

Tüpraş'ın güncellenen yatırımcı sunumuna göre, Haziran 2026 rafineri ürün marjları orta distilat ürünlerinde kademeli normalleşmenin devam ettiğine işaret ederken, benzin marjları güçlü seyrini korudu ve fuel oil marjları ise yatay kaldı. Mart ve Nisan aylarında görülen olağanüstü yüksek seviyelerden bir miktar geri çekilme yaşansa da, dizel ve jet yakıtı marjları tarihsel seviyelerin oldukça üzerinde kalmaya devam etti. İkinci çeyrek ortalamaları da tüm ana hafif ve orta distilat ürünlerinde geçen yılın belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti.

- Dizel** marjı Haziran ayında **45,8 ABD\$/varil** olarak gerçekleşerek Mayıs ayındaki **47,6 ABD\$/varil** seviyesinin hafif altında kaldı. Buna karşın hem **Haziran 2025 seviyesinin (20,0 ABD\$/varil)** hem de son beş yıl ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşti. **2Ç26 dizel marjı ortalaması 49,3 ABD\$/varil** olurken, bu rakam **2Ç25'te 17,1 ABD\$/varil** seviyesindeydi.
- Jet yakıtı** marjı Haziran ayında **42,1 ABD\$/varil** ile Mayıs ayındaki **48,6 ABD\$/varil** seviyesinden gerileyerek yılın ilk aylarında görülen olağanüstü yüksek seviyelerden normalleşmesini sürdürdü. Bununla birlikte marjlar hem **Haziran 2025 seviyesinin (17,1 ABD\$/varil)** hem de tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde kaldı. **2Ç26 jet yakıtı marjı ortalaması 52,1 ABD\$/varil** olurken, **2Ç25'te 15,9 ABD\$/varil** seviyesindeydi.
- Benzin** marjı Haziran ayında **31,4 ABD\$/varil** ile Mayıs ayındaki **31,3 ABD\$/varil** seviyesine paralel gerçekleşti ve yaz sezonu öncesinde güçlü görünümünü korudu. Marjlar hem **Haziran 2025 seviyesinin (16,9 ABD\$/varil)** hem de beş yıllık ortalamasının belirgin şekilde üzerinde kaldı. **2Ç26 benzin marjı ortalaması 24,3 ABD\$/varil, 2Ç25'te ise 16,2 ABD\$/varil** olarak gerçekleşti.
- Yüksek kükürlü fuel oil (HSFO)** marjı Haziran ayında **-12,5 ABD\$/varil** ile Mayıs ayındaki **-12,7 ABD\$/varil** seviyesine yakın gerçekleşti. Ancak marjlar **Haziran 2025 seviyesinin (-6,2 ABD\$/varil)** altında kalmayı sürdürdü. **2Ç26 HSFO marjı ortalaması -21,0 ABD\$/varil, 2Ç25'te ise -5,7 ABD\$/varil** seviyesinde gerçekleşti.

Haziran verileri, orta distilat ürün marjlarındaki normalleşme sürecinin devam ettiğini ancak bunun oldukça kademeli gerçekleştiğini gösteriyor. Dizel ve jet yakıtı marjları aylık bazda hafif gerilese de hem geçen yılın seviyelerinin hem de uzun dönem ortalamalarının oldukça üzerinde kalmayı sürdürerek rafineri kârlılığını desteklemeye devam etti. Benzin marjları ise Mayıs ayında görülen güçlü seviyelerini koruyarak mevsimsel talebin sağlıklı seyrettiğine işaret etti. HSFO marjları ise yatay seyrederek fuel oil piyasasındaki zayıf görünümün devam ettiğini gösterdi.

Diğer taraftan, Mayıs ayından beri ağır ham petrol diferansiyelleri belirgin şekilde yükseldi. Bu durum, ağır ham petrol işlemenin ekonomik avantajını azaltarak Tüpraş gibi kompleks rafineriler için hammadde maliyetleri açısından olumsuz bir unsur oluşturdu ve güçlü ürün marjlarının sağladığı olumlu etkinin bir kısmını dengeledi.

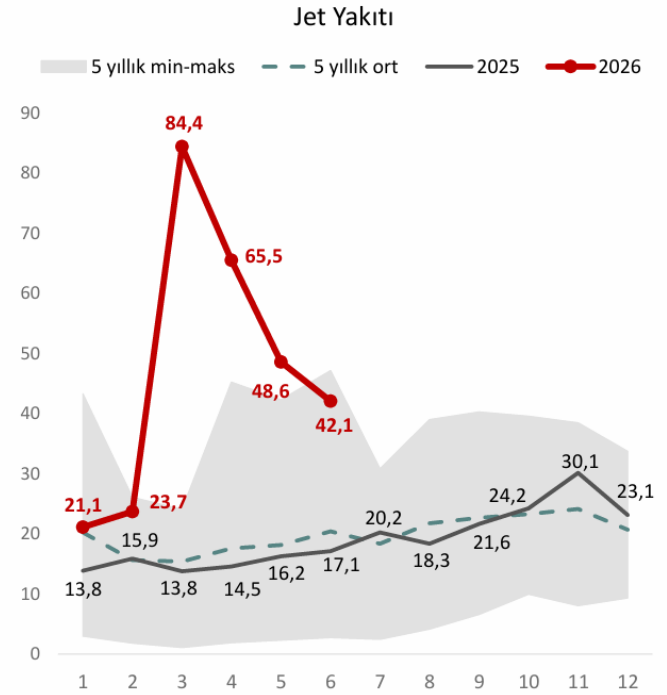
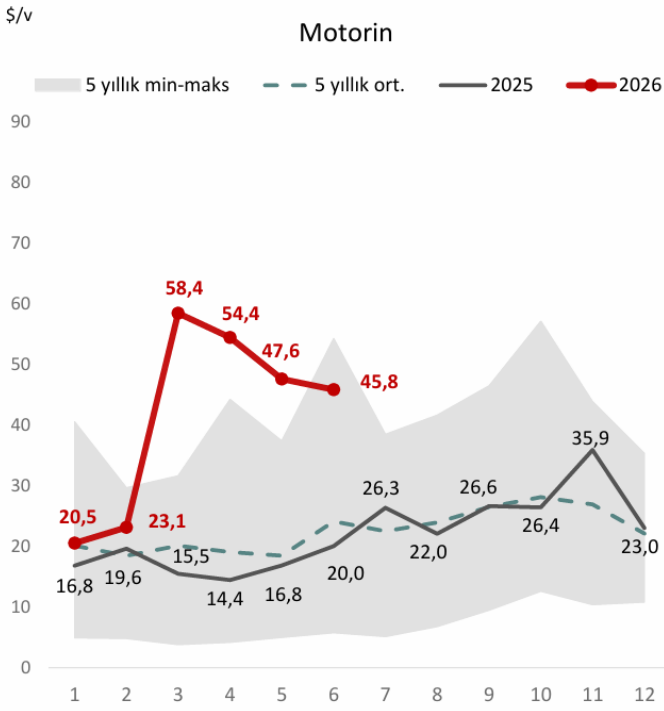
Genel olarak değerlendirildiğinde, **2026 yılının ikinci çeyreğinde rafineri marj ortamı Tüpraş açısından destekleyici olmaya devam etti.** Ürün marjları Mart ayındaki zirve seviyelerinden normalleşmiş olsa da, **2Ç26 dizel ve jet yakıtı marjları geçen yılın aynı döneminin yaklaşık üç katı seviyesinde gerçekleşirken**, benzin marjları da yıllık bazda belirgin iyileşme kaydetti. Ağır ham petrol diferansiyellerindeki sert yükseliş kısa vadede olumsuz bir unsur olmakla birlikte, güçlü ürün marjlarının bu etkiyi fazlasıyla telafi ettiğini düşünüyoruz. Bu nedenle Haziran verilerini **hafif olumlu** olarak değerlendiriyor ve Tüpraş'ın ikinci çeyrekte güçlü rafineri kârlılığı açıklamasını bekliyoruz. Son üç ayda hisse fiyatı **%10 düşerek BIST-100 endeksine göre %20 negatif ayrılmış** olup, şirket **2026T ve 2027T tahmini FD/FAVÖK çarpanlarına göre sırasıyla 3,0x ve 3,3x** seviyelerinde ve **5,0x** seviyesindeki tarihsel ortalamasına göre iskontolu işlem görmeye devam etmektedir. Bu doğrultuda **336 TL hedef fiyatımızı ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.**

ABD\$/vrl	Haz'26	May'26	a/a	Haz'25	y/y	2Ç26	2Ç25	y/y
Brent Petrol	85.5	107.6	-21%	71.6	19%	104.5	67.9	54%
<b>Ürün Marjları</b>								
Motorin	45.8	47.6	-4%	20.0	129%	49.3	17.1	189%
Benzin	31.4	31.3	0%	16.9	86%	24.3	16.2	49%
Jet Yakıtı	42.1	48.6	-13%	17.1	146%	52.1	15.9	227%
Fuel Oil	-12.5	-17.6	a.d.	-6.2	a.d.	-21.0	-5.7	a.d.

Kaynak: Tupras

Umud Öztürk  
Araştırma Müdürü  
umut.ozturk@gedik.com  
+90 212 385 42 00

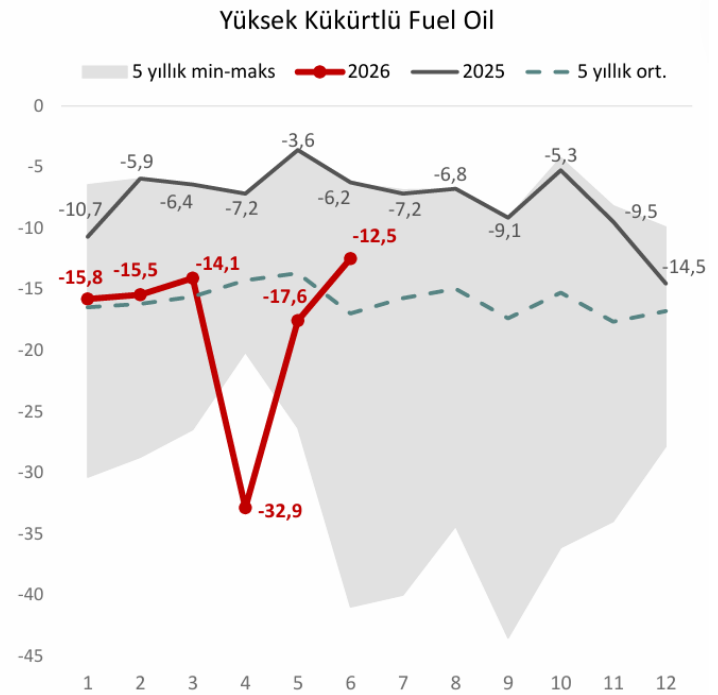
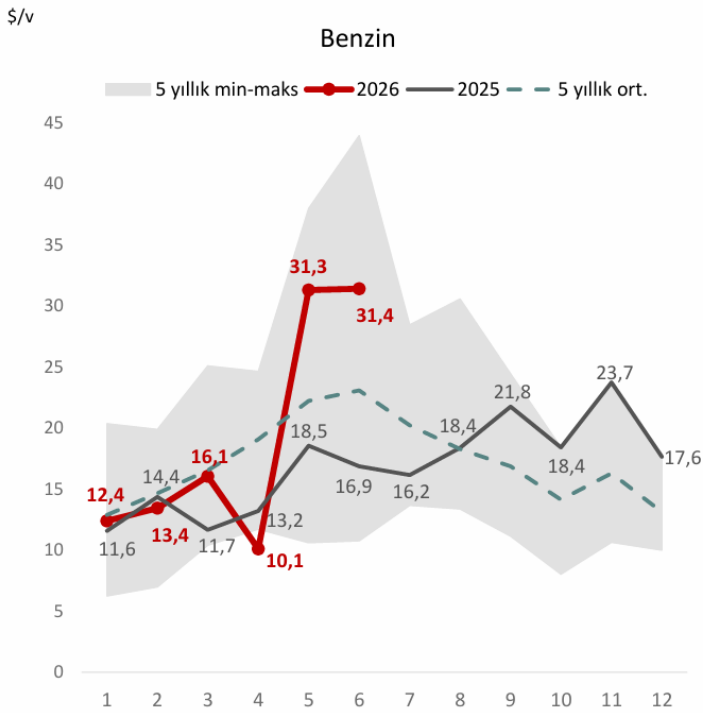
## TUPRS – Orta Distilat Ürün Marjları



5 yıllık ortalama 2021-2025 arasında kapsar, veriler 30 Haziran 2026 itibarıyladır.

Kaynak: Tüpras Yatırımcı Sunumu

## TUPRS – Benzin ve Yüksek Kükürlü Fuel Oil Marjları



5 yıllık ortalama 2021-2025 arasında kapsar, veriler 30 Haziran 2026 itibarıyladır.

Kaynak: Tüpras Yatırımcı Sunumu

### **YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.