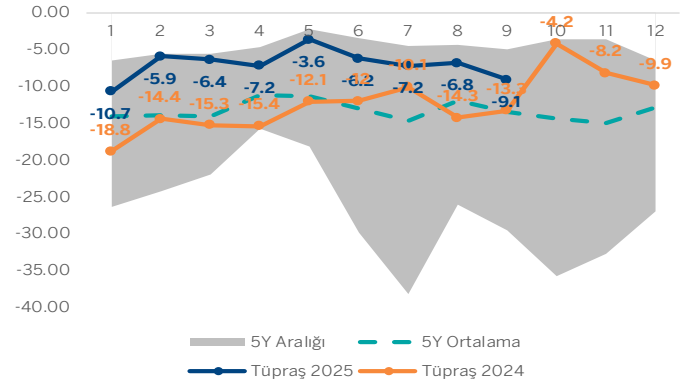
### Dizel



### Benzin



### Yüksek Kükürtlü Fuel Oil (HSFO)



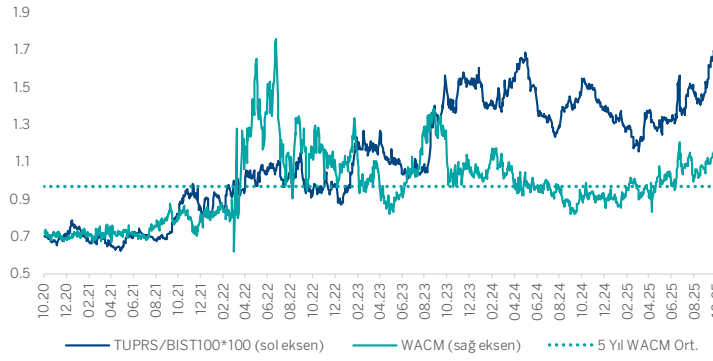
Kaynak: TUPRS, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Jet 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 sağlanmış-  
tır.

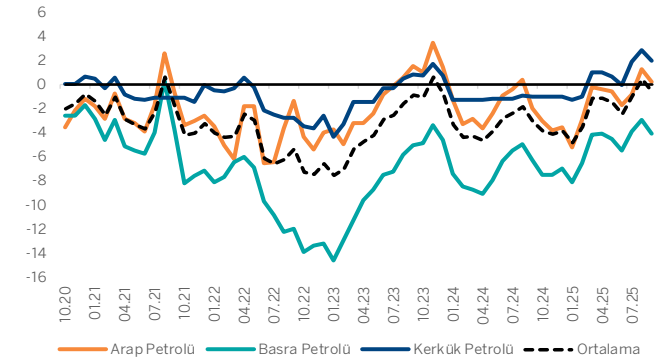
## Tüpraş - Ortalama Marj, Diferansiyel ve Avrupa Stokları

**Ağırlıklandırılmış ortalama ürün marjında (WACM)** jeopolitik gerginliklerle birlikte son 5 yıl ortalamasının üzerinde kalıcılığa görüyoruz. Pandemi öncesi 6\$'larda hesapladığımız WACM'ın 10\$'ın üzerinde seyretmesi şirketin hala güçlü bir döngüde olduğunu gösteriyor. **Petrol diferansiyellerinde** İran-İsrail gerginliği ve OPEC+ etkisiyle bu çeyrek zayıflık görüyoruz. Eylül ayı sonu için Arap, Basra ve Kerkük petrolünü kullanarak hesapladığımız ortalama diferansiyel 0.5\$ (Haziran: -0.4\$) bölgesinde seyrediyor. Avrupa'nın dizel ve jet yakıtı stoklarında 5 yıllık ortalamaların üzerine çıkıldığını görüyoruz. Benzin stoklarında ise ortalamaya yakın bir seyir izleniyor.

### GY Model WACM ve Tüpraş/BIST100

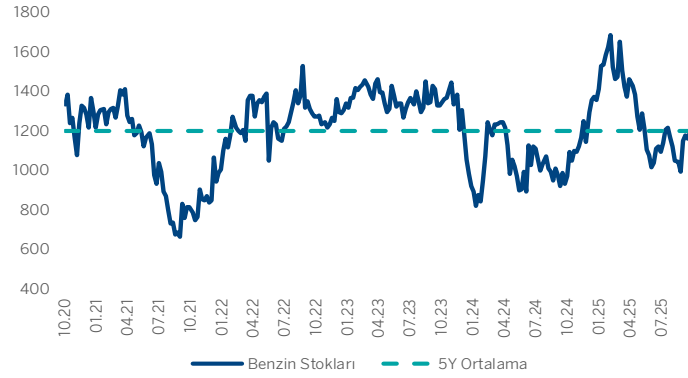


### Petrol Diferansiyelleri

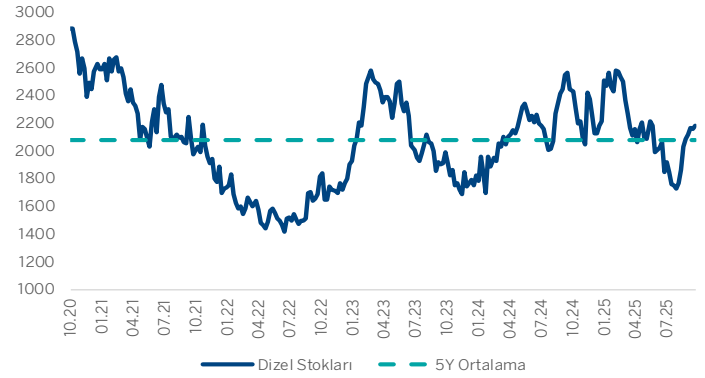


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

### Benzin Stokları

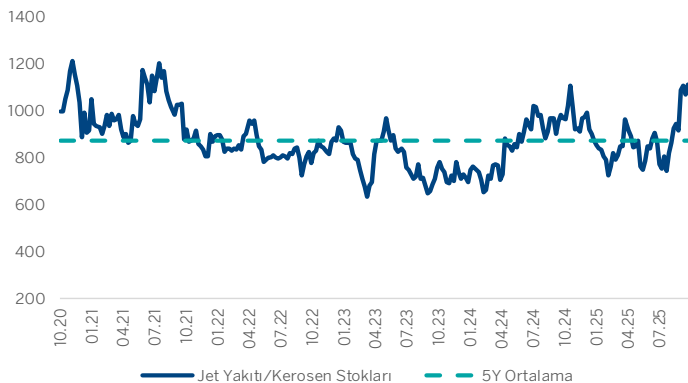


### Dizel Stokları

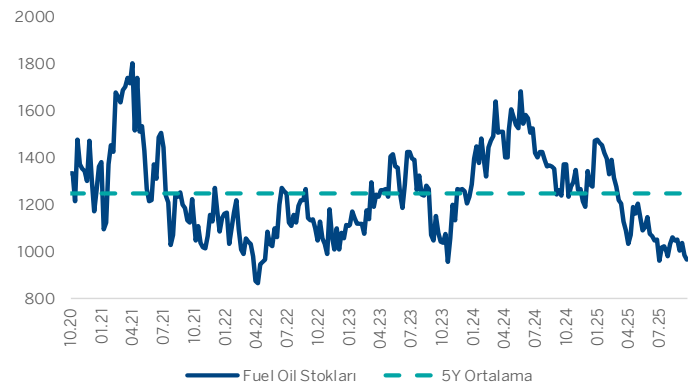


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

### 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](mailto: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.  |