

Aylık Strateji

Şubat 2026

Araştırma Bölümü
+90 (212) 334 33 33
arastirma@sekeryatirim.com

Trump'ın hamleleri risk iştahında dalgalanmaya neden oldu...

Öneri: AL

Trump'ın Venezuela'ya yönelik askeri müdahalesi, İran'a yönelik müdahale tehdidi ve Grönland'ın ulusal güvenlik için önemini belirterek ABD'nin denetiminde olması gerektiği söylemleri, küresel piyasalarda jeopolitik risk algısını belirgin biçimde artırmıştır. Trump'ın Grönland'a ilişkin bu söylemleri sonrası batı bloğundaki görüş ayrılıkları derinleşirken başta Danimarka olmak üzere Avrupa ülkeleri, bu söylemleri egemenlik ihlali olarak değerlendirerek ABD'ye sert tepki göstermiştir. Ocak ayında Trump'ın Grönland konusuyla bağlantılı sekiz AB ülkesine, Çin ile ticaret anlaşması yapacağı konuşulan Kanada'ya ve İran ile ticaret yapan ülkelere tarifeleri artıracığı tehdidinde bulunması, tarifeler konusunun 2026 yılında da gündemde kalmaya devam edeceğini göstermektedir. Aynı dönemde ABD Adalet Bakanlığı'nın Fed'e yönelik cezai soruşturma başlatıldığının açıklanması, mayıs ayında görev süresi dolacak olan Fed Başkanı Jerome Powell tarafından Fed'in bağımsızlığına yönelik bir hamle olarak değerlendirilmiş, bu durum Fed'e yönelik kurumsal güven tartışmalarını daha da derinleştirmiştir.

2025'in son üç FOMC toplantısında yaptığı 25'er baz puanlık indirimlerle politika faizini %3,50-%3,75 aralığına çekerek yılı tamamlayan Fed, 27-28 Ocak tarihlerinde gerçekleştirilen yılın ilk FOMC toplantısında politika faizini beklentilere paralel sabit tutmuştur. Karar, 2'ye karşı 10 oyla alınırken, üyeler arasında Waller ve Miran faiz indirimi yönünde oy kullanmıştır. Toplantı sonrası yapılan açıklamalarda, ABD ekonomisinin güçlü büyüme performansı ve istikrarlı işgücü piyasası sinyalleri verdiği ifade edilirken, enflasyonun %2 hedefinin bir miktar üzerinde seyretmeye devam ettiği vurgulanmış ve bu nedenle kısa vadede acil bir faiz indiriminin gerekli olmadığı belirtilmiştir. Gelecek toplantılara ilişkin faiz patikasına dair net bir yönlendirme yapılmazken, para politikasının veri odaklı ve toplantı bazlı bir yaklaşımla belirleneceği ifade edilmiş; ayrıca Fed'in bağımsızlığını korumasının önemine dikkat çekilmiştir. ABD Başkanı Donald Trump, Mayıs ayında görev süresi dolacak olan mevcut Fed Başkanı Jerome Powell'in yerine eski Fed Üyesi Kevin Warsh'u aday gösterdi. Geçmiş Fed Üyesi döneminde para politikasındaki şahin tutumu ile tanınan Warsh'un, Fed Başkanlığı için aday gösterilmesinin ardından kıymetli metallerde ve ABD borsalarında negatif dalgalı fiyatlamalar izlendi.

Asya tarafında BoJ, 8 Şubat'ta ülkede yapılacak erken genel seçim süreci öncesi Ocak toplantısında faiz oranını sabit bırakmıştır. ECB'nin ise, 4-5 Şubat tarihlerinde yapılacak yılın ilk toplantısında finansal istikrar ve kur oynaklığını sınırlamak amacıyla para politikasında ihtiyatlı bir tutum sergileyerek faiz oranlarını sabit tutması beklenmektedir.

Yurt içinde ise; aralık ayında %0,89 ile beklentilerin oldukça altında gelen enflasyon verisine rağmen yılın ilk iki ayında gıda kaynaklı enflasyonda dalgalanma olabileceğine işaret eden TCMB, 22 Ocak tarihli PPK toplantısında temkinli bir duruş sergileyerek politika faizini beklentilerin altında 100 baz puan indirerek %38'den %37 seviyesine çekti. TCMB toplantı notunda, politika faizine yönelik adımların; enflasyon gerçekleşmeleri, ana eğilim ve beklentiler çerçevesinde, ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlamayı amaçlayacağı yeniden ifade edilmiştir. TCMB ayrıca, makro finansal istikrarı ve parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmek amacıyla, yurt dışından temin edilen 1 yıla kadar vadeli Türk lirası borçlara uygulanan zorunlu karşılık oranlarını 2 puan artırdığını açıklamıştır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch, Türkiye'nin kredi notunu "BB-" seviyesinde teyit ederken görünümü "durağan"dan "pozitif"e çevirmiş; Moody's ise kredi notunu sabit tutmakla birlikte; büyümedeki olumlu seyir, iç talepteki canlılık, düşük bütçe açığı ve dezenflasyon sürecine ilişkin değerlendirmelerinde pozitif bir ton belirlemiştir.

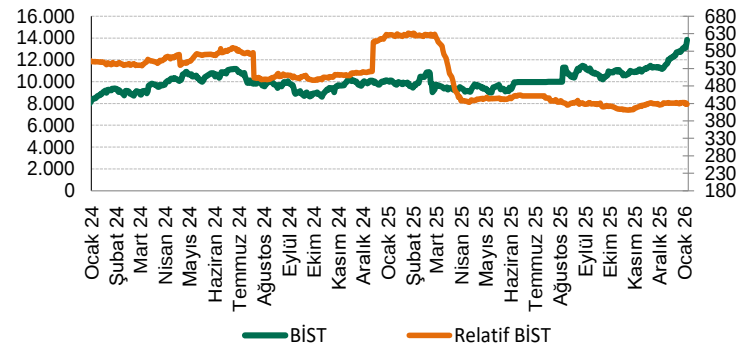
Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	13.838	22,88%	22,9%
BIST - 100, USD	319	21,5%	21,5%
MSCI Turkey	352.379	23,6%	23,6%
MSCI EMEA	282	8,8%	8,8%
MSCI EM	1.528	8,8%	8,8%
Gösterge Tahvil	34,61%	-261bps	-261bps
USD/TL	43,3414	1,16%	1,16%
EUR/TL	51,6990	2,81%	2,81%

F/K

Bankacılık	7,6
Sanayi	85,1
Demir&Çelik	38,2
GYO	12,9
Telekom	18,3
2026T F/K	19,4

*Kapanış 30 Ocak 2026

BIST & Portföy



TCMB'nin faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyor...

Şubat ayında global piyasalar, başta ECB olmak üzere büyük merkez bankalarının toplantılarına ve açıklanacak makro verilere odaklanacaktır. Ayrıca, Trump'ın gündemdeki konulara yönelik yapacağı açıklamalar, Rusya-Ukrayna savaşına yönelik gelişmeler, İran-ABD gerginliği ve diğer jeopolitik risklere yönelik gelişmeler piyasalar tarafından yakından takip edilecektir.

Yurt içinde ise şubat ayında TCMB'nin PPK toplantısı bulunmaması nedeniyle piyasaların odağında 3 Şubat'ta açıklanacak enflasyon verisi ve 12 Şubat'ta gerçekleşecek enflasyon raporu sunumu yer alacaktır. Ocak ve şubat aylarında enflasyondaki dalgalanmaya dikkat çeken TCMB'nin ara hedeflerinde bir değişiklik yapıp yapmayacağı gelecek faiz indirimleri açısından piyasalar tarafından yakından takip edilecektir.

Beklentilerin altında kalan Aralık enflasyon verisi, Fitch'in görünümü pozitifçe çekmesi, ülke kredi risk primindeki (CDS) iyileşmenin sürmesi, adımları daralsa da TCMB'nin faiz indirimlerine devam etmesi ve yurt dışı fon girişlerinde yaşanan ılımlı artış, ayın ilk haftalarında BİST 100 endeksindeki yükseliş eğilimini desteklemiştir. Ocak ayının genelinde yükseliş eğilimini sürdüren BİST 100 Endeksi, ayı %22,9 yükselişle 13.838,29 puandan tamamlamıştır. Sınai Endeksi ayı %19,88 yükselişle tamamlarken, Bankacılık Endeksi ise %21,04 yükselişle tamamlamıştır.

Şubat ayında, ABD'nin izlediği agresif dış politika, Fed'e yönelik baskılar ve artan jeopolitik risklerin, küresel hisse senedi piyasalarında risk iştahını baskılayabilecek unsurlar olabileceğini değerlendiriyoruz. Yurt içinde ise enflasyon verisine ve enflasyon raporuna odaklanacak piyasaların dezenflasyon sürecinin bozulmaması ve faiz indirimlerinin devam edeceği beklentisinin yanında, artan yabancı yatırımcı ilgisiyle endeksin şubat ayında da pozitif dalgalı bir seyir izlemesini bekliyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda BİST'te ocak ayındaki hızlı yükselişin ardından kısa vadede dalgalanmalar yaşansa da orta ve uzun vadeli görünüm açısından kademeli alım önerimizi koruyoruz.

Bu beklentilerin ışığında; BİST 100 Endeksi için 12 aylık 16.500 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %19 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Türkiye endeksi 2026T 7.75x ve 0.98x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre sırasıyla 41% ve 52% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.

Piyasa Riskleri

- ABD'de Başkanı Powell'ın görev süresinin sona yaklaşmasıyla birlikte artan siyasi baskılar ve halef tartışmaları nedeniyle para politikasına yönelik belirsizliğin yükselmesi,
- ABD'nin Grönland'a yönelik girişimleri ve agresif dış politika hamlelerinin Avrupa'ya yönelik tarife tehditlerini artırarak küresel ticaret gerilimini tırmandırması,
- ABD ile Çin arasında ticaret geriliminin yeniden tırmanması ile küresel ticaret akışlarının zayıflaması,
- Başta Rusya-Ukrayna olmak üzere Orta Doğu gibi kriz bölgelerinde sıcak çatışma risklerinin genişleyerek yayılması,
- TCMB'nin faiz indirim döngüsünün, enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi nedeniyle sektöre ugraması,

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	92,95	108,10	16,3%	33,2%	8,4%
ASELS.TI	303,25	340,00	12,1%	30,9%	6,5%
CIMSA.TI	51,45	68,00	32,2%	10,6%	-10,0%
DOAS.TI	229,30	302,90	32,1%	21,9%	-0,8%
ISCTR.TI	16,66	26,25	57,6%	18,2%	-3,8%
MGROS.TI	637,00	850,00	33,4%	22,0%	-0,7%
SAHOL.TI	109,50	173,19	58,2%	30,0%	5,8%
TCELL.TI	116,90	140,00	19,8%	25,6%	2,2%
THYAO.TI	304,00	445,00	46,4%	13,2%	-7,9%
YKBNK.TI	41,08	62,17	51,3%	13,4%	-7,7%
Ortalama				21,9%	-0,8%

*Kapanış 30 Ocak 2026

Eklenen

-

Çıkan

-

Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

DOAS

ISCTR

MGROS

SAHOL

TCELL

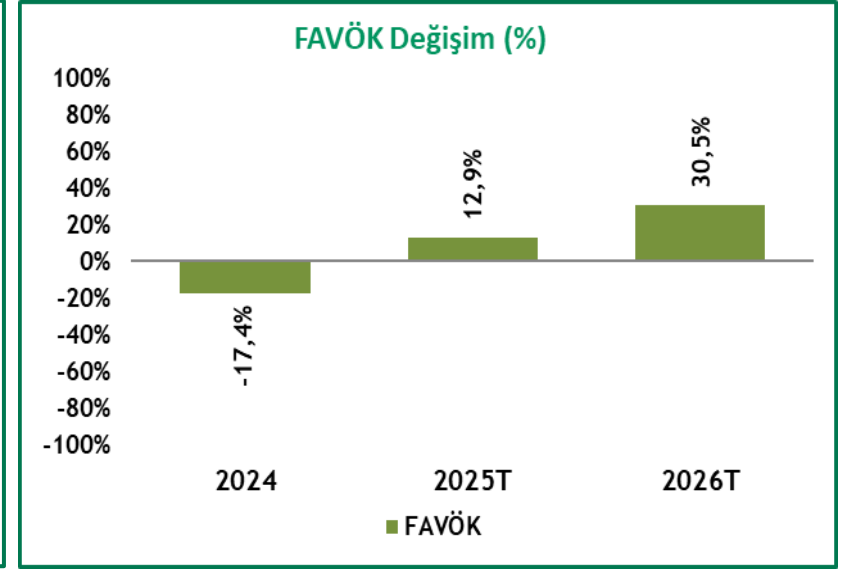
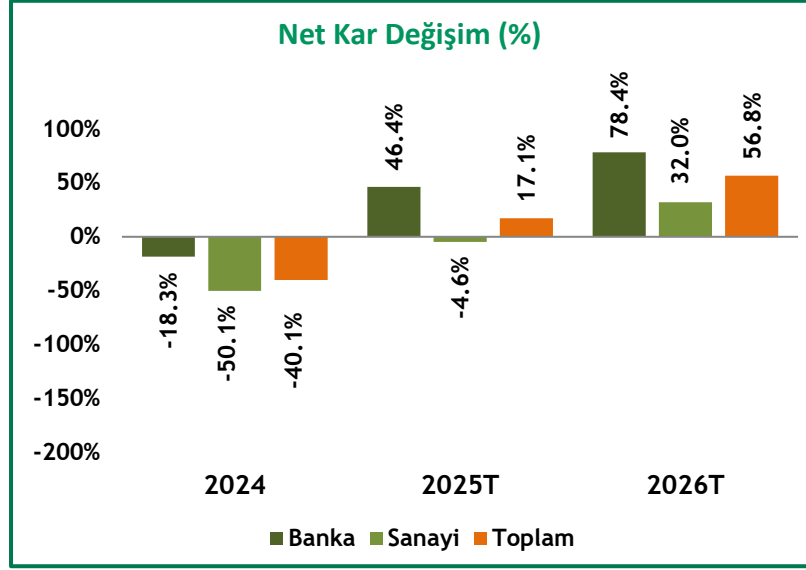
THYAO

YKBNK

Favori Sektörler

Bankacılık
Sigorta
GYO
İnşaat-Çimento
Gıda-İçecek
Metal Ana Sanayi
Savunma
Perakende
Telekom
Enerji
Havacılık
Demir-Çelik

Toparlanma yılı olacak...



2025 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %4,6 daralmasını, FAVÖK'ünün ise %12,9 büyümesini beklerken bankaların net karının ise %46,4 oranında artmasını bekliyoruz.

2026 yılında ise toparlanmanın artmasını, takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %32,0, FAVÖK'ünün ise %30,5 artmasını beklerken bankaların net karının ise %78,4 oranında artmasını bekliyoruz.

BIST-100 benzerlerine göre cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. MSCI Türkiye endeksi 2026T 7.75x ve 0.98x F/K ve PD/DD oranları ile MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksine göre sırasıyla 41% ve 52% iskontolu işlem görmektedir.

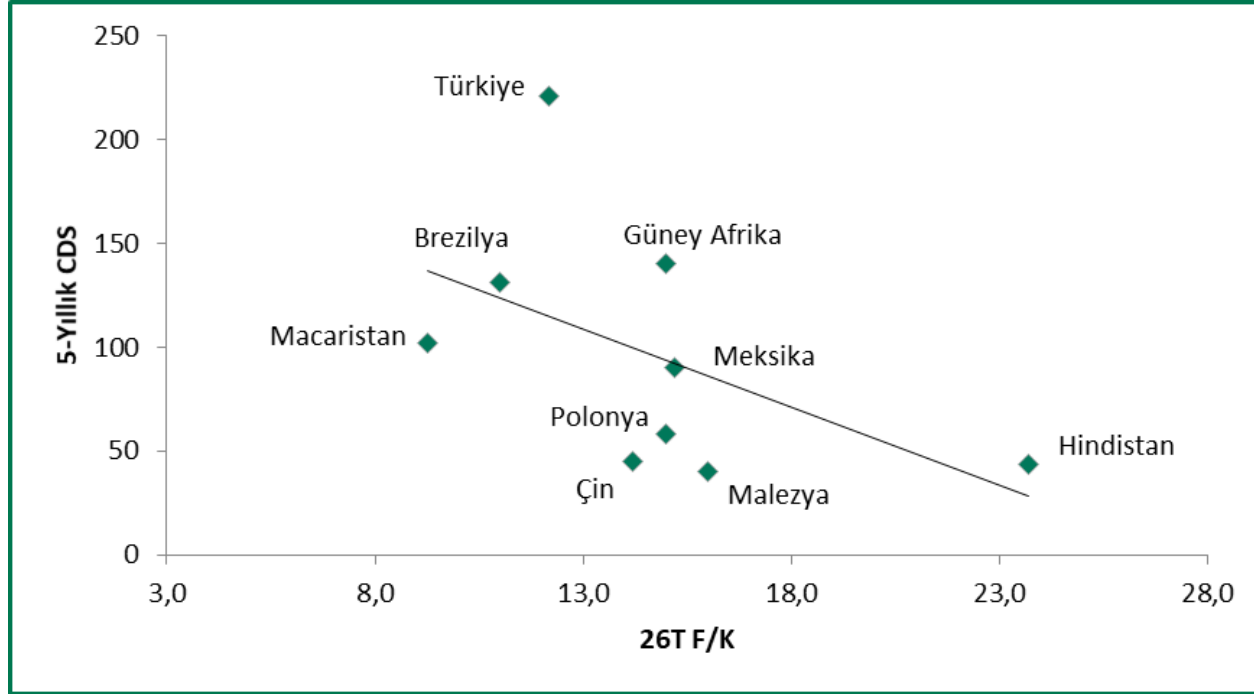
Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %16'lık yükseliş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %20,5, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %13,9 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	23,6%	23,5%	16,0%	23,6%
MSCI Gelişen Pazarlar	8,8%	9,0%	39,8%	8,8%
MSCI EMEA	8,8%	11,5%	32,1%	8,8%
MSCI Doğu Avrupa	8,9%	18,8%	62,8%	8,9%
MSCI Dünya	2,2%	3,1%	18,0%	2,2%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-12,0%	-11,7%	20,5%	-12,0%
MSCI EMEA	-12,0%	-9,7%	13,9%	-12,0%
MSCI Doğu Avrupa	-11,9%	-3,8%	40,3%	-11,9%
MSCI Dünya	-17,3%	-16,5%	1,7%	-17,3%

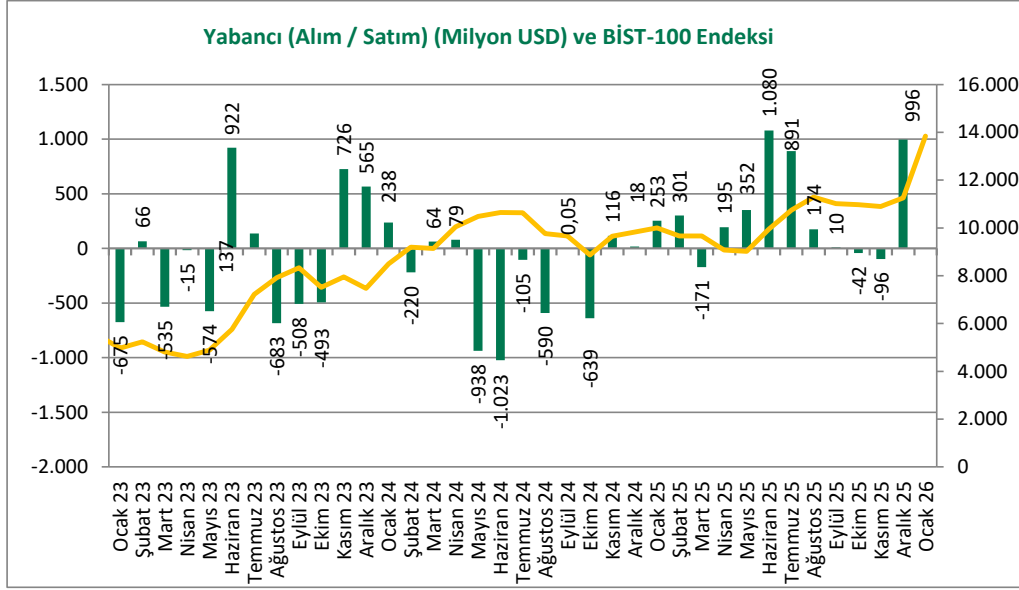
30 Ocak 2026 itibariyle

Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 2026T F/K Oranları...

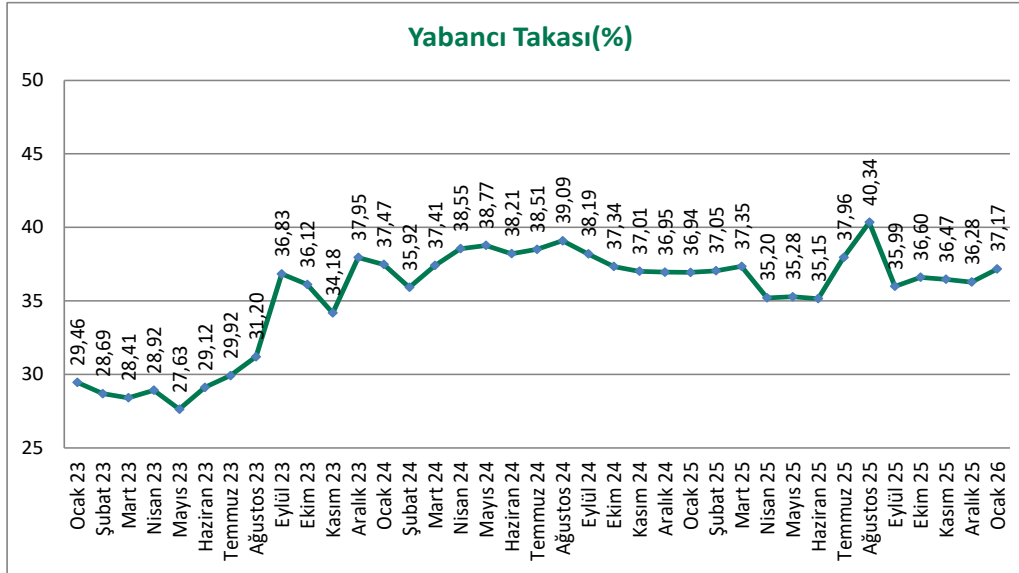


30 Ocak 2026 itibariyle

Yabancı payı...

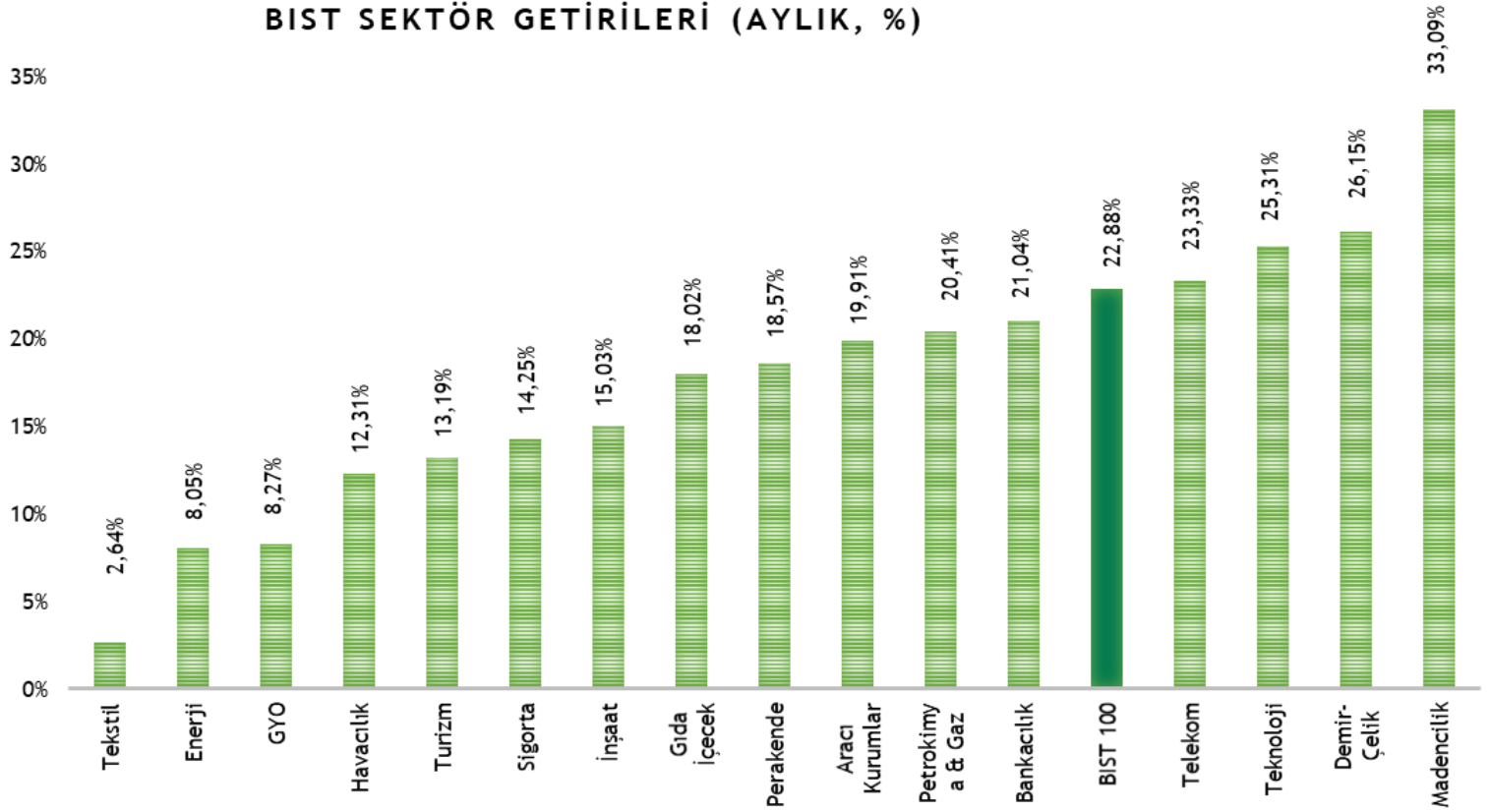


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 yılında toplamda 3,94 milyar dolar net alış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Ocak ayında %37,17 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...



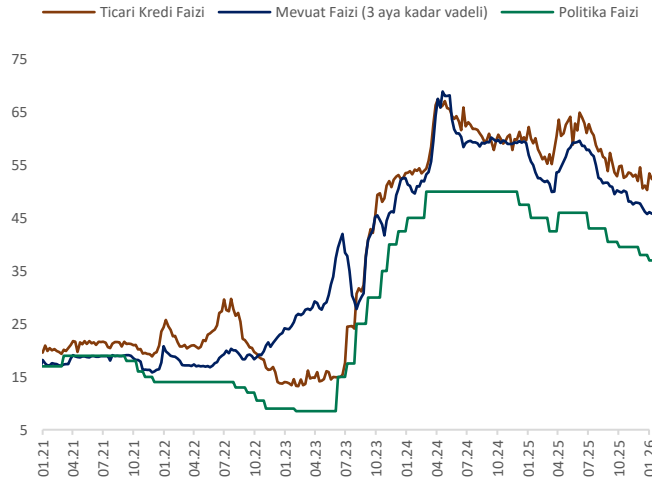
- Borsa İstanbul'da Ocak ayı itibariyle en çok getiri sağlayan sektör yıllık %33,1 yükselişle madencilik sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Ocak

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini piyasa beklentisinin (150 baz puan) altında 100 baz puan indirerek %37 seviyesine çekti. Piyasa ve bizim beklentilerimiz aralık ayı enflasyon gerçekleşmesi dikkate alınarak indirimde daha esnek davranabileceği yönündeydi. Kararın detayları ve indirim boyutu birlikte değerlendirildiğinde “şahin bir duruş” dikkat çekiyor. Karar metni öncekilerle büyük oranda benzerlik gösterirken, sınırlı değişiklikler yapılmıştır. İlk dikkat çeken kısım ocak ayında tüketici enflasyonunun gıda fiyatları öncülüğünde yükseldiğine işaret ediyor. Son üç ay ve yıl sonu enflasyonun belirgin şekilde yavaşlamasında gıda enflasyonundan gelen katkı önemliydi. Fakat TCMB uzun süredir gıda enflasyonundaki riskler ve hizmet enflasyonundaki ataletle dikkat çekiyordu. Bu nedenle indirimin sınırlı kalmasındaki en önemli etken gıda fiyatlarının hedeflenen seviyede durağan hale gelmemesi diyebiliriz. Aynı cümlelin devamında ana eğilimdeki artışın sınırlı kalması ise faiz indirimini pas geçmek yerine sınırlı bir indirim yapılmasının gerekçesini oluşturuyor. Yani ana eğilim ve dezenflasyonda daha sıkı kalmayı gerektirecek düzeyde bir bozulma mevcut değil. Enflasyondaki ana eğilim, dönemsel hareketlerden ziyade trendi göstermesi açısından yakından takip ettiğimiz bir gösterge. Bu nedenle indirim yapılması fakat ihtiyatlı olunması tercih edilmiş. Gelecek dönem faiz kararlarını da ilgilendiren vurgulama ise son çeyrek gelişmelerine ilişkin. Talep koşulları dezenflasyona azalan oranda katkı vermeye devam ediyor şeklinde bir iletişim seçilmiş. Burada önemli olan husus talep enflasyonu büyük ölçüde kontrol altına alınmasına rağmen bu fiyatlardaki düşüş hızının yavaşlaması enflasyonla mücadelenin zamana yayılacağına işaret ediyor. Çıktı açığı TCMB hedefleriyle uyumlu değil ve büyümenin harcama kompozisyonu çıktı açığını pozitif bölgeye yakınsatıyor. Bu eğilim devam ederse, TCMB sıkı para politikasını uzun bir süre daha devam ettirebilir.

Politika Faizi, Mevduat ve Ticari Kredi Faiz Oranları (%)

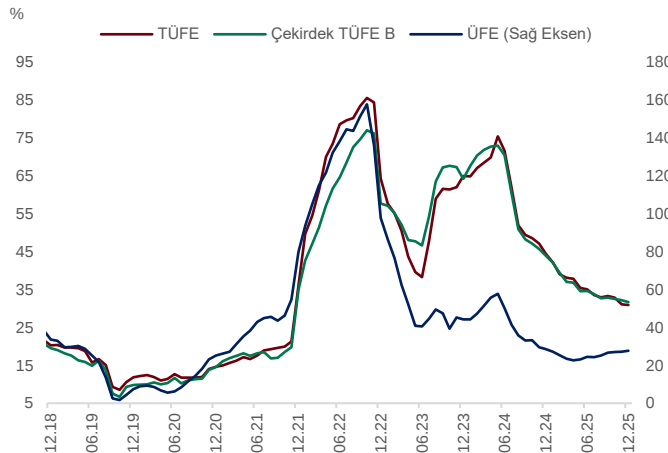


Makroekonomik Görünüm

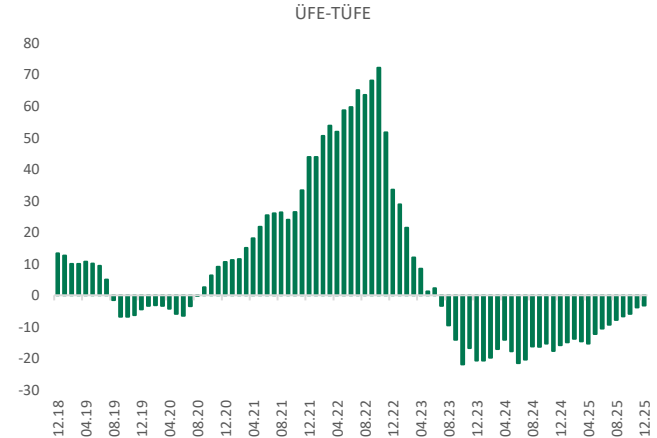
Enflasyon – Aralık

TÜFE aralıkta bir önceki aya göre %0,89 artarken yıllık enflasyon %30,89 seviyesinde gerçekleşti (önceki %31,07). Dezenflasyon süreci 2025 yılı için TCMB ara hedeflerinin de altına geriledi (ara hedef %31-33). Enflasyonla asıl mücadelenin bu seviyelerden sonra başlayacağını belirtmiştik. Fiyatlama davranışları ve dinamiklerine bakıldığında atalet ve beklenti kanalının yönetimi %30 altı seviyeler için daha kritik önem taşıyor. Öte yandan enflasyonun gelir dağılımı ve harcama grupları üzerindeki etkisine baktığımızda daha negatif bir atmosfer görüyoruz. Düşük gelir grubu için tüketim sepetinin büyük çoğunluğunu oluşturan kalemler dikkate alındığında manşet enflasyonun üzerindeki rakamlar dikkat çekiyor. Endekste %55,52 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %34,14 yükseldi. Dezenflasyonun hızını yavaşlatan ana iki gruba dikkat çekmek gerekiyor. Gıda enflasyonu Kasım ayında negatif gerçekleşirken bu ay %1,99 artarak yılı %28,31 seviyesinde tamamladı. Ana eğilim tekrar artış trendine girerken öncü göstergeler ocak ayındaki gıda fiyatlarında yukarı yönlü baskılara işaret ediyor. Konut ve eğitim yıllık manşet enflasyonda en yüksek artışı kaydeden iki kalem oldu (sırasıyla %49,45 ve %66,27). Gıda enflasyonundan sonra atalet ve fiyatlama davranışlarına dikkat çekilmesi gereken diğer grup hizmetler sektörü. Dezenflasyonda önemli bir mesafe kat edilmesine rağmen yıllık enflasyon hala %44 seviyesinde. Manşet enflasyona katkısı düşünüldüğünde bu alandaki iyileşme dezenflasyon sürecine belirgin katkı sağlayacaktır. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %0,78 olurken yıllık enflasyon %31,66 düzeyinde gerçekleşti. 2025 yılının kısa ve genel bir değerlendirmesini yapmak gerekirse, yılı %30,89 enflasyon seviyesiyle kapattık. Yıllık %30,89 seviyesindeki enflasyona gıdadan 7,07 puan, konuttan 7,52 puan, ulaşırmadan 4,36 puan ve lokanta/otel hizmetlerinden 2,84 puan katkı geldi. Talep enflasyonu TCMB beklentileri kadar olmasa da büyük ölçüde kontrol altına alındı diyebiliriz.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

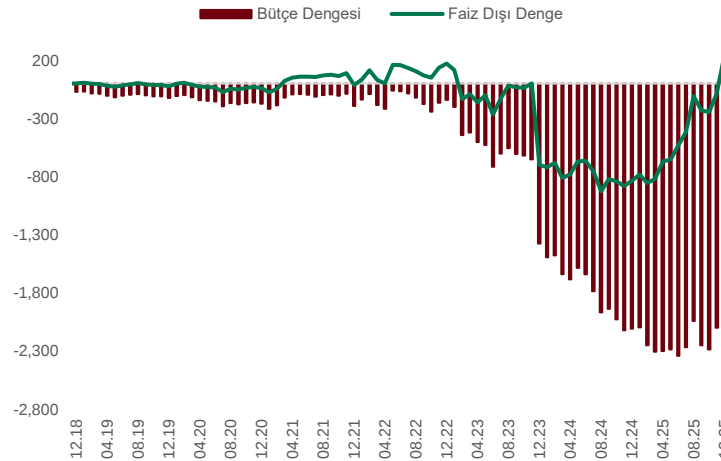


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Aralık

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı aralık ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.264 milyar TL, bütçe giderleri 1.792 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.675 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 528 milyar TL olurken faiz dışı denge 411 milyar TL açık vermiştir. Aralık ayında faiz ödemelerinde belirgin düşüş kaydedilmiştir (ortalama 176 milyar, aralık 116 milyar). Son üç aylık ortalamalar değerlendirildiğinde personel giderlerinde yaklaşık 110 milyar düşüş görülüyor (üç aylık ortalama 341 milyar ve aralık 235 milyar). Öte yandan cari transferler aylık bazda rekor seviyeye yükselerek 629 milyar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu kalemden Elektrik Üretim AŞ'ye 20,5 milyar TL transfer yapılırken BOTAŞ'a bu ay cari transfer yapılmamıştır. Yine cari transferler kaleminden mali kurumlara yapılan transferler 96,5 milyar ile rekor seviyeye yükselmiştir (74 milyar ziraat bankası ve 21,5 milyar halk bankasına). 2025 boyunca KİT'lere toplam 411 milyar ve mali kurumlara 243 milyar cari transfer yapılmıştır. Sermaye giderleri on bir aylık ortalaması 91 milyar düzeyinde iken aralık ayında 334 milyar seviyesine yükselmiştir. Personel giderlerindeki düşüş cari transferler ve sermaye giderleriyle telafi edilmiş gibi görünüyor. 12 aylık genel değerlendirme yaptığımızda, bütçede faiz giderleri yaklaşık 2,1 trilyon lira olarak gerçekleşirken faiz dışı göstergeler mali disiplin çıpasından ödün verilmediğini gösteriyor. OVP'de yaklaşık 2,2 trilyon bir bütçe açığı öngörülüyordu. Gerçekleşen rakamlar bu seviyenin yaklaşık 400 milyar altında ve bütçe dengesi OVP tahminlerinden iyi seviyede. Bu belirgin iyileşmeyi getiren kalem sermaye transferlerindeki keskin düşüş. 2024 aralık ayında sınıflandırmaya girmeyen sermaye transferleri 548 milyar TL seviyesinde iken bu yıl aynı kalem 123 milyar seviyesine gerilemiştir. Bütçe dengesindeki OVP ve bizim tahminlerimizin altında gerçekleşen bu iyileşmenin temel nedeni bu kalemdaki hareket gibi görünüyor. Bu anlamda %3 seviyelerine yakınsayan bütçe açığının maliye politikasından para politikasına gelen dezenflasyonist katkısı oldukça önemli. Beklentiler kanalının etkin yönetilmesi ve kamu eliyle yaratılan enflasyondaki geri çekilme parasal sıkı duruşun aktarım mekanizması etkinliğine de katkı sağlayacaktır. 2026 boyunca bu pozitif katkının devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (12 ay birikimli, milyar TL)

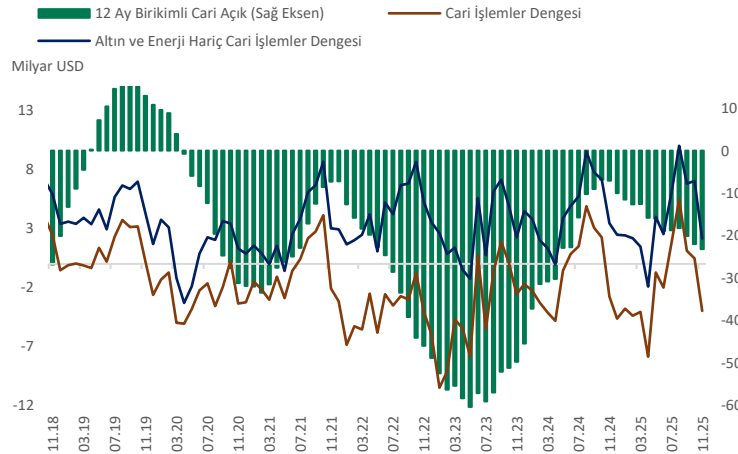


Makroekonomik Görünüm

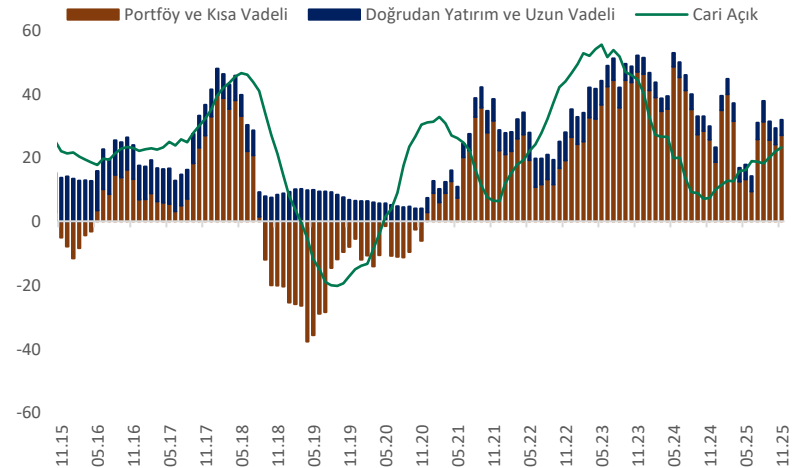
Ödemeler Dengesi - Kasım

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre kasım ayı cari işlemler dengesi 3.996 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 23.226 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 21.991 milyon). Piyasa beklentisinin (3 milyar USD açık) üzerinde 3,45 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Bizim beklentilerimizin de üzerinde bozulma mevcut cari denge tarafında. Temel nedeni sınırlı düşüş kaydeden dış ticaret açığına rağmen belirgin yavaşlayan hizmetler dengesindeki girişler. Sonbahar/kış mevsimi etkileri hizmetler dengesinde 2026 ilk çeyreğe kadar yavaşlamayı devam ettirecektir. 2024 yılına kıyasla 2025'te cari dengede yaklaşık 15 milyar dolar geri çekilme bekliyorduk. Beklentimize paralel bir yıl sonu rakamı gelecek gibi görünüyor. Faiz indirimleri ithal talebi canlı tutarken, cari açık üzerindeki baskıyı 2026 boyunca devam ettirecek. Yurtiçi ekonomik aktivite canlılığını korurken ithal talebi destekliyor. Öte yandan özellikle ana ihrac pazarı Avrupa'daki toparlanma ve dış talebin zaman yayılması dış ticaret dengesi üzerinden cari açığı baskılamaya devam edecektir. Büyümeye son çeyrekte de net ihracatın negatif katkısının devamını bekliyoruz. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 6.385 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 3.926 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 68,5 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63,3 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 2.132 milyon ABD doları fazla vermiştir. Oynak kalemler hariç tutulduğunda, ödemeler dengesi çekirdek göstergelerde bozulma görünmüyor. Enerji fiyatlarındaki düşüş cari açıktaki baskıyı azaltsa da kış mevsimi nedeniyle miktar etkisi fiyat etkisini telafi edecektir. Bu görünümün devamı halinde dış ticaret açığında 2026 ikinci çeyrek itibarıyla daha sakin bir seyir bekliyoruz.

Cari Açık, Enerji ve Altın Hariç Cari Denge, 12 ay birikimli Cari Açık (Milyar USD)



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)



Makroekonomik Görünüm

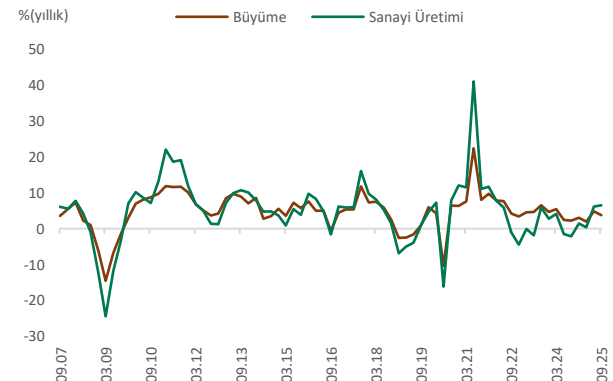
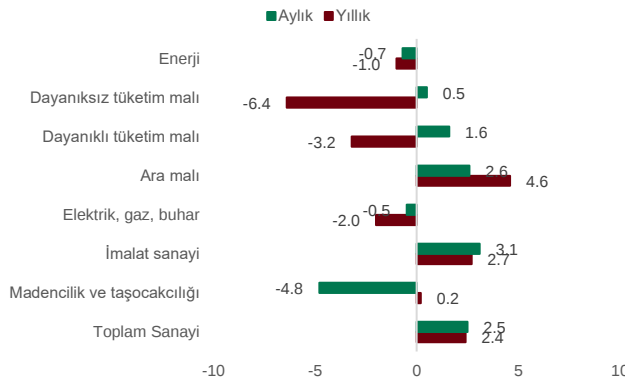
Sanayi Üretimi - Kasım

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim kasımda bir önceki aya göre %2,5 artış kaydetti. Aylık üretimdeki toparlanma yıllık üretim artışını %2,4 seviyesine yükseltti (önceki %2,2). Beklentimize paralel bir gelişme olduğunu söyleyebiliriz. Faiz indirimleri kapsamında üretim ve ekonomik aktivitede kademeli toparlanma beklentimiz vardı. Özellikle büyüme verileri güçlü ivmesini devam ettirirken üretim verileri 2024 boyunca negatif ayrılmıştı. Ekonomi yönetimi uzun süredir negatif çıktı açığı ve ekonomik aktivitedeki soğuma yoluyla enflasyonu dizginlemeyi hedefliyordu. Bu kapsamda parasal sıkı duruş ve makro ihtiyati tedbirler, üretim seviyesini potansiyelin altına çekerek toplam talebi dezenflasyonla uyumlu olacak şekilde ayarladı. Bu dönemde büyümenin itici gücü tüketim ve hizmetler sektöründen geliyordu. Mevcut sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve dezenflasyon sürecinin katkıları üretimdeki toparlanmayı beraberinde getiriyor. Dezenflasyonda özellikle son üç aydaki belirginleşme faiz indirimleri konusunda TCMB'ye alan açıyor. Bu hem iç talepteki toparlanma hem de üretim ve sipariş verilerindeki ivmeyi hızlandıracaktır. Fakat dış talepteki yavaşlama ve toparlanmanın zamana yayılması ihracat odaklı üretim verilerini yavaşlatıyor. Türkiye üretim, enflasyon, reel ve finansal ekonomi bir bütün olarak düşünüldüğünde 2021 sonrası için en kötüyü geride bıraktı diyebiliriz. 2026 için faiz indirim patikası ve üretim verilerindeki toparlanma beklentimiz de paralel. Her ne kadar sanayi üretimi faizlere gecikmeli tepki verse de yılın ikinci çeyreğinden itibaren toparlanma belirginleşecektir. Uzun süredir üretim ve sipariş dinamiklerini faiz indirimlerine bağlayan reel sektör 2026 boyunca rahatlama yaşayacaktır. Her ne kadar finansman maliyetleri gereken sıklığı yaratmasa da TCMB, firmaların kredi kullanımı sıklık düzeyinin ima ettiği seviyelere gelene kadar geri adım atmayacaktır. Bu nedenle, politik belirsizlikler ile fiyatlama davranışları ve beklenti kanalındaki yukarı yönlü seyir TCMB'nin hareket alanını sınırlandırıyor.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları

(%)

Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık)



Akbank (AL, Hedef: 108,10 TL)

Getiri Potansiyeli: %16,3

Dengeli Marj, Güçlü Büyüme, Kontrollü Risk

Akbank'ın, 2026 yılında düşen faiz ortamında; yüksek TL fonlama payı ile uzun vadeli ve yüksek getirili TL sabit faizli menkul kıymet portföyünün desteğiyle dengeli bir marj performansı sergilemesini bekliyoruz. Güçlü bilanço yapısı, yüksek sermaye yeterlilik oranı, düşük Aşama 2 kredi oranı ve yüksek komisyon/gider rasyosu bankanın öne çıkan temel güçlü yönleri arasında yer almaktadır.

Faiz indirim sürecinde kontrollü marj toparlanması. Politika faizinde beklenen kademeli indirimlerle birlikte 2026 yılında net faiz marjında iyileşme öngörüyoruz. Etkin fonlama yönetimi, kısa vadeli mevduatlar içerisindeki yüksek TL payı ve aktif kompozisyonundaki TL ağırlık marj oynaklığını sınırlayacaktır.

Pazar payı kazanımlarıyla desteklenen kredi büyümesi. TL kredilerde pazar payı kazanımlarıyla desteklenen kredi büyümesinin 2026 yılında enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini beklerken, sağlam aktif kalitesi ve güçlü karşılık yapısı sayesinde risk maliyetinin yönetilebilir seviyelerde kalacağını öngörüyoruz. Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılamaya devam etmesi kârlılığı destekleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır.

4Ç25 Beklentileri

Akbank'ın 4Ç25'te net kârını çeyrekse bazda %28 artışla 17,968 milyar TL seviyesinde açıklamasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, bankanın 2025 yılı net kârının %32 artışla 56,884 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Net kârdaki artışın temel belirleyicisinin, swap dahil net faiz marjında çeyreklik bazda 40 bp'lık artış beklentimize paralel olarak, swap dahil net faiz gelirlerinde öngördüğümüz güçlü çeyrekse artış (%26) olmasını bekliyoruz. Beklenen zarar karşılıklarındaki gerilemenin de kârlılığı destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Diğer taraftan, komisyon gelirlerinde yatay bir görünüm öngörürken, faaliyet giderlerinde sınırlı artış bekliyoruz. Bu çerçevede, bankanın güçlü komisyon/gider rasyosunun hem çeyrekse hem de yıllık bazda korunacağını düşünüyoruz.

Akbank için 2026 yılında %88,5 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 108,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef pay fiyatımız mevcut seviyelere göre %16,3 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

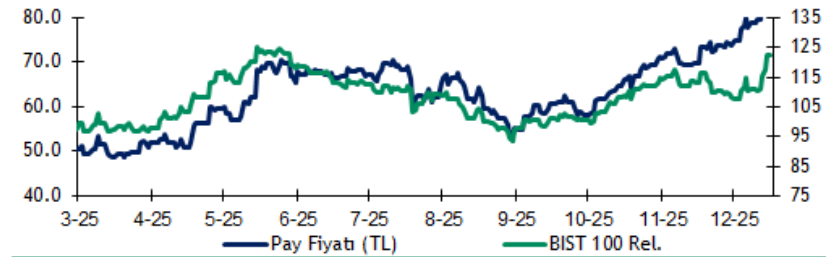
AKBNK

Piyasa Değeri (TLmn)	483,340	Beta (12A)	1.21
Piyasa Değeri (USD mn)	11,151	Ort. Günlük Hacim	6,879
Kapanış	92.95	Yabancı Payı	49.6%
12 Ay Yüksek	92.95	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	47.88	Ağırlık	6.00%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	41,766	63,532	130,357	186,629
% Fark, Yıllık	-29.9%	52.1%	105.2%	43.2%
Net ücret ve komisyon geliri	69,162	115,409	146,011	177,295
% Fark, Yıllık	124.3%	66.9%	26.5%	21.4%
Net kar	42,366	56,884	107,239	150,085
% Fark, Yıllık	-36.3%	34.3%	88.5%	40.0%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.9%	3.7%	3.9%	3.5%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1.4%	2.3%	1.6%	0.8%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2.4%	2.7%	3.9%	4.3%
Ortalama aktif getirisi	2.0%	2.0%	2.8%	3.0%
Ortalama özkaynak getirisi	19.0%	21.6%	31.8%	33.5%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	2.9	8.0	8.4	4.5
F/DD	0.9	1.4	1.6	1.2



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	33.3	56.2	38.3	45.1
US\$ Getiri (%):	31.8	50.9	29.2	19.5
BİST 100 Relatif Getiri (%):	8.0	22.3	6.1	5.7

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 340,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %12,1

Şirketin ihracat odaklı sipariş yapısındaki artış, etkin finansal yönetimi ve artan yatırım harcamaları, ASELSAN'ın uzun vadeli sürdürülebilir büyümesini destekleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır. Ayrıca Ar-Ge harcamalarındaki artış ile seri üretime yönelik yatırımların, şirketin teknoloji geliştirme ve üretim kabiliyetlerini daha da güçlendirerek sürdürülebilir büyümesine önemli katkılar sağlayacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde ÇELİKKUBBE bileşenlerinin üretiminde yeni kapasite artışlarını beraberinde getirecek yatırımların devreye alınmasıyla, ASELSAN'ın savunma sanayiindeki küresel konumunun daha da güçleneceğini düşünüyoruz.

Aselsan'ın 2025 yılını 19 milyar dolar üzerinde backlog ile tamamlamasını bekliyoruz. İhracat odaklı büyüme stratejisini kararlılıkla sürdüren Şirket, 9A25'de almış olduğu 5,7 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 1,45 milyar dolarlık kısmını yurtdışından sağladı (9A24: 535 milyon dolar). Şirket'in 9A25 itibarıyla toplam bakiye siparişlerinin %98'ini savunma, %2'sini savunma dışı siparişler oluşturdu. Şirket'in 9A25 itibarıyla uzun vadeli siparişlerinin 52%'si dolar, 40%'i Euro ve 8%'i ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

Şirket'in net borç pozisyonu, Şirket'in net borcu 3Ç24'e kıyasla %40 azalış kaydederek 23,769 milyon TL'ye geriledi. 9A25'te Net Borç/FAVÖK oranı 0,57x seviyesine geriledi. Önceki yılın aynı döneminde Net Borç/FAVÖK oranı 1,27 seviyesinde yer alıyordu. Şirket böylece, sektör ortalamalarının altında seyreden pozisyonunu korudu.

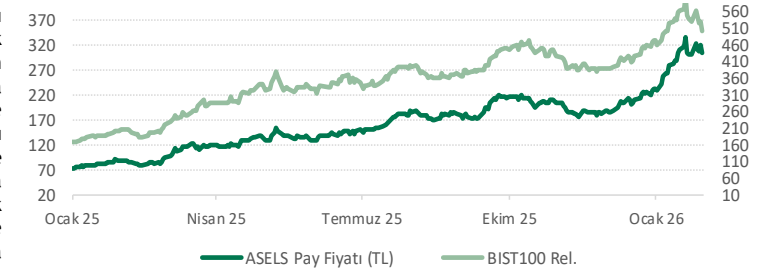
ASELSAN, savunma teknolojilerinde küresel ölçekteki konumunu daha da güçlendirmek amacıyla, Ankara Oğulbey'de şirkete yatırım amaçlı tahsis edilen 6.500 dönümlük yeni bir alanı bünyesine katmıştır. İnşaatına başlanan ve 2030 yılında tamamlanması planlanan bu yeni yerleşke ile birlikte, şirketin mevcut tesislerine kıyasla daha büyük ölçekli ve entegre bir üretim altyapısına kavuşması hedeflenmektedir. 2026 ortasından itibaren devreye girmesi planlanan tesiste, Şirketin gelirlerine ve yatırımın finansmanına doğrudan katkı sağlayacaktır. Söz konusu yatırımın, başta ÇELİKKUBBE kapsamında yer alan hava savunma sistemleri olmak üzere birçok kritik teknolojinin daha yüksek adetlerde seri üretimine imkân sağlamasını ve bu sayede ASELSAN'ın hava savunma sistemleri ihracatına olumlu katkı sunmasını bekliyoruz. ASELSAN, bu yatırımla birlikte istikrarlı büyümesini sürdürecektir; özellikle seri üretim kapasitesini, bunun yanında Ar-Ge yetkinliklerini, istihdam olanaklarını ve küresel pazardaki rekabet gücünü daha da ileriye taşımasını bekliyoruz.

2025 yılında Türkiye savunma sanayiinde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Temmuz ayında KAAAN'ın Endonezya'ya ihracatına yönelik iş birliği anlaşmaların gündeme gelirken, Ağustos ayında Çelik Kubbe mimarisi kapsamında radar, komuta-kontrol ve füze unsurlarından oluşan 47 farklı alt bileşenin Türk Silahlı Kuvvetleri'ne teslim edilmesi hava savunmasında önemli bir eşik olmuştur. Kasım ayında ise Türkiye'nin ilk insansız savaş uçağı olan KIZILELMA, milli MURAD AESA ve GÖKDOĞAN entegrasyonu ile gerçekleştirilen başarılı testlerle, insansız hava platformlarında ulaşılan teknolojik seviyeyi ortaya koymuştur. 2026 yılına girerken, TAYFUN'un ileri varyantlarının geliştirilmesi, hava savunma sistemlerinde planlanan ilave teslimatlar ve kritik platformların olgunlaşması sektör açısından bir dönüşüm sürecine işaret etmektedir. Bu kapsamda, hava savunma mimarisinin güçlenmesine yönelik teslimatların artması ve stratejik füze projelerindeki ilerlemenin, Türkiye'nin savunma sanayiinde teknolojik yetkinlik ve üretim kapasitesini daha da güçlendirmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, KAAAN prototip uçuşlarının devam etmesi, HÜRJET'in ilk teslimatları, ALTAY'ın envantere daha görünür şekilde girmesi ve HİSAR ile SİPER projelerindeki ilerleme sayesinde, Türkiye'nin savunma sanayiinde teknolojik yetkinlik ve kurumsal kapasitesinin 2026 ve sonrasında belirgin biçimde güçlenmesini bekliyoruz.

Aselsan'ın (ASELS) 4Ç25'te 83.120 milyon TL (piyasa medyan beklentisi: 83.019 milyon TL) net satış gerçekleştirmiş olmasını beklemekteyiz. FAVÖK tarafında ise piyasa medyan beklentisi 21.317m TL iken bizim beklentimiz ise 21.545m TL'dir. Sonuç olarak, Şirket'in yılın dördüncü çeyreğinde 12.093m TL net kar elde etmesini beklemekteyiz (piyasa medyan beklentisi: 11.146m TL).

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 340,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Ocak 2026 kapanışına göre %12,1 yükseliş potansiyeli taşıırken AL önerimizi koruyoruz.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	303,25	
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.382.820	Son 12 Ay En Yüksek	339,25	
Piyasa Değeri (Mn \$)	31.905	Son 12 Ay En Düşük	77,15	
Firma Değeri (Mn TL)	1.406.589	Beta	0,88	
Firma Değeri(Mn \$)	32.478	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	156,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	52,9%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	139.076	157.340	177.950	252.500
Büyüme		13,1%	13,1%	41,9%
FAVÖK	30.289	39.574	45.200	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	25,4%	25,6%
Net Kar(Mn TL)	13.778	20.025	24.250	35.850
Pay Başına Kar	3,02	4,39	5,32	7,86
Temettü Verimi	0,23%	0,18%	0,07%	0,10%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,83	0,53	0,54	0,47
Net Borç / Özsermaye (x)	0,15	0,11	0,11	0,12
Ort. Özsermaye Karlılığı		11,5%	12,3%	15,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	7,1%	9,1%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	28,1	21,6	57,0	38,6
FD/FAVÖK	13,6	11,5	31,1	21,7
FD/Satışlar	1,6	2,2	7,9	5,6
F/DD	2,3	2,4	6,5	5,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	32,4	47,6	30,9	241,9
\$ Getiri (%)	30,9	42,6	29,4	181,7
BIST-100 Relatif (%):	7,4	15,6	6,5	149,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 68,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %32

Küresel yapı malzemeleri şirketine dönüşüm vizyonu ile büyüme sürüyor...

9A25 döneminde Çimsa'nın konsolide satış gelirleri Mannok'un inorganik katkısıyla yıllık bazda %34,3 reel büyüme göstermiş ve 34.543mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket aynı dönemde 2.451mn TL konsolide net kar ve 6.057mn TL FAVÖK elde etmiştir. FAVÖK marjı ise %17,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in ABD'de Eylül 2023'te başlattığı gri çimento tesisi yatırımı, yaklaşık iki yıllık yatırım sürecinin ardından tamamlanmış ve Ekim 2025 itibarıyla faaliyete geçmiştir. Toplam 82,5 milyon ABD doları tutarındaki yatırım sayesinde tesis, Şirket'e yıllık 600 bin ton gri çimento öğütme kapasitesi kazandırmıştır. Bunun yanı sıra, 2025 yılında tamamlanarak devreye alınan Eskişehir'deki GES ve WHR santrali yatırımları ile Şirket, 20.000 MWh'si GES ve 40.000 MWh'si WHR kaynaklı olmak üzere yıllık toplam 60.000 MWh elektrik üretim kapasitesi kazanmıştır. Söz konusu yatırımların, enerji maliyetlerini düşürmenin yanı sıra karbon emisyonu azaltım hedeflerine de olumlu katkı sağlayacağını öngörmekteyiz.

Öte yandan, Sabancı Holding Malzeme Teknolojileri Grubu bünyesinde 1 Ekim 2025 tarihinde imzalanan varlık devri sözleşmesi kapsamında, Kordsa bünyesinde faaliyet gösteren Kratos İnşaat Çözümleri, Çimsa'nın %51 oranında bağlı ortaklığı olan Afyon Çimento bünyesine katılmıştır. Böylece, Çimsa'nın küresel ölçekte bir yapı malzemeleri şirketine dönüşüm yolculuğunda önemli bir adım daha atılmıştır.

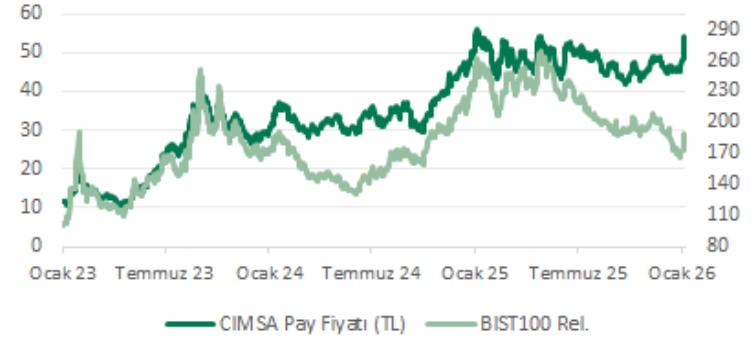
Sürdürülebilirlik ve üretimde maliyet iyileştirilmesi hedefleri doğrultusunda, alternatif yakıt kullanım oranını artırma aksiyonlarını hızlandıran Şirket, 9A25 döneminde Türkiye fabrikalarında %17, Buñol fabrikasında %30 ve Mannok fabrikasında %67 oranında alternatif yakıt kullanım oranına ulaşmıştır. 2030 yılına kadar söz konusu oranların sırasıyla %40, %40 ve %80 seviyelerine yükseltilmesi hedeflenmektedir.

2026 yılında Şirket'in yüksek kapasite kullanım oranını sürdürmesini, yurt içi çimento satış hacminin 2025 yılı seviyelerinde kalmasını ve yurt dışı satış hacminin ABD'de devreye alınan gri öğütme tesisinin inorganik katkısıyla artmasını beklemekteyiz. Ayrıca, 2026 yılının ilk yarısında devreye alınması planlanan Mersin Fabrikası CAC tesisi kapasite artırımı yatırımı ile, Şirket'in küresel lider konumda olduğu CAC üretim kapasitesinin %50 artarak 197 bin tona ulaşacağını öngörmekteyiz. Bu yatırımın, ihracat pazarlarında büyümeyi ve katma değerli ürün portföyünün genişletilmesini desteklemesinin yanı sıra, orta vadede Şirket'in operasyonel performansını daha güçlü bir seviyeye taşıyacağını düşünmekteyiz.

Çimsa'nın 2025 yılında 45.769mn TL satış geliri, 8.458mn TL FAVÖK ve 4.089mn TL net kar elde etmesini bekliyoruz. 2026 yılı içinse 62.115mn TL satış geliri, 11.560mn TL FAVÖK ve 5.351mn TL net kar beklentimiz bulunuyor.

Çimsa için 68,00 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Ocak 2026 kapanış fiyatına göre %32 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	51,45	
Piyasa Değeri (Mn TL)	48.651	Son 12 Ay En Yüksek	55,85	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.122	Son 12 Ay En Düşük	41,18	
Firma Değeri (Mn TL)	69.923	Beta	1,06	
Firma Değeri(Mn \$)	1.635	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	13,8	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,0%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	38.750	36.847	45.769	62.115
Büyüme		-4,9%	24,2%	35,7%
FAVOK	6.916	6.658	8.458	11.560
FAVOK Marjı	17,8%	18,1%	18,5%	18,6%
Net Kar (Mn TL)	4.707	3.518	4.089	5.351
Pay Başına Kar	34,85	3,72	4,32	5,66
Temettü Verimi	3,2%	1,2%	2,2%	2,6%
Net Borç / FAVOK (x)	0,64	2,71	2,57	2,29
Net Borç / Özsermaye (x)	0,13	0,56	0,68	0,78
Ort. Özsermaye Karlılığı		10,4%	12,7%	16,2%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,4%	4,4%	4,9%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025T	2026T
F/K	11,1	16,4	10,8	9,1
FD/FAVOK	8,2	11,4	8,3	6,0
FD/Satışlar	0,8	1,7	1,4	1,1
F/DD	1,5	1,8	1,4	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	14,8	9,1	10,6	-1,5
\$ Getiri (%)	13,5	5,3	9,4	-18,9
BIST-100 Relatif (%):	-6,9	-14,6	-10,0	-28,3



Kaynak: KAP, FİNnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Doğuş Otomotiv (AL, Hedef Fiyat: 302,90 TL)

Getiri Potansiyeli: 32%

Pazar Payı Korunurken Operasyonel Görünüm Güçleniyor...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 302,90 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Doğuş Otomotiv, 2026T 3.1x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 3.7x rasyoları ile işlem görmektedir. Şirket'in toplam araç satışları Škoda dahil 12A25'te 206.6bin adete ulaşmış (yıllık +%12,2), toplam pazar payı %15,1'e yükselmiştir (PC+LCV+HCV). 2026'da; Škoda dahil toplam PC satışlarının düşük-yatay artış göstereceğini, LCV segmentinde rekabet yoğunluğu ve baz etkisi nedeniyle büyüme hızının yavaşlayabileceğini, ağır ticari araçlarda ise pazar şartlarına bağlı sınırlı düşüş varsayıyoruz.

➤ Güçlü satış görünümüne ek faaliyet giderlerinin kontrollü seyriyle marjların 2026 itibariyle kademeli toparlanacağını tahmin ediyoruz. Operasyonel temelli bir normalleşmeyle muhasebe etkilerinden görece sınırlı ve iştiraklerin/iş ortaklıklarının desteğiyle 2026'da net karda yıllık %60 artış, net kâr marjında 0.7 yp iyileşme modelliyoruz.

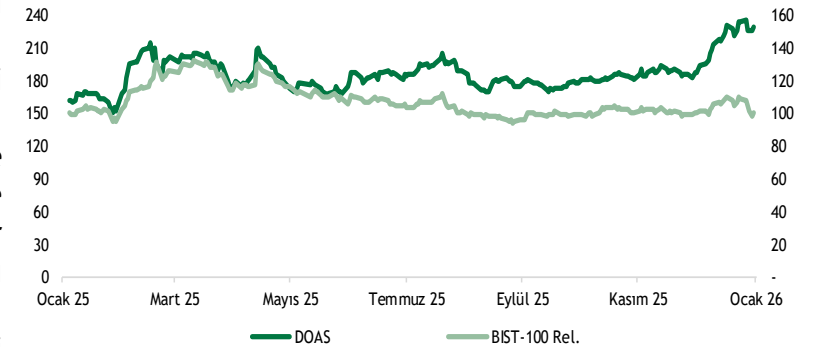
➤ Şirket'in Grup bünyesindeki markalarda en az bir elektrikli modeli piyasaya sürmesini stratejik açıdan tutarlı buluyoruz. Trafığe katılan araç sayısındaki artış ve fiyat tarifesi güncellenmesiyle TÜVTÜRK'ün katkısı devam edecektir. Şirket'in, VW markalı binek otomobillerin Irak, Azerbaycan ve Suriye'de, Škoda markalı binek otomobillerin de Suriye'de satış ve SSH girişimi, operasyonel büyüme için pozitif katalizör niteliği taşıyor. Geniş bayi ağı ve SSH'ların karlılık marjları açısından Şirket'e katkısının devam edeceğini öngörüyoruz. 2025 & 2026'da %7,1 ve %11,4'lük temettü verimi hesaplıyoruz.

Kod	DOAS Tİ/DOAS İS	Kapanış	229,30
Piyasa Değeri (mn TL)	50.446	Son 12 Ay En Yüksek	237,60
Piyasa Değeri (mn \$)	1.164	Son 12 Ay En Düşük	148,48
Firma Değeri (mn TL)	74.292	Beta	0,79
Firma Değeri (mn \$)	1.738	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	11,47
Halka Açıklık Oranı (%)	39,5	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	26,52

Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025T	2026T
Satış Getirileri	282.044	246.568	267.710	340.706
Büyüme (%)		-12,6%	8,6%	27,3%
FAVÖK	46.634	21.912	16.263	23.301
FAVÖK Marjı (%)	16,5%	8,9%	6,1%	6,8%
Net Kar	37.082	9.938	7.147	11.457
Pay Başına Kar	168,55	45,17	32,49	52,08
Temettü Verimi	20,5%	14,0%	7,1%	11,4%
Net Borç/FAVÖK (x)	0,13	0,16	1,67	1,22
Net Borç/Özsermaye (x)	0,07	0,05	0,35	0,32
Ortalama Özsermaye Karlılığı	64,7%	13,1%	9,5%	13,7%
Ortalama Aktif Karlılığı	42,7%	8,0%	5,5%	7,6%

Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	1,4	5,1	5,0	3,7
FD/FAVÖK	1,6	3,4	4,0	3,1
FD/Satışlar	0,3	0,3	0,3	0,2
F/DD	0,6	0,7	0,7	0,6

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	22,6	28,7	21,9	36,5
\$ Getiri (%)	21,2	24,3	20,5	12,5
BIST-100 Relatif (%)	-0,6	0,8	-0,8	-0,5



Kaynak: KAP, Doğuş Otomotiv Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

İş Bankası (AL, Hedef: 26,25 TL)

Güçlü fonlama yapısı ve toparlanan kârlılık görünümü

İş Bankası'nın, 2026 yılında yüksek vadesiz mevduat oranı ve çeşitlendirilmiş faiz getirili aktif yapısı sayesinde marj toparlanmasından olumlu ayrışmasını bekliyoruz. Düşük takipteki kredi oranı, güçlü karşılık seviyesi ve etkin maliyet yönetimi bankanın temel güçlü yönleri arasında yer almaktadır.

Politika faizinde beklenen kademeli indirim sürecinde, kısa vadeli ve vadesiz mevduat oranının yüksek olması fonlama maliyetlerindeki düşüşün net faiz marjına daha hızlı yansımaları sağlayacaktır. Bu doğrultuda, 2026 yılında net faiz marjındaki güçlenmenin devam etmesini bekliyoruz. Ticari kredi ağırlıklı portföy yapısı ve geniş müşteri ağı kredi büyümesini desteklerken, güçlü menkul kıymet portföyünün aktif büyümesine katkı sağlamaya devam edeceğini öngörüyoruz. Sağlam aktif kalitesi ve ihtiyatlı risk yönetimi yaklaşımı sayesinde risk maliyetinin yönetilebilir seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

Net ücret ve komisyon gelirlerinde daha ılımlı bir artış öngörmekle birlikte, etkin maliyet yönetimi sayesinde komisyon/gider rasyosunun dengeli seyrini koruyacağını düşünüyoruz. Bu görünüm altında, İş Bankası'nın 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde net kâr artışı kaydetmesini bekliyoruz.

4Ç25 Beklentileri

İş Bankası'nın 4Ç25'te net kârını çeyrekse bazda %11 artışla 15,786 milyar TL seviyesinde açıklamasını bekliyoruz. Swap maliyetleri dahil net faiz marjında çeyrekse bazda 110 bp artış beklentimize paralel olarak, net faiz gelirlerinin çeyrekse bazda %65 artmasını öngörüyoruz. Komisyon gelirlerinde ise çeyrekse bazda %8 artış bekliyoruz. Gelirlerdeki güçlü artışa karşın, yıl sonu personel giderleri kaynaklı faaliyet giderlerindeki %30'luk dönemsel artışın kârlılığı kısmen törpülemesini bekliyoruz. Takipteki kredi oranında yıl sonu beklentilerine paralel sınırlı bir artış öngörürken, karşılık oranlarında da sınırlı artış bekliyoruz. Bu doğrultuda, beklenen zarar karşılıklarında (net) %8 gerileme tahmin ediyoruz. Net kredi riski maliyetinde çeyrekse bazda gerileme, kümüle bazda ise yatay-sınırlı bir görünüm öngörüyoruz. Vergi karşılığında artış beklemekle birlikte, söz konusu etkinin sektör geneline kıyasla daha sınırlı olacağını düşünüyoruz.

İş Bankası için 2026 yılında %110 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 26,25 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef pay fiyatımız mevcut seviyelere göre %57,6 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Aylık Strateji

Getiri Potansiyeli: %57,6

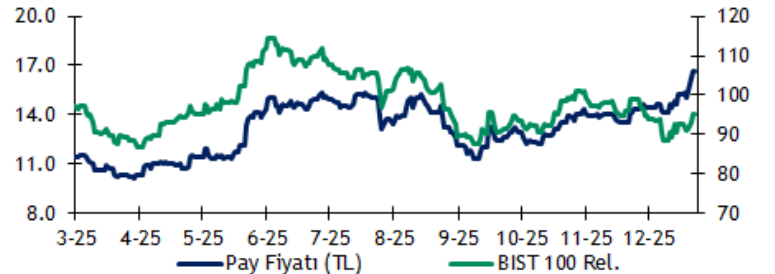
ISCTR

Piyasa Değeri (TLmn)	416,500	Beta (12A)	1.25
Piyasa Değeri (USD mn)	9,609	Ort. Günlük Hacim	6,740
Kapanış	16.66	Yabancı Payı	24.7%
12 Ay Yüksek	16.84	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	10.07	Ağırlık	3.08%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	-13,182	68,706	174,006	248,532
% Fark, Yıllık	a.d.	a.d.	153.3%	42.8%
Net ücret ve komisyon geliri	91,411	134,726	172,460	211,042
% Fark, Yıllık	115.4%	47.4%	28.0%	22.4%
Net kar	45,517	59,978	133,605	191,382
% Fark, Yıllık	-37.0%	31.8%	122.8%	43.2%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.1%	3.0%	3.5%	3.3%
Kredi riski maliyeti	1.1%	2.1%	1.8%	0.9%
Net faiz marjı (Swap dahil)	-0.5%	2.0%	3.7%	4.1%
Ortalama aktif getirisi	1.6%	1.5%	2.5%	2.8%
Ortalama özkaynak katılığı	15.8%	16.8%	29.4%	32.2%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	7.4	6.9	3.1	2.2
F/DD	1.06	1.05	0.79	0.61



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	22.7	33.8	14.9	16.4
US\$ Getiri (%):	21.3	29.3	7.3	-4.1
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-0.5	4.8	-11.8	-15.2

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef Fiyat: 850,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 33%

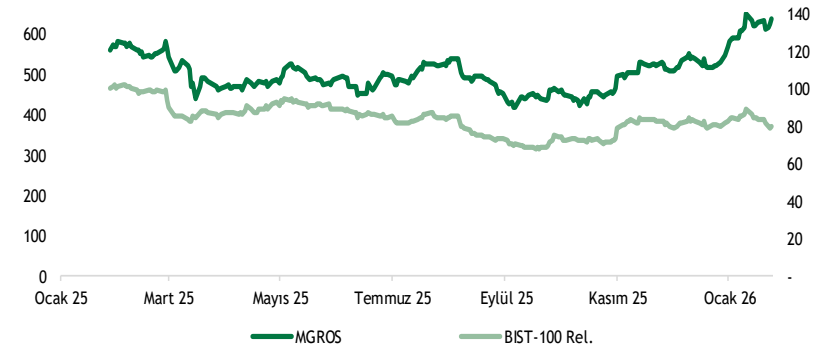
Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 850,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Migros, 2026T 3.1x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 11.5x rasyoları ile işlem görmektedir.

➤ Yüksek enflasyon ve yoğun rekabet ortamına rağmen çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle Migros'un FMCG pazar payını istikrarlı şekilde artırılabilmesini olumlu değerlendiriyoruz. Artan mağaza sayısı ve buna bağlı satış alanı büyümesi ile e-ticaret kanallarının net satışlara sağladığı pozitif katkının, 2026'da da destekleyici olacağını düşünüyoruz.

➤ Güçlü SNA yaratımı, reel satış büyümesi ve toplam finansal borcun önceki yıllara göre oldukça düşük seviyelerde seyretmesi, Şirket'e yönelik olumlu görüşümüzü desteklemektedir. Buna ek olarak, fiyat indirimlerine rağmen verimlilik artırıcı uygulamaların etkisiyle brüt kârlılıktaki iyileşme, orta-uzun vadede pozitif bir görünüm sunabilir. Birebir mağaza satış ve sepet büyümesinin rakiplerine kıyasla daha güçlü seyretmesi Migros'u ayırtıran bir diğer unsur olurken düşük ancak pozitif mağaza trafiğinin, sepet büyümesini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Kod	MGROS T1 / MGROS IS	Kapanış		637,00
Piyasa Değeri (mn TL)	115.332	Son 12 Ay En Yüksek		655,00
Piyasa Değeri (mn \$)	2.661	Son 12 Ay En Düşük		412,49
Firma Değeri (mn TL)	115.172	Beta		0,89
Firma Değeri (mn \$)	2.657	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		30,40
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		36,79
Anahtar Rakamlar (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	343.111	384.535	410.239	539.191
Büyüme	0,0%	12,1%	6,7%	31,4%
FAVÖK	5.939	20.676	26.860	36.940
FAVÖK Marjı	0,0%	5,4%	6,5%	6,9%
Net Kar	16.830	8.605	6.351	10.065
Pay Başına Kar	92,95	47,53	35,08	55,59
Temettü Verimi	1,1%	1,5%	1,7%	2,6%
Net Borç / FAVÖK (x)	-	-0,09	-0,27	-0,45
Net Borç / Özsermaye (x)	-	-0,03	-0,09	-0,17
Ortalama Özsermaye Karlılığı	28,1%	12,0%	8,1%	11,2%
Ortalama Aktif Karlılığı	10,3%	4,6%	3,0%	4,0%
Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	6,9	13,4	18,2	11,5
FD/FAVÖK	19,4	5,6	4,3	3,1
FD/Satışlar	0,3	0,3	0,3	0,2
F/DD	1,7	1,5	1,4	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	22,1	43,6	22,0	12,6
\$ Getiri (%)	20,8	38,7	20,7	-7,3
BIST-100 Relatif (%)	-1,0	12,5	-0,7	-18,0



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 & 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 173,19 TL)

Getiri Potansiyeli: %58

Holding Portföyünde Olası Değişim: Akçansa'nın Satışı Gündemde...

Sabancı Holding, 28 Ocak 2026 tarihinde Akçansa'nın (AKCNS) sermayesinde sahip olduğu %39,72 oranındaki payının satın alınması amacıyla ilişkisiz bir üçüncü taraftan toplam 1,1 milyar Amerikan Doları şirket değeri üzerinden bağlayıcı teklif alındığını ve teklifin nihai hisse devri sözleşmesi imzalanıncaya kadar geçerli olduğunu duyurdu. Söz konusu bağlayıcı teklifin, şirketin tabi olduğu sözleşmesel yükümlülükler ve yasal gereklilikler dikkate alınarak değerlendirileceği belirtilirken, bu çerçevede olası bir satış işlemi gerçekleşmesi durumunda, Sabancı Holding'e düşecek brüt nakit girişinin 436,9 milyon Amerikan doları seviyesinde olacağı değerlendirilmektedir.

Ocak ayı içerisinde açıklamalarda bulunan Sabancı Holding CEO'su Kıvanç Zaimler, kuvvetli oldukları enerji, yapı malzemesi gibi işlerde pozisyonlarını güçlendirecek yeni yatırım fırsatlarını takip ettiklerini belirtirken, CarrefourSA (CRFSA) ve Teknosa'yı (TKNSA) portföylerinde gözden geçirdikleri şirketler olarak tanımladı. Zaimler, Enerjisa Üretim'in halka arzı için somut bir takvim açıklamasa da, şirketin yapısal olarak bu ihtimale uygun hale geldiğini ve doğru piyasa koşulları oluştuğunda halka arzı değerlendirebileceklerini dile getirdi.

Sabancı Holding'in solo nakiti hariç tutulduğunda toplam net aktif değerinin %40'ı Banka ve Finansal Hizmetler, %38'i Enerji ve İklim Teknolojileri, %15'i Malzeme Teknolojileri, %1'i Dijital Teknolojiler, %6'sı Diğer segmentlerinden oluşmaktadır. Kombine gelirlerin ise (9A25) ise %55'i Bankacılık, %45'i Banka Dışı segmentlerden elde edilmektedir. NAD içerisindeki yüksek Bankacılık payı ile Enerji ve İklim Teknolojilerinin güçlü katkısı, Holding'in hisse performansı üzerinde belirleyici etki göstermektedir.

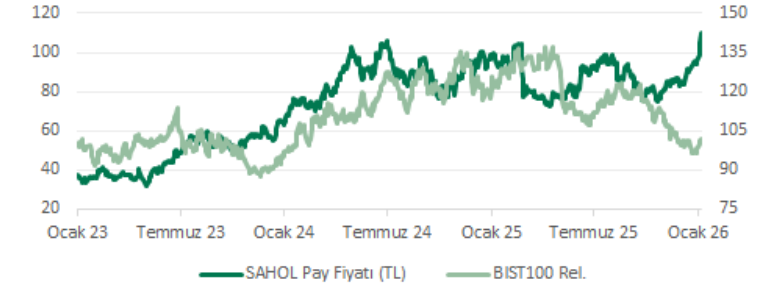
Sabancı Holding 9A25 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlara göre toplam 883.718mn TL gelir elde ederken, 823mn TL konsolide zarar açıklamıştır. 9A25 döneminde Enerji ve İklim Teknolojileri, Malzeme Teknolojileri ve Banka Dışı Finansal Hizmetler segmentlerinden konsolide net kar elde edilirken, bunların dışında kalan diğer sektörler konsolide net zarar elde edilmiştir.

Holding solo net nakit pozisyonu, İklim Teknolojileri'ne yönelik sermaye artırımını kapsamında gerçekleşen nakit çıkışlarının etkisiyle çeyreklik bazda sınırlı bir gerileme göstererek 290mn USD seviyesine inmiştir. Öte yandan, Holding'in banka dışı Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,7x seviyesinde gerçekleşerek Grup'un 2,0x olarak belirlenen politika eşliğinin altında kalmaya devam etmiştir.

2026 yılında Sabancı Holding'in gelirleri içerisinde önemli paya sahip olan bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, yurt içinde devam etmesi beklenen faiz indirim sürecinden olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Ayrıca, olası iştirak satışları, Enerjisa Üretim'in potansiyel halka arzı ve yapılabilecek yeni yatırımlarla, 2026 yılının holding portföyü için bir stratejik dönüşüm yılı olabileceğini değerlendiriyoruz.

Sabancı Holding (SAHOL) için 173,19 TL seviyesinde bulunan hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Ocak 2026 kapanış fiyatına göre %58 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	109,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	229.991	Son 12 Ay En Yüksek	110,80	
Piyasa Değeri (Mn S)	5.307	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	429.824	Beta	1,15	
Firma Değeri(Mn S)	10.121	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	66,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	34,9%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
Satış Gelirleri	258.921	255.362	188.559	183.099
Finans Sektörü Hasılatı	744.125	931.814	681.564	700.619
Toplam Gelirler	1.003.047	1.187.176	870.123	883.718
Büyüme		18,4%		1,6%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	29.155	-20.255	-15.480	-823
Pay Başına Kar	14,29	-9,64	-7,06	-0,38
Temettü Verimi	4,5%	2,7%		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,10	0,33	0,21	0,59
Ort. Özsermaye Karlılığı	7,40%	-5,46%		-1,5%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,70%	-0,50%		-0,1%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
F/K	8,0	0,0	0,0	0,0
FD/Satışlar	0,2	0,4	0,2	0,4
F/DD	0,6	0,7	0,7	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	31,1	35,4	30,0	10,5
S Getiri (%)	29,7	30,8	28,5	-9,0
BIST-100 Relatif (%)	6,3	6,1	5,8	-19,5



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023, 2024, 2024/09 and 2025/09 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 140,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %19,8

Google Cloud iş birliğinin, Turkcell'in teknoloji liderliğini güçlendirerek sürdürülebilir büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

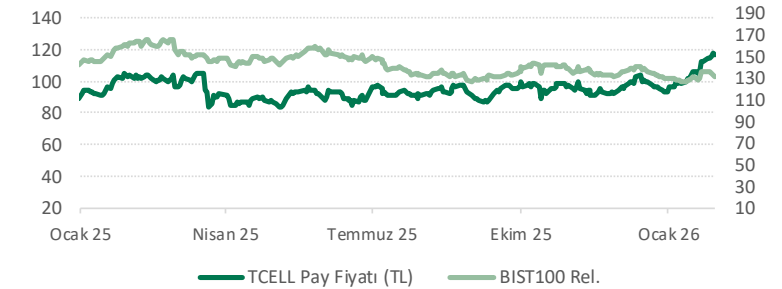
Turkcell, 2025 yılını telekom sektöründeki zorlu makro koşullara rağmen güçlü ve dengeli bir performansla tamamladı. Veri kullanımı ve faturalı abone odağına ek olarak dijital iş servisleri (veri merkezi vb.) ve Techfin tarafındaki büyüme, şirketin yıl boyunca operasyonel dayanıklılığını korumasını sağladı. Önümüzdeki dönemde, 5G ihale bedelinin ilk iki taksitinin 2026 yılı içinde ödenecek olması ve Google Cloud iş birliği kapsamında 2032'ye kadar tamamlanması planlanan üç veri merkezi için yaklaşık 1 milyar USD tutarındaki yatırım harcamaları nedeniyle, 2026 itibarıyla yatırım harcamaları içinde veri merkezlerinin payının artmasını bekliyoruz. Ancak, operasyonel yatırım harcamaları/satış gelirlerinin %24'ü aşmasını beklemiyoruz. Bununla birlikte, 5G, veri merkezi, güneş enerjisi gibi yatırımlara hazırlık yapmak için yıl başında yapılan Eurobond ihracı ve körfez ülkelerinden sağlanan çeşitli finansmanlarla finansal yapı erkenden hazırlandığından 2026 yılında net borç / FAVÖK'ün 1x'in altında kalacağını tahmin ediyoruz. **Kasım 2025'te açıklanan Google Cloud ile stratejik iş birliği, Turkcell'in telekom operatörlüğünden teknoloji hizmet sağlayıcılığına evrilen dönüşüm sürecinde en kritik adımlardan biri olarak öne çıkmaktadır.** Şirket, 2032 yılına kadar planladığı 1 milyar ABD dolarlık yatırım ile veri merkezi kapasitesini iki katına çıkarmayı, dolar bazlı bulut gelirlerini ise mevcut seviyelerin yaklaşık altı katına taşımayı hedeflemektedir. Bu anlaşma kapsamında Turkcell'in Google Cloud'un yetkili iş ortağı ve satıcısı konumuna gelmesinin, ürün tedarik maliyetlerinde avantaj sağlarken satış tarafında da marj yapısını güçlendireceğini düşünüyoruz. Söz konusu ortaklığın, yalnızca yeni bir gelir kalemi yaratmakla kalmayıp, şirketin nakit akışını geleneksel telekom hizmetlerinden daha yüksek katma değerli ve ölçeklenebilir teknoloji çözümlerine yönlendirmesine imkân tanıyacağını öngörüyoruz. Genel çerçevede değerlendirildiğinde bu iş birliği, Turkcell'in döviz bazlı gelirlerini çeşitlendiren, kârlılık kalitesini artıran ve uzun vadeli büyüme stratejisini destekleyen stratejik bir kırılma noktası olacağını düşünüyoruz. Yıl genelinde mobil tarafta faturalı abone odağı ve sabit tarafta 100 MHz ve üzeri hız içeren paketlere artan talep, Turkcell'in ana gelir kalemlerini destekleyen temel unsurlar olurken; Ocak ayında uygulanan %14'lük kitlesel fiyat artışını takiben, yılın ilerleyen dönemlerinde segment bazlı fiyatlama ve müşterileri üst paketlere yönlendiren aksiyonlar gelir artışını desteklemiştir. Bu fiyatlama ve paket geçişi stratejisinin 2026 yılında da sürdürülmesini bekliyoruz.

2026 yılında, Turkcell'de, faturalı abone oranındaki artış ve segment bazlı fiyatlama stratejisinin devamı sayesinde reel ARPU büyümesinin sürmesini, 5G'nin kademeli olarak devreye girmesiyle birlikte veri tüketimi ve dijital iş servisi gelirlerinin desteklenmesini, yüksek altyapı yatırımları nedeniyle yatırım harcamaları nominal olarak yükselse de gelirdeki artışla yatırım harcamaları/ satış gelirleri 'nin %24'ün üzerine çıkmasını beklemiyoruz. Net borç / FAVÖK rasyosunun 1x in altında kalmasını bekliyoruz.

Turkcell'in (TCELL) 4Ç25'te 62.698 milyon TL (piyasa medyan beklentisi: 62.110 milyon TL) net satış gerçekleştirmiş olmasını beklemekteyiz. FAVÖK tarafında ise piyasa medyan beklentisi 24.496mn TL iken bizim beklentimiz ise 24.776mn TL'dir. Sonuç olarak, Şirket'in yılın dördüncü çeyreğinde 2.864mn TL net kar elde etmesini beklemekteyiz (piyasa medyan beklentisi: 3.752mn TL).

Beklentilerimiz doğrultusunda Turkcell (TCELL) hissesi için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 140,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Ocak 2026 kapanışına göre %19,8 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	116,90	
Piyasa Değeri (Mn TL)	257.180	Son 12 Ay En Yüksek	118,80	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.924	Son 12 Ay En Düşük	81,29	
Firma Değeri (Mn TL)	301.496	Beta	0,94	
Firma Değeri(Mn \$)	6.991	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	64,2	
Halka Açıklık Oranı (%)	44,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	75,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	194.580	207.928	241.350	320.250
Büyüme		6,9%	16,1%	32,7%
FAVÖK	88.922	92.523	103.850	130.380
FA VÖK Marjı	45,7%	44,5%	43,0%	40,7%
Net Kar (Mn TL)	23.725	30.790	16.875	24.300
Pay Başına Kar	10,78	14,00	7,67	11,05
Temettü Verimi	2,16%	3,62%	2,64%	2,80%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,54	0,40	0,21	0,20
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,15	0,08	0,08
Ort. Özsermaye Karlılığı		12,9%	6,4%	8,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,7%	3,5%	4,4%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	9,8	8,7	15,2	10,6
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,9	2,3
FD/Satışlar	0,8	1,2	1,2	0,9
F/DD	1,0	1,1	0,9	0,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	25,0	20,6	25,6	13,2
\$ Getiri (%)	23,6	16,5	24,2	-6,7
BIST-100 Relatif (%):	1,4	-5,6	2,2	-17,5



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: 445,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 46%

Filo Yatırımları ve Ağ Gücüyle Desteklenen Büyüme...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan **445,00 TL'yi ve AL tavsiyemizi** koruyoruz. 30 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%46'lık getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2026T F/K 3.66x ve 2026T FD/FAVÖK 3.86x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ THY, Aralık 2024'e kıyasla Aralık 2025'te toplam yolcu sayısında yıllık %13,5'lik artış kaydetmiştir. THY'nin Aralık 2025'teki toplam yolcu sayısı 7.31mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Aralık 2025'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %68,2'ye ulaşmıştır. THY, Aralık 2025'te yıllık bazda %15,2 artışla 4.98mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Aralık ayında yıllık bazda %9,9 oranında artarak 2.33mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Aralık 2025'te yıllık bazda 1.9 yp artış göstererek %82,6 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Aralık 2025'te yıllık bazda %15,9 artış göstermiştir. Yıl genelindeki performans verileri baz alındığında Şirket, 12A24'e kıyasla 12A25'te toplam yolcu sayısında yıllık %8,8'lik artış kaydetmiştir. THY'nin 12A25'teki toplam yolcu sayısı 92.64mn olarak gerçekleşmiştir. THY, 12A25'te yıllık bazda %11,3 artışla 60,73mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %4,5 oranında artış göstererek 31.9mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı 12A25'te yıllık bazda 1.0 yp artış göstererek %83,2 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise 12A25'te yıllık bazda %8,4 artış göstermiştir.

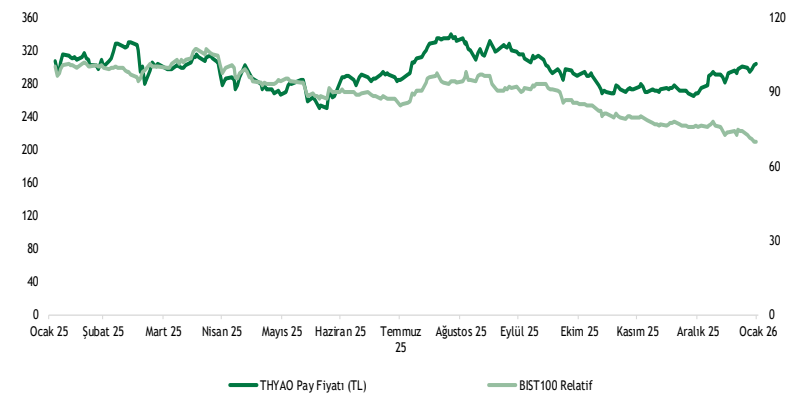
➤ 2029-2034 yılları arasında Boeing 787 uçaklarının filoya kademeli olarak dahil olmaya başlaması ve Boeing ile 150 adet 737 MAX uçağının satın alınımına ilişkin müzakerelerin tamamlanmış olması doğrultusunda, THY'nin filo büyüklüğünün 2026'da yönetim beklentileriyle uyumlu şekilde 566 uçağa ulaşacağını öngörüyoruz (2025 sonu: 516 uçak; THY beklentisi: 525-530). 2026'da Uzak ve Orta Doğu hatları ile AJet'in güçlü katkısıyla AKK'nin %9,4 büyümesini bekliyoruz. 2026 için %1,3 temettü verimi hesaplıyoruz. GTF kaynaklı NEO uçaklarının 2026 boyunca kademeli olarak geri dönmesi, önemli bir katalizör etkisi görürken; Air Europa yatırımının ağ genişlemesi ile yolcu & kargo katkısı yaratarak Latin Amerika-Avrupa-Türkiye ekseninde THY'nin büyüme potansiyeline pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz.

➤ **Riskler** - uçak teslimatlarının ötelenmesi, küresel büyümenin yavaşlaması, doğal afetler, jeopolitik riskler, küresel rekabette artış, jet yakıtı fiyatlarında dalgalanma.

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	304,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	419.520	Son 12 Ay En Yüksek	342,72
Piyasa Değeri (Mn \$)	9.679	Son 12 Ay En Düşük	246,66
Firma Değeri (Mn TL)	804.782	Beta	0,90
Firma Değeri (Mn \$)	18.961	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	256,0
Halka Açıklık Oranı (%)	50,40	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	21,98

Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	20.942	22.669	23.993	25.641
Büyüme (%)	13,7%	8,2%	5,8%	6,9%
FAVÖK	5.533	5.059	5.091	5.175
FAVÖK Marjı (%)	26,4%	22,3%	21,2%	20,2%
Net Kar	6.021	3.425	2.638	2.506
Pay Başına Kar	4,36	2,48	1,91	1,82
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	2,3%	1,3%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,3	1,0	1,5	1,3
Net Borç/Özsermaye (x)	0,5	0,3	0,4	0,3
Ort. Özsermaye Karlılığı	47,6%	19,6%	13,0%	11,1%
Ort. Aktif Karlılığı	18,1%	9,1%	6,3%	5,4%

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	1,61	2,83	3,67	3,86
FD/FAVÖK	3,43	3,75	3,72	3,66
FD/Satışlar	0,91	0,84	0,79	0,74
F/DD	0,62	0,50	0,46	0,41
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	13,54	4,83	13,22	-0,58
\$ Getiri (%)	12,25	1,26	11,96	-18,10
BIST-100 Relatif (%):	-7,94	-17,91	-7,86	-27,56



Kaynak: Türk Hava Yolları, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Yapı Kredi Bankası (AL, Hedef: 62,17 TL)

Getiri Potansiyeli: %51,3

Yeniden Fiyatlamaya Hazır Fonlama Yapısı

Yapı Kredi Bankası, takibimizdeki bankalar arasında en yüksek vadesiz ve TL vadesiz mevduat oranına sahip banka olarak öne çıkmaktadır. Kısa vadeli TL mevduatın toplam mevduat içindeki yüksek payı, fonlama tarafında yeniden fiyatlamaya oldukça elverişli bir yapı sunmaktadır.

Bu fonlama kompozisyonu, faiz indirim döngüsünde mevduat maliyetlerinin hızlı şekilde gerilemesine imkân tanıyarak net faiz marjında belirgin bir genişleme potansiyeli yaratmaktadır. Bankanın görece daha aktif swap fonlaması kullanmasının da, faiz indirim sürecinde fonlama maliyetlerinin kısa vadede daha hızlı düşmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

Çekirdek sermaye yeterliliği oranı özel mevduat bankalarının bir miktar gerisinde bulunsun da, 2026 yılında sektöre paralel ve enflasyonun üzerinde kredi büyümesi bekliyoruz. Seçici büyüme stratejisi kapsamında son dönemde kontrollü şekilde gerileyen pazar payının, önümüzdeki dönemde yeniden toparlanma eğilimine girmesini öngörüyoruz. Yatay seyreden takipteki kredi oranı ve kontrollü risk maliyeti Yapı Kredi'yi aktif kalitesi açısından olumlu ayırtırmaktadır. Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini büyük ölçüde karşılamaya devam etmesi kârlılığı destekleyen önemli bir unsur olmaya devam edecektir. Bu çerçevede, Yapı Kredi'nin 2026 yılında marj genişlemesiyle desteklenen güçlü bir kârlılık performansı sergilemesini bekliyoruz.

4Ç25 Beklentileri

Yapı Kredi Bankası'nın 4Ç25'te net kârını, vergi giderlerindeki güçlü artışın etkisiyle çeyrekse bazda %46 düşüşle 8,095 milyar TL seviyesinde açıklamasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, bankanın 2025 yılı net kârının %58 artışla 45,905 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Net faiz marjında yaklaşık 40 bp'lik artış beklentimize paralel olarak, swap dahil net faiz gelirlerinin çeyrekse bazda %28 artmasını bekliyoruz. Komisyon gelirlerinin ise çeyrekse bazda yatay bir seyir izlemesini öngörüyoruz. Gelir tarafındaki güçlü artışa rağmen, kârlılığı baskılayan temel unsurun vergi giderlerinde beklediğimiz çeyrekse bazda %152'lik artış olacağını düşünüyoruz. Buna ek olarak, faaliyet giderlerinde dönemsel etkiler kaynaklı %17 artış ve aktif kalitesindeki gelişmelere paralel olarak beklenen zarar karşılıklarında (net) %21 artış beklentimiz de kârlılık üzerinde baskı yaratmaktadır.

Yapı Kredi Bankası için 2026 yılında %137 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 62,17 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef pay fiyatımız mevcut seviyelere göre %51,3 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

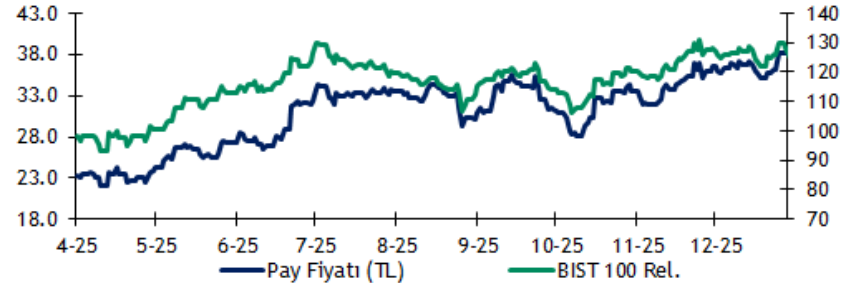
YKBNK

Piyasa Değeri (TLmn)	347,005	Beta (12A)	1.25
Piyasa Değeri (USD mn)	8,006	Ort. Günlük Hacim	6,803
Kapanış	41.08	Yabancı Payı	30.3%
12 Ay Yüksek	41.44	Halka Açıklık (%)	39.0%
12 Ay Düşük	21.92	Ağırlık	3.23%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	13,860	55,159	147,397	213,127
% Fark, Yıllık	-79.3%	298.0%	167.2%	44.6%
Net ücret ve komisyon geliri	73,097	110,185	141,973	173,206
% Fark, Yıllık	112.0%	50.7%	28.8%	22.0%
Net kar	29,017	45,905	109,030	164,408
% Fark, Yıllık	-57.3%	58.2%	137.5%	50.8%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	3.1%	3.8%	4.0%	3.7%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0.8%	2.2%	2.1%	1.4%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	0.7%	2.2%	4.4%	4.9%
Ortalama aktif getirisi	1.4%	1.6%	2.9%	3.3%
Ortalama özkaynak getirisi	15.7%	20.7%	36.0%	39.4%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	8.9	7.6	3.2	2.1
F/DD	1.3	1.4	1.0	0.7



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	14.8	28.0	22.4	28.5
US\$ Getiri (%):	13.5	23.6	14.4	5.8
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-6.9	0.2	-6.1	-6.4

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 2 Şubat 2026								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	93,0	108,10	483.340	562.120	16,3%	10,04	1,74
GARAN	AL	161,3	203,65	677.460	855.330	26,3%	6,20	1,65
HALKB	TUT	43,6	46,32	313.113	332.799	6,3%	15,46	1,58
ISCTR	AL	16,7	26,25	416.500	656.249	57,6%	7,60	1,09
TSKB	AL	14,1	20,06	39.368	56.168	42,7%	3,18	0,92
VAKBN	AL	36,5	52,28	361.931	518.404	43,2%	6,57	1,37
YKBNK	AL	41,1	62,17	347.005	525.153	51,3%	7,81	1,44
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	207,70	318,51	526.706	807.702	53,3%	82,84	0,82
SAHOL	AL	109,50	173,19	229.991	363.759	58,2%	-	0,67
TAVHL	AL	347,75	425,30	126.331	154.502	22,3%	31,93	1,58
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	194,20	211,00	37.179	40.395	8,7%	73,50	1,55
AKSEN	AL	73,70	85,00	90.381	104.244	15,3%	67,13	1,69
ARCLK	AL	114,00	149,50	77.033	101.021	31,1%	-	1,09
ASELS	AL	303,25	340,00	1.382.820	1.550.400	12,1%	73,70	7,42
BIMAS	AL	664,00	800,00	398.400	480.001	20,5%	35,03	2,62
CCOLA	AL	71,90	90,70	201.182	253.780	26,1%	20,41	2,76
CIMSA	AL	51,45	68,00	48.651	64.300	32,2%	45,87	1,52
DOAS	AL	229,30	302,90	50.446	66.639	32,1%	10,76	0,75
EREGL	AL	28,18	32,47	197.260	227.320	15,2%	38,85	0,71
FROTO	AL	113,70	143,00	398.985	501.805	25,8%	14,77	2,51
KRDMD	TUT	29,06	30,90	22.673	24.109	6,3%	-	0,52
MGROS	AL	637,00	850,00	115.332	153.896	33,4%	24,70	1,52
PETKM	TUT	18,44	15,90	46.734	40.308	-13,8%	-	0,70
PGSUS	AL	203,50	345,30	101.750	172.649	69,7%	6,65	0,90
SELEC	TUT	80,35	110,10	49.897	68.372	37,0%	78,23	1,75
SISE	AL	45,50	55,00	139.376	168.470	20,9%	53,28	0,61
TCELL	AL	116,90	140,00	257.180	308.000	19,8%	26,93	1,06
THYAO	AL	304,00	445,00	419.520	614.102	46,4%	3,97	0,50
TOASO	AL	326,00	338,50	163.000	169.248	3,8%	112,32	3,09
TTKOM	AL	66,50	80,00	232.750	280.000	20,3%	13,54	1,15
TUPRS	AL	244,80	283,79	471.680	546.799	15,9%	21,40	1,37
ULKER	AL	135,40	159,80	50.000	59.010	18,0%	8,16	1,25
VESBE	AL	8,24	12,50	13.184	20.000	51,7%	-	0,34
ZOREN	TUT	3,30	4,30	16.500	21.500	30,3%	-	0,23

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihlerine 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.

**UYARI NOTU:**

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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com