

Rafineri Ürün Karlılıkları – Eylül'25

Marjlar Geçen Yılın ve 5 Yıllık Ortalamaların Üzerinde: 3Ç25'e İlişkin Güçlü Karlılık Beklentimizi Destekledi

Eylül ayında Brent petrol, OPEC+ arz artışı ve jeopolitik riskler ekseninde dalgalı bir seyir izledi. Brent petrol ortalama fiyatı Eylül 2024'teki 74,3\$/v* seviyesinden %8 düşüşle ve Ağustos 2025'teki 68,2\$/v seviyesine göre yatay kalarak 68,0\$/v seviyesinde gerçekleşti. **Ürün marjları güçlü talep, düşük stoklar ve artan Jeopolitik tansiyon eşliğinde yükseldi ve hem geçen yılki seviyelerin hem de 5 yıllık ortalamalarının üzerinde seyretmeyi sürdürdü.**

- **Dizel ürün marjı 2024 Eylül'de 14,8 \$/varil seviyesindeyken bu Eylül'de y/y %80 artışla 26,6\$/v'e yükseldi. 2025 yılının Ağustos ayında ise 22,0 \$/v'di. (Dizel satışlarının cirodaki payı yaklaşık %40 seviyesindedir).**

3Ç25 dizel ürün marjı 25,0 \$/v oldu (y/y +%59 ç/ç +%46).

- **Jet yakıtı marjı Eylül'de 21,6 \$/v seviyesinde gerçekleşti. Bu seviye geçen yılki 12,2\$/v seviyesinden %77 daha iyi karlılığa işaret ediyor. Ağustos'25'de bu seviye 18,3 \$/v idi. (Jet Yakıtı satışlarının cirodaki payı yaklaşık %20 seviyesindedir.)**

3Ç25 jet yakıtı ürün marjı 20,0 \$/v oldu (y/y +%48, ç/ç +%25).

- **Benzin marjı ise Eylül'24'deki 11,3 \$/v seviyesine göre y/y %93 artışla 21,8 \$/v olarak gerçekleşti. (Benzin satışlarının cirodaki payı yaklaşık %25 seviyesindedir).**

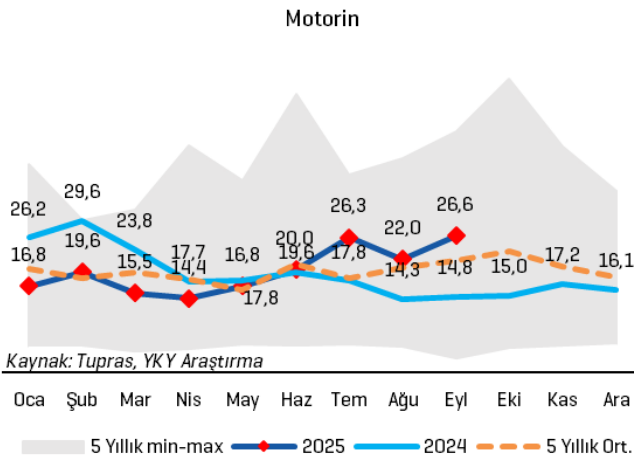
3Ç25 benzin ürün marjı 18,8 \$/v oldu (y/y +%33, ç/ç +%16).

YKY Görüş: 3Ç25 ürün marjları hem geçen yılın hem de 5 yıllık ortalamaların üzerinde gerçekleşerek 3Ç25 için güçlü karlılık öngörümüzü destekledi. **Tüpraş <TUPRS TI>** 2025 tamamında 5-6\$/v Net Rafineri Marjı (NRM) bekliyor. 1Y25'de NRM 4,7\$/v seviyesinde gerçekleşti. 3Ç25 marjları sonrası, Tüpraş'ın 2025 yılı NRM beklentisini muhafazakar buluyor, üst banda yakın gerçekleşme öngörüyoruz.

Bu arada, analist değişikliği sebebiyle 198 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı ve TUT tavsiyemizi gözden geçiriyoruz..

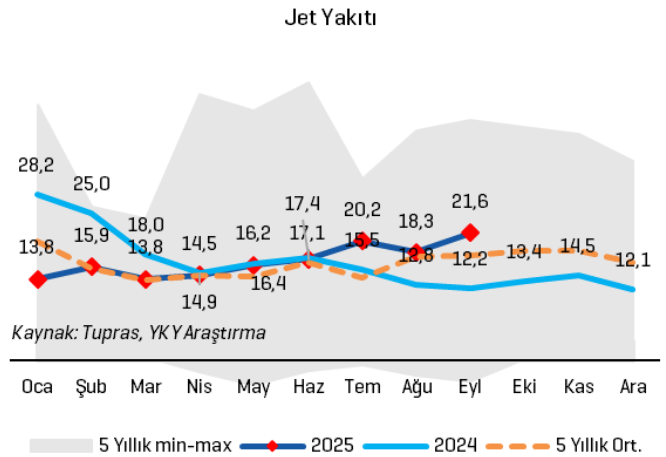
* \$/v: dolar/varil

Şekil 1: Motorin ürün karlılığı (dolar/varil)



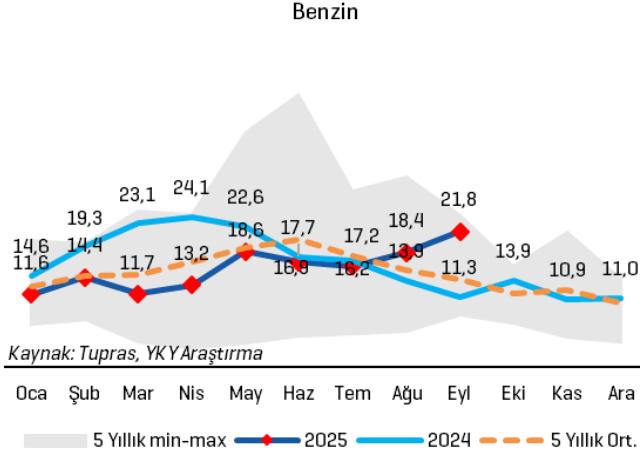
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

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



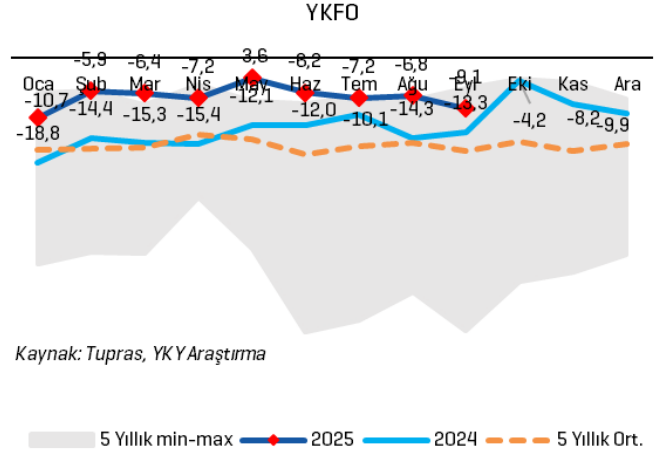
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 3: Benzin ürün karlılığı (dolar/varil)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Yüksek Kükürlü Fuel Oil ürün karlılığı (dolar/varil)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 5: Ürün Karlılıkları (dolar/varil)

Eylül'25 Ürün Karlılıkları (USD/varil)	Eylül'25	Eylül'24	y/y	Ağustos'25	a/a	5-yıl Ort.	vs. 5y Ort.
Brent Petrol Fiyatı	68,0	74,3	-8%	68,2	0%	80,2	-15%
Motorin	26,6	14,8	80%	22,0	21%	21,7	22%
Jet Yakıtı	21,6	12,2	77%	18,3	18%	17,8	22%
Benzin	21,8	11,3	93%	18,4	18%	14,1	55%
YKFO	-9,1	-13,3	a.d	-6,8	a.d	-16,6	a.d
LPG	-29,5	-23,6	a.d	-30,5	a.d	-26,2	a.d
Nafta	-8,2	-6,1	a.d	-8,2	a.d	-10,2	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.