

Aylık Strateji

Mart 2026

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

ABD-İran geriliminin tırmanması risk iştahını baskıladı...

Trump yönetiminin küresel ticaret politikaları ve jeopolitik dengeye ilişkin hamleleri, şubat ayında da küresel piyasaların ana gündem maddeleri arasında yer aldı. ABD Yüksek Mahkemesi'nin, Başkan Trump tarafından yürürlüğe konulan tarifelerin dayandırıldığı Uluslararası Acil Ekonomik Güçler Yasası'nın (IEEPA) Başkan'a "tarife koyma yetkisi vermediğine hükmetmesi", ABD'nin ticaret politikasına yönelik belirsizlikleri artırdı. Ancak Trump yönetiminin kısa süre içinde yeni tarife adımlarını devreye alacağını açıklaması, korumacı politikalara ilişkin kararlılığın sürdüğünü gösterdi. Özellikle Avrupa ve Asya ülkelerini kapsayacak tarife adımları, küresel ticaret dengelerine ilişkin risk algısının yeniden yükselmesine neden oldu. Diğer yandan; ABD ve İsrail cephesi ile İran arasında nükleer program kaynaklı anlaşmazlıklar ve ABD'nin bölgeye yönelik askeri yığınak süreciyle tırmanan gerilim sıcak çatışmaya dönüşmüştür. Bu gelişmeler, enerji arzına ilişkin endişeleri artırarak petrol ve diğer emtia fiyatlarında yukarı yönlü hareketleri beraberinde getirirken; küresel hisse senedi piyasalarında daha temkinli fiyatlamaların öne çıkmasına yol açmıştır.

Şubat ayında toplantısı bulunmayan Fed, 27-28 Ocak tarihlerinde gerçekleştirilen son FOMC toplantısında politika faizini beklentilere paralel %3,50-%3,75 aralığında sabit bırakmıştı. Karar metninde ekonomik aktivitenin güçlü seyrini koruduğu, işgücü piyasasında dengeli görünümün sürdüğü ve enflasyonun hedefin üzerinde kalmaya devam ettiği vurgulandı. Gelecek toplantılara ilişkin net bir yönlendirme yapılmazken para politikasının veri odaklı ve toplantı bazlı bir yaklaşımla belirleneceği ifade edildi. Ayrıca, Fed'in bağımsızlığının korumasının önemine dikkat çekildi. Diğer yandan Kevin Warsh'ın Fed Başkanlığı için aday gösterilmesi ise para politikasının orta vadeli yönüne ilişkin tartışmaları artırdı. Warsh'ın geçmişteki görece şahin duruşu, Fed'in ileriye dönük politika çerçevesine ilişkin farklı senaryoların fiyatlanmasına neden oldu.

Avrupa tarafında Avrupa Merkez Bankası (ECB), şubat toplantısında faiz oranlarını sabit tutarak ihtiyatlı duruşunu sürdürmüştür. Hizmet enflasyonundaki katılık ve zayıf büyüme görünümü, para politikasında daha fazla gevşeme adımıyla ilişkin beklentileri sınırlandırmaktadır. Japonya Merkez Bankası mevcut gevşek para politikası çerçevesini korurken, Çin'de büyümeyi destekleyici adımların sürdürülmesi küresel büyüme endişelerini kısmen dengelemiştir.

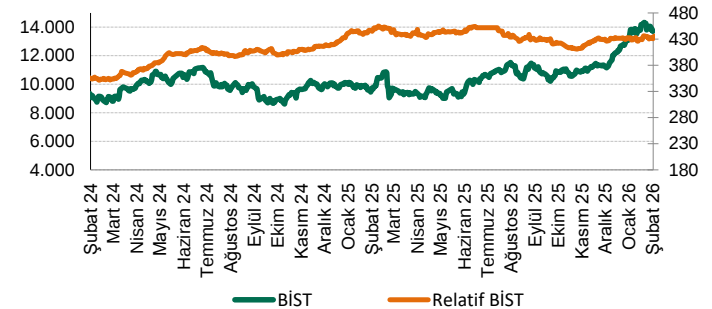
Yurt içinde şubat ayında TCMB'nin PPK toplantısı bulunmamakla birlikte açıklanan enflasyon verileri ve Enflasyon Raporu piyasaların odağında yer almıştır. TCMB yılın ilk Enflasyon Raporu'nda enflasyon hedeflerini korurken, tahmin aralığını yukarı yönlü güncellemiştir. Enflasyon tarafında ocak ayındaki fiyat artışları ve gıda fiyatlarından kaynaklanan aylık oynaklığa rağmen yıllık enflasyonda kademeli gerileme eğilimi korunmuştur. TCMB, dezenflasyon sürecinde ana eğilimde iyileşmeye işaret ederken temkinli ve veri odaklı para politikası duruşunun sürdürüleceğini vurgulamıştır. Finansal koşullardaki sıkılığın korunması ve beklentilerin çıpalanması, politika patikasının sürdürülebilirliği açısından önemini korumaktadır.

Mart ayında küresel piyasalar Orta Doğu'da artan jeopolitik risklere, başta Fed olmak üzere büyük merkez bankalarının toplantılarına ve açıklanacak makro verilere odaklanacaktır. Faiz indirimine ilişkin beklentiler, gelecek verilerin seyrine bağlı olarak şekillenecektir. ABD'de ticaret politikalarına ilişkin yeni adımların kapsamı ve Yüksek Mahkeme kararının olası yansımaları da piyasa fiyatlamaları üzerinde etkili olmaya devam edecektir. Orta Doğu'da başlayan sıcak savaşın yanında Rusya-Ukrayna savaşı da küresel piyasalar açısından en önemli jeopolitik risk unsurları arasında yer almaya devam etmektedir. Yurt içinde ise mart ayında gerçekleştirilecek TCMB PPK toplantısı ve enflasyonun ana eğilimi, faiz patikasına yönelik beklentiler açısından belirleyici olacaktır. Bununla birlikte küresel risk iştahındaki değişimler ve sermaye akımlarının seyrini, TL varlıklarının performansı üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	13.718	-0,87%	21,8%
BIST - 100, USD	313	-1,9%	19,2%
MSCI Turkey	349.386	-0,8%	22,6%
MSCI EMEA	286	1,5%	10,5%
MSCI EM	1.611	5,4%	14,7%
Gösterge Tahvil	36,53%	192bps	-69bps
USD/TL	43,8000	1,06%	2,23%
EUR/TL	51,7008	0,00%	2,81%
F/K			
Bankacılık	6,9		
Sanayi	69,1		
Demir&Çelik	84,7		
GYO	11,3		
Telekom	18,4		
2026T F/K	16,8		

*Kapanış 27 Şubat 2026

BIST & Portföy



TCMB'nin faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyor...

Beklentilerin üzerinde gerçekleşen ocak enflasyon verisine rağmen TCMB'nin Enflasyon Raporu'nda enflasyon beklentilerini koruması, ülke kredi risk priminin (CDS) 210-225 baz puan aralığında dengeli seyretmesi ve sınırlı da olsa yurt dışı fon girişlerinin devam etmesi, ayın ilk yarısında BİST-100 endeksindeki yükseliş eğilimini desteklemiştir. Ancak; ayın ikinci yarısında 14.500,00 puan seviyesine yakın bölgelerde artan kar realizasyonları ve ABD-İran hattında yükselen tansiyonun etkisiyle endeks düzeltme sürecine girmiş; yıl başından bu yana devam eden yükseliş trendi yerini yatay - negatif bir görünüme bırakmıştır. Şubat ayında dalgalı bir seyir izleyen BİST-100 Endeksi, ayı %0,87 düşüşle 13.717,81 puandan tamamlamıştır. Sınai Endeksi ayı %1,63 düşüşle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %1,34 yükseliş kaydetmiştir.

ABD-İsrail ile İran arasındaki devam eden sıcak savaşın şiddetlenmesi halinde, küresel piyasalardaki jeopolitik risk algısının önümüzdeki dönemde artış göstermesi muhtemeldir. Bu çerçevede jeopolitik risklerde olası bir tırmanış, enerji arz güvenliğine yönelik endişeleri artırarak küresel enflasyon görünümüne ve para politikası patikasına ilişkin belirsizlikleri yükseltebilir ve merkez bankalarının temkinli duruşlarını korumalarına neden olabilir. Bu nedenle hem Orta Doğu hem de Rusya-Ukrayna tarafındaki gelişmeler piyasalar tarafından yakından takip edilecektir.

Mart ayında, ABD'nin izlediği agresif dış politika, gümrük tarifelerine ilişkin belirsizlik ve özellikle Orta Doğu'da artan jeopolitik risklerin küresel hisse senedi piyasalarında risk iştahını baskılayabilecek unsurlar olabileceğini değerlendiriyoruz. Yurt içinde ise enflasyon verisi ve TCMB'nin faiz kararı piyasaların odağında olacaktır. Dezenflasyon sürecinin bozulmaması ve faiz indirimlerinin sınırlı da olsa devam edeceği beklentisiyle, yabancı yatırımcı ilgisinin devam etmesine de bağlı olarak endeksin mart ayında dalgalı bir seyir izlemesini bekliyoruz. BİST'te yılın ilk ayında yaşanan hızlı yükselişin ardından kısa vadede dalgalanmalar görülse de jeopolitik risklerde azalma yaşanması halinde, orta ve uzun vadeli görünüm açısından kademeli alım yönündeki görüşümüzü koruyoruz.

Bu beklentilerin ışığında; BİST-100 Endeksi için 12 aylık 16.500 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %20 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2026T 7.89x ve 0.98x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 41% ve 54% iskontolu işlem görmektedir.

Artan jeopolitik risklerin havacılık sektörü üzerindeki potansiyel etkilerini göz önünde bulundurarak THYAO'yı model portföyümüzden çıkarıyor yerine TUPRS'ı ekliyoruz. Ayrıca, daha temkinli bir portföy görünümü sağlamak amacıyla DOAS yerine, görece daha defansif yapısı ile öne çıkan FROTO'yu portföyümüze dahil ediyoruz.

Piyasa Riskleri

- Başta Orta Doğu ve Rusya-Ukrayna olmak üzere gibi kriz bölgelerinde sıcak çatışma risklerinin yayılması,
- Jeopolitik risklerin enerji fiyatlarının yükselmesine neden olarak, küresel enflasyon görünümü ve para politikası patikasına ilişkin belirsizlikleri artırması,
- ABD'nin agresif dış politika hamlelerinin başta Çin ve Avrupa'ya yönelik tarife tehditlerini artırarak küresel ticaret gerilimini tırmadması,
- TCMB'nin faiz indirim döngüsünün, enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi nedeniyle sektöre uğraması.

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	90,15	108,10	19,9%	-3,0%	-2,2%
ASELS.TI	322,00	395,00	22,7%	6,2%	7,1%
CIMSA.TI	51,20	70,55	37,8%	-0,5%	0,4%
FROTO.TI	115,90	149,30	28,8%	0,0%	0,0%
ISCTR.TI	16,91	29,61	75,1%	1,5%	2,4%
MGROS.TI	645,50	850,00	31,7%	1,3%	2,2%
SAHOL.TI	100,80	173,19	71,8%	-7,9%	-7,1%
TCELL.TI	115,80	140,00	20,9%	-0,9%	-0,1%
TUPRS.TI	218,50	283,79	29,9%	0,0%	0,0%
YKBNK.TI	43,30	58,30	34,6%	5,4%	6,3%
Aylık Getiri				-0,1%	0,6%

*Kapanış 27 Şubat 2026

Eklenen
FROTO
TUPRS

Çıkan
DOAS
THYAO

Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

ISCTR

MGROS

SAHOL

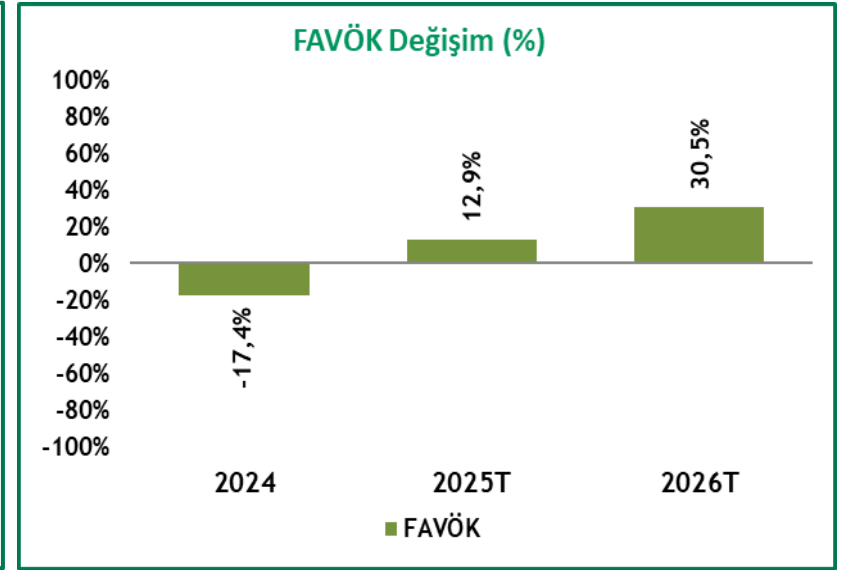
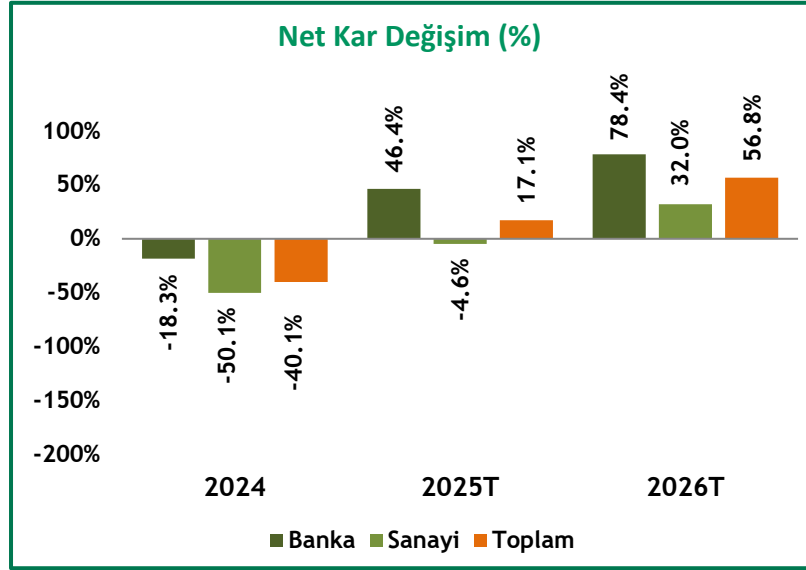
TCELL

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.

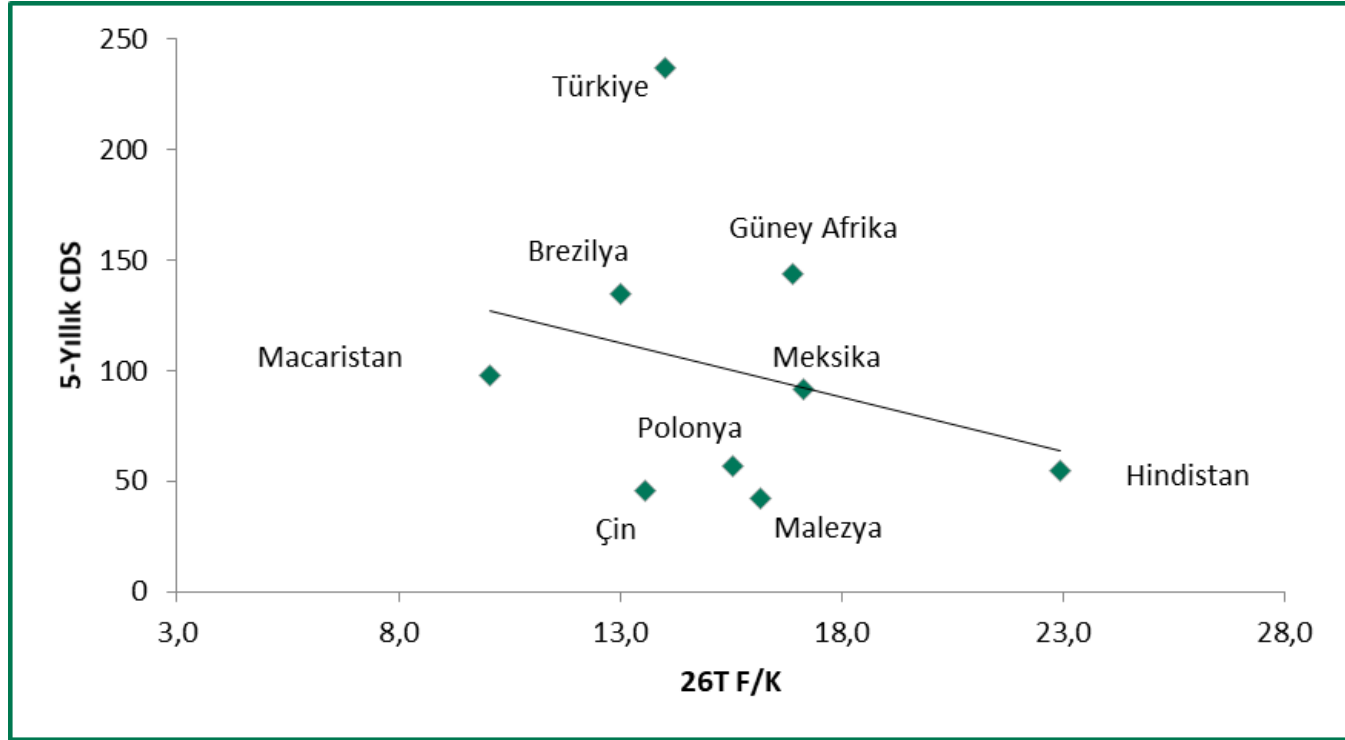
Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %20,5'lik yükseliş göstermesine rağmen MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %21,8, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %10,9 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-0,8%	26,7%	20,5%	22,6%
MSCI Gelişen Pazarlar	5,4%	17,8%	46,8%	14,7%
MSCI EMEA	1,5%	15,3%	33,7%	10,5%
MSCI Doğu Avrupa	-0,1%	15,6%	53,2%	8,8%
MSCI Dünya	0,6%	3,6%	19,7%	2,9%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	6,3%	-7,0%	21,8%	-6,4%
MSCI EMEA	2,4%	-8,9%	10,9%	-9,9%
MSCI Doğu Avrupa	0,8%	-8,7%	27,1%	-11,2%
MSCI Dünya	1,5%	-18,2%	-0,6%	-16,1%

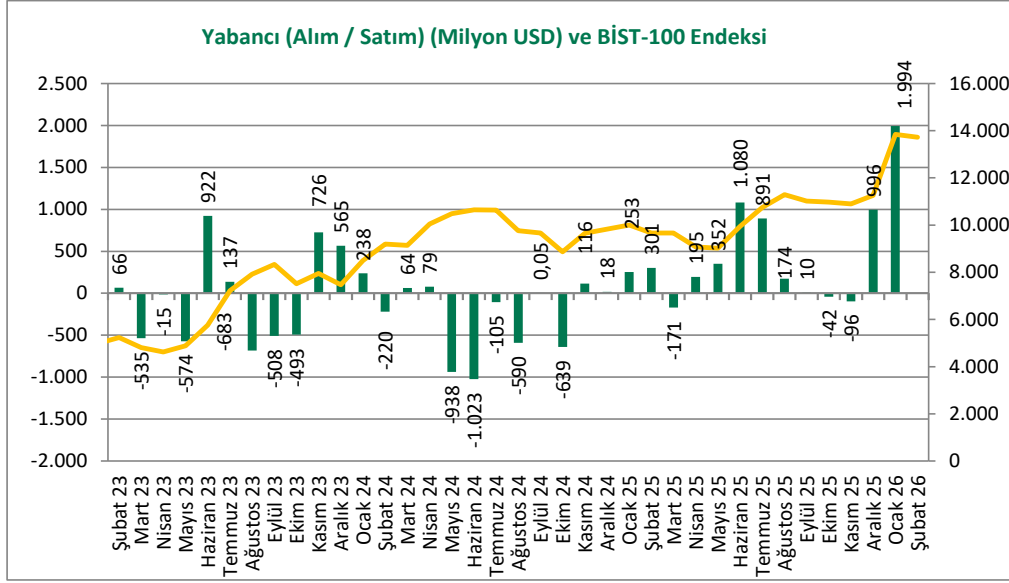
27 Şubat 2026 itibariyle

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

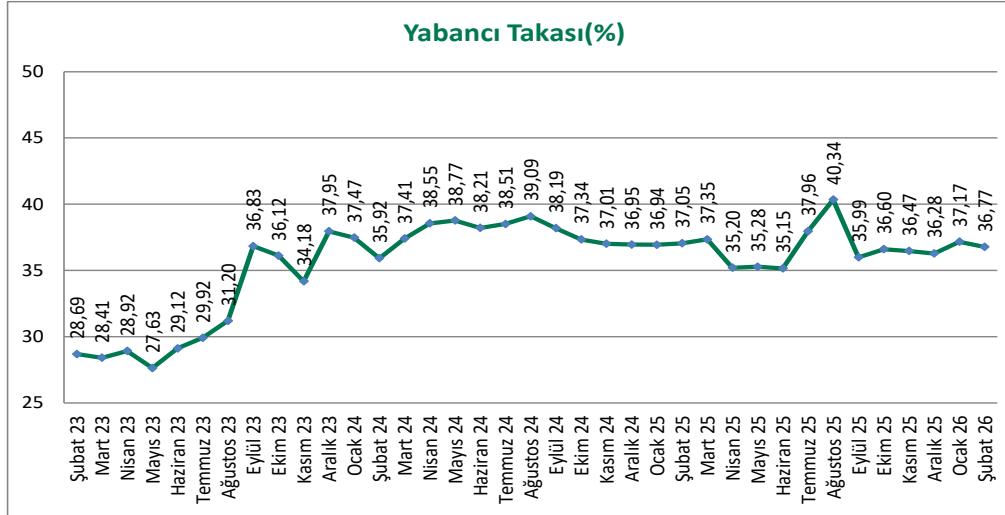


27 Şubat 2026 itibariyle

Yabancı payı...

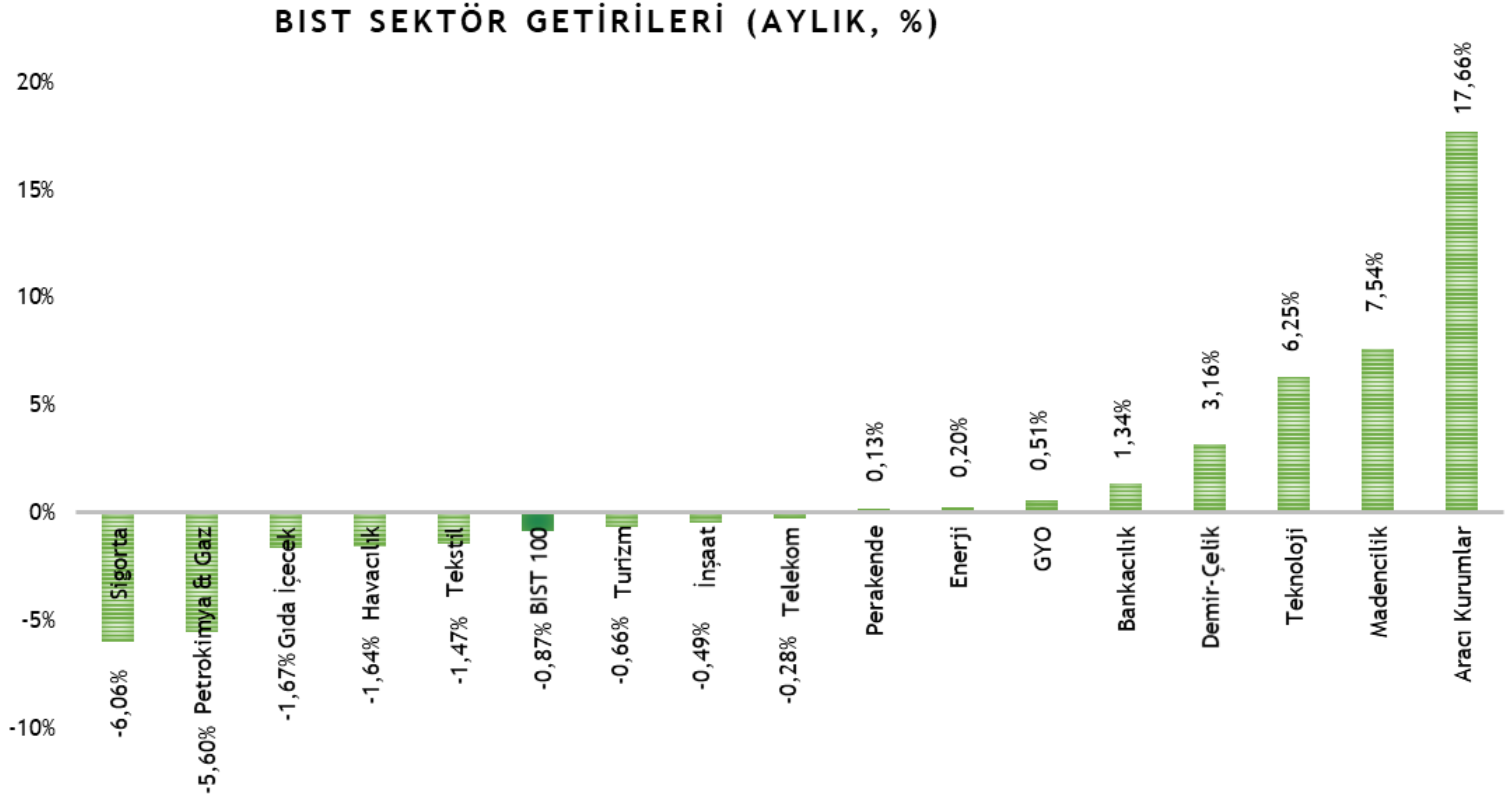


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Ocak ayında toplamda 1,99 milyar dolar net alış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının şubat ayında %36,77 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...

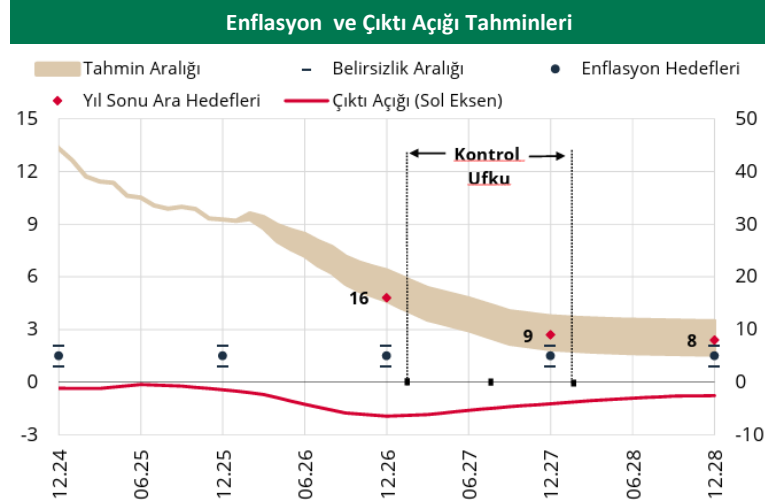


- Borsa İstanbul'da Şubat ayı itibariyle en çok getiri sağlayan sektör yıllık %17,7 yükselişle aracı kurumlar olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Enflasyon Raporu – 2026/1

Merkez Bankası 2026 yılı ilk enflasyon raporunda; ara hedefler, orta vadeli tahminler, yerel ve küresel ekonomilerdeki görünüm ile reel sektör ve finansal piyasalardaki gelişmeleri paylaşmıştır. Önceki rapor döneminde 2026 yıl sonu için ara hedef %16 ve tahmin aralığı %13-19 seviyesinde idi. Mevcut rapor döneminde ara hedef %16 seviyesinde korunurken tahmin alt ve üst bandı 200 baz puan simetrik yükselişle %15-21 seviyesine yükseltilmiştir. Böylece enflasyon tahmini orta noktası %16'dan %18'e güncellenmiştir. Bu güncellemelerin ardında temel varsayımlarda yapılan bazı değişiklikler var. İlk olarak ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi %2,2'den %2,3'e yükseltilmiştir. Küresel büyümedeki pozitif performansı petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeler takip ediyor. Ortalama petrol fiyatları 62,4 USD seviyesinden 60,9 USD seviyesine çekilmiştir. İthal fiyatlardaki güncelleme ise belirgin bir değişimi yansıtıyor. USD cinsinden yıllık ortalama % değişim şeklinde hesaplanan ithal fiyatlar %-0,6 seviyesinden %2 düzeyine yükseltilmiştir. Son olarak başta olumsuz hava koşullarına bağlı olmak üzere yurt içi arz gelişmelerine istinaden gıda enflasyonu varsayımı %18'den %19'a güncellenmiştir. Ara hedef değişimine gidilmediğinden güncellenmenin hangi yönde ve kaç puan etki yarattığını göremiyoruz. Fakat nominal rakamlardan görülebildiği kadarıyla petrol fiyatları ve küresel ihracat enflasyonu aşağı yönlü baskılarken gıda fiyatlarındaki artış bunu dengelemiştir. Tahmin güncellemesini getiren ana kalemin ithal fiyatlardaki deflasyon varsayımının belirgin şekilde enflasyonist baskıya dönüşmesine bağlıyoruz. Makro görünümdeki özet dezenflasyon süreci devam ederken geçici şoklar nedeniyle risklerin canlı olduğuna dikkat çekiyor. Hem finansal koşullar hem de maliye politikası dezenflasyonu desteklerken ödemeler dengesinden sınırlı negatif baskı mevcut. Tüm koşullar dikkate alınarak sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar devam edeceği tekrar vurgulanmıştır.

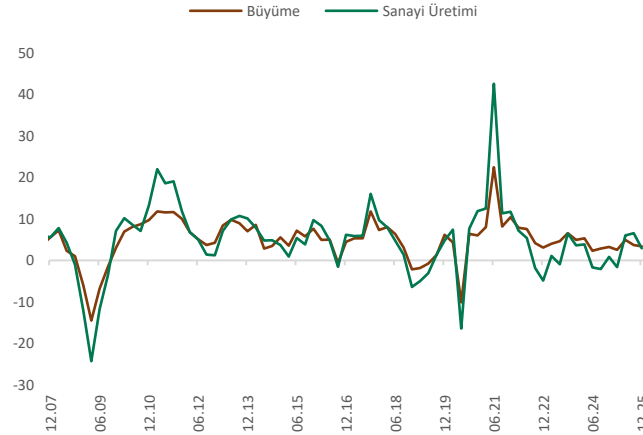


Makroekonomik Görünüm

Büyüme/2025 – 4.Çeyrek

Türkiye ekonomisi yılın dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,4 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %0,4 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2025 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %3,4 arttı. Üretim yöntemine göre dört çeyrek toplamıyla elde edilen yıllık GSYH, zincirlenmiş hacim endeksi olarak, 2025 yılında bir önceki yıla göre %3,6 arttı. Üretim yöntemine göre cari fiyatlarla GSYH, 2025 yılında bir önceki yıla göre %41,3 artarak 63 trilyon 20 milyar 906 milyon TL oldu. Kişi başına GSYH 2025 yılında cari fiyatlarla 712 bin 200 TL, ABD doları cinsinden 18 bin 040 olarak hesaplandı. İşgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yıl %37,0 iken bu oran 2025 yılında %36,9 oldu. Net işletme artışı/karma gelirin payı ise %43,1 iken %44,1 oldu. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2025 yılında bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; inşaat sektörü toplam katma değeri %10,8, bilgi ve iletişim faaliyetleri %8,0, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %6,9, ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmetleri %4,6, diğer hizmet faaliyetleri %4,3, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %4,0, finans ve sigorta faaliyetleri %3,8, sanayi %2,9, gayrimenkul faaliyetleri %2,7, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %1,0 arttı. Tarım sektörü ise %8,8 azaldı. İnşaat sektöründeki belirgin iyileşme göze çarpıyor. Hizmet ve inşaat sektörleri öncülüğünde büyüdüğümüzü söyleyebiliriz. Öte yandan tarım sektöründeki %8,8 düzeyindeki daralma mevsimsel bir etki olarak görülebilir. Bunun zirai don sonucu olduğunu ve ekonomik aktivitede geçici etki yaratacağını tahmin ediyoruz. Üretim yanlı büyüme göstergesi olarak yakından takip ettiğimiz sanayi üretimi ise manşet büyüme rakamlarının altında sakin bir ivmeyle toparlanmaya devam ediyor. Çıktı açığı negatif bölgede kalmaya devam ediyor.

Büyüme ve Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)

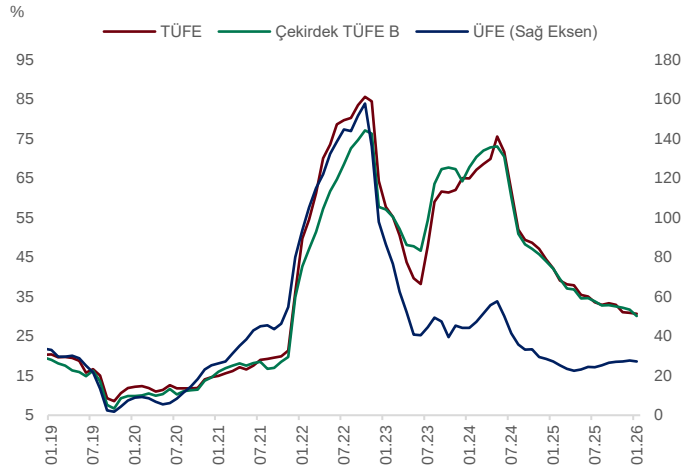


Makroekonomik Görünüm

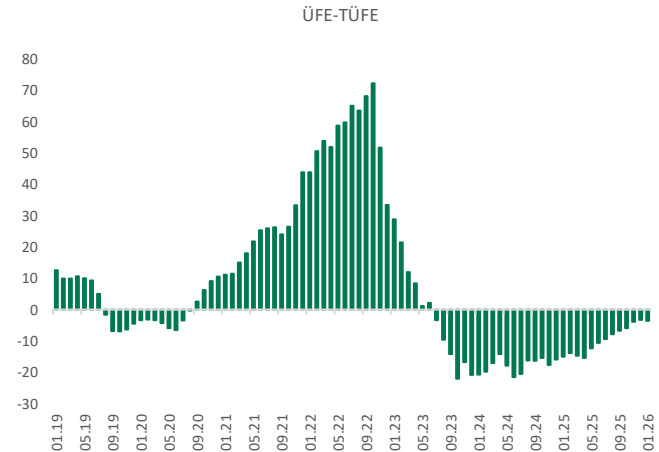
Enflasyon – Ocak

TÜFE ocakta bir önceki aya göre %4,84 artarken yıllık enflasyon %30,65 seviyesinde gerçekleşti (önceki %30,89). Bu ay fiyat dinamiklerindeki kırılmalar şu şekilde özetlenebilir. Gıda ve alkolsüz içeceklerde ocak enflasyonuna dikkat çekilmişti. Aylık %6,59 gelen gıda enflasyonu yıllık 31,69 ile genel enflasyona trendine paralel. Sağlık ve sigorta/finansal hizmetlerdeki aylık artış çift haneli rakamlara ulaşmış durumda. Bu da yayılım endeksindeki iyileşmeyi törpülüyor. Dezenflasyon sağlanırken tüm alt endekslerde yavaşlama temel hedeflerden biridir. Burada bazı sektörlerdeki sert yükselişler dikkat çekiyor. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %4,22 olurken yıllık enflasyon %30,11 düzeyinde gerçekleşti. Daha önce de dikkat çekilen ve düzenlemeye gidilen eğitim enflasyonu artarak devam ediyor. Aylık 6,61 ve yıllık 64,70 enflasyon söz konusu. Ve hemen hemen tüm gelir gruplarının harcama kaleminde yer aldığından bu alandaki yavaşlama enflasyon ana eğilimi açısından kritik. Konut bu ay manşet enflasyona yakın 4,4 artış yaşasa da yıllık artışı 45,36 seviyesinde. Hem mal hem de hizmet enflasyonunda belirgin bir artış dikkat çekiyor. Giyim ve ayakkabı hariç bu ay tüm harcama gruplarında fiyat artışı söz konusu. Fakat asıl önemli olan ana eğilimin üzerinde sert yükselişler görülmesi. Talep enflasyonu kontrol altına alınsa da hala yüksek seyrini devam ettiriyor, düşüş eğilimi hedeflenen seviyelerde değil. Maliyet kanalı ve fiyatlama davranışları beklentiler kanalı ve enflasyon ataletinden belirgin şekilde etkileniyor. Burada beklenti kanalının aktarım mekanizmasındaki baskınlığını hissediyoruz. Ocak ayındaki faiz kararında TCMB'nin neden ihtiyatlı bir duruş tercih ettiği daha belirgin hale geliyor. Muhtemelen öncü göstergeler dezenflasyonun yavaşladığını işaret ediyordu ve TCMB yıl sonu enflasyon gerçekleşmesi yerine gelecek aylardaki ana eğilime odaklanarak karar verdi. Para politikası metninde de değinilen atalet ve beklenti kanalının etkin şekilde yönetilebilmesi, para politikası duruşunun ayarlanması açısından kritik önem arz ediyor. Bu kapsamda şubat ve mart enflasyonundaki seyrin yılın geri kalanındaki para politikası duruşunu şekillendirecek. Eğer ocak ayındaki şok geçici ise TCMB daha rahat davranabilir. Fakat bu atalet gelecek aylara da sıçrarsa yılın geri kalanında da daha ihtiyatlı faiz indirimleri görebiliriz.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

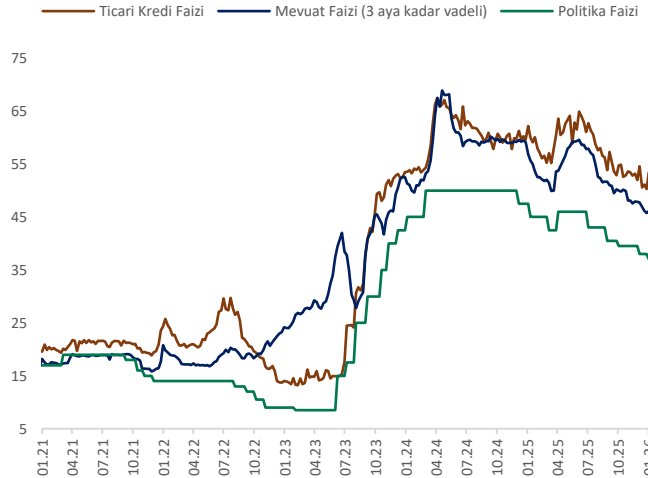


Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Ocak

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), Ocak 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 cümlelerin 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 (%)

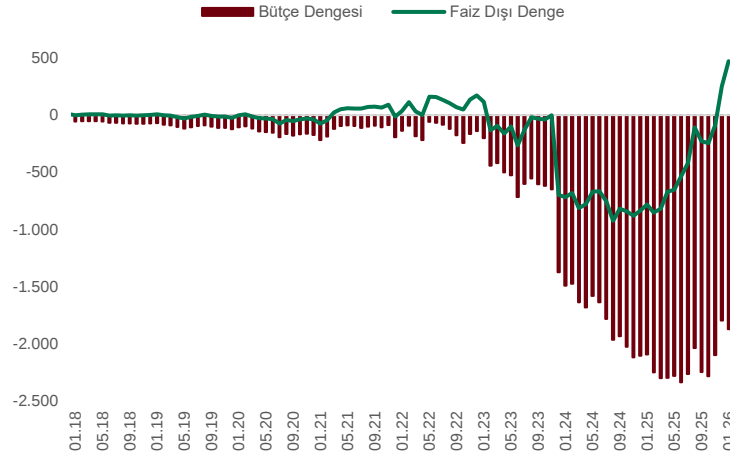


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Ocak

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı ocak ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.421 milyar TL, bütçe giderleri 1.636 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.179 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 214,5 milyar TL olurken faiz dışı denge 241,9 milyar TL fazla vermiştir. Çekirdek bütçe dengesi ile genel denge arasındaki makası sert şekilde açan 2016 yılında ihraç edilen TÜFE endeksli tahvilin itfası olmuştur. Geçen yıl ortalama 171 milyar olan faiz gideri Ocak 2026'da 456,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon farklarının gider kalemlerine yansımalarıyla tüm gider hesaplarında seviye artışı yaşanmıştır. Personel giderleri zam ve tazminatların etkisiyle 502 milyar seviyesinde rekor kırmıştır. Cari transferler yükseliş eğilimini sürdürerek 513,6 milyar seviyesinde gerçekleşmiştir. Ocak'ta BOTAŞ'a 15 milyar transfer yapılırken Halk Bankası'na 5,6 milyar transfer sağlanmıştır. Toplam hazine yardımları 165 milyar seviyesindedir. Sermaye giderleri, transferleri ve borç verme kalemlerinde belirgin bir değişim göze çarpmıyor. Yılın ilk ayında birincil bütçe dengesi görece pozitif performans sergilemiştir diyebiliriz. Özellikle vergi gelirlerini arttırıcı ve harcamaları kısıtlayan maliye politikaları para politikasıyla eşgüdümü pekiştiriyor. 2025 maliye politikası açısından öngörülenden daha iyi bir kapanış yapmıştı. Politika yapımcılardan gelen sözle yönlendirme adımlarından 2026 yılı için de tam bir eşgüdüm ve dezenflasyon sürecine destek veren maliye politikası hamleleri görebiliriz. Özellikle para politikasından maliye politikasını rahatlatıcı hamleler de önem arz ediyor. Politika faizindeki düşüşler kısa vadeli borçlanma araçları üzerindeki faiz baskısını hafifletecektir. Bütçe açığındaki dengelenme ve mali disiplin çıpasının yeniden tesis edilmesi makro kırılganlıkları azaltarak dışsal şoklara daha dayanıklı bir kamu maliyesi görünümünü beraberinde getirecektir. Ayrıca kamu eliyle yaratılan enflasyonu dizginleyen bu gelişme, uzun vadeli enflasyon hedefine ulaşmada para politikasına tam destek verecektir.

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

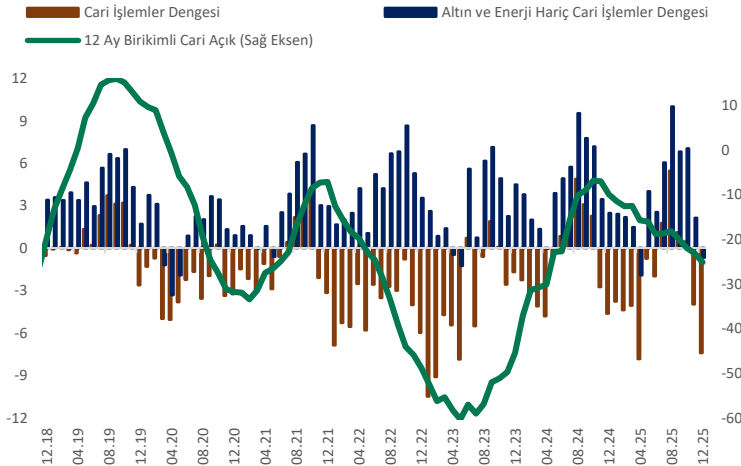


Makroekonomik Görünüm

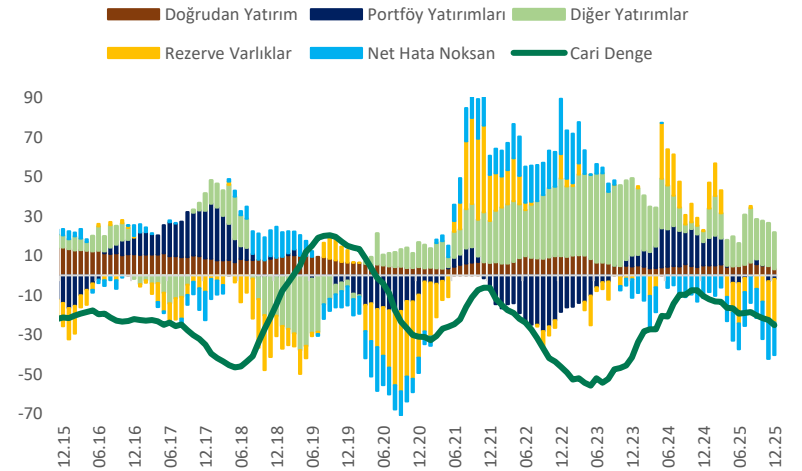
Ödemeler Dengesi - Aralık

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre aralık ayı cari işlemler dengesi 7.253 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 25.207 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 22.670 milyon). Piyasa beklentisinin (5,5 milyar USD açık) üzerinde 5,9 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Cari açıktaki aralık özelinde belirgin bir yükseliş söz konusu. Cari açıktaki dönemsel yükselişi tetikleyen iki neden öne çıkıyor. Dış ticaret açığı sıkı parasal duruşa rağmen 7,4 milyar açık vermiştir. Bu nisan ayından beri gerçekleşen en yüksek seviye (Nisan 9,9 milyar USD). Öte yandan kış mevsimi etkisiyle hizmetler dengesindeki girişler 2,65 milyar USD seviyesine geriledi. Şubat 2025 hariç tutulduğunda yıl içindeki en düşük seviye. Hizmetler dengesindeki girişlerin kurdaki reel değerlenme etkisiyle zayıf seyrini sürdürmesini bekliyorduk. Fakat parasal sıkı duruşa rağmen iç talepte ithal mallara yönelik canlı seyir artan ivmeyle devam ediyor. Büyümeyi destekleyici bu gelişme hem dezenflasyon sürecini yavaşlatıyor hem de cari açığı artırıyor. Yurtiçi ekonomik aktivite canlılığını korurken ithal talebi destekliyor. 2025 yıl sonu beklentimiz olan 25 milyar USD cari açık seviyesine paralel bir kapanış yaptık. Cari açıktaki baskının azalarak da olsa 2026 boyunca devam edeceğini tahmin ediyoruz. İç talep canlılığını korurken cari dengeye pozitif katkının gelebileceği dış talepteki toparlanma daha yavaş seyrediyor. Küresel piyasalardaki belirsizlik ve jeopolitik riskler reel ekonomik aktiviteyi aşağı yönlü baskılıyor. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 7.439 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 2.651 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 69,7 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63,5 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 691 milyon ABD doları açık vermiştir. 12 aylık birikimli rakamlarda altın ve enerji hariç cari fazla 42 milyar ABD doları seviyesinde. Çekirdek dengede cari fazla görünümü devam ediyor.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

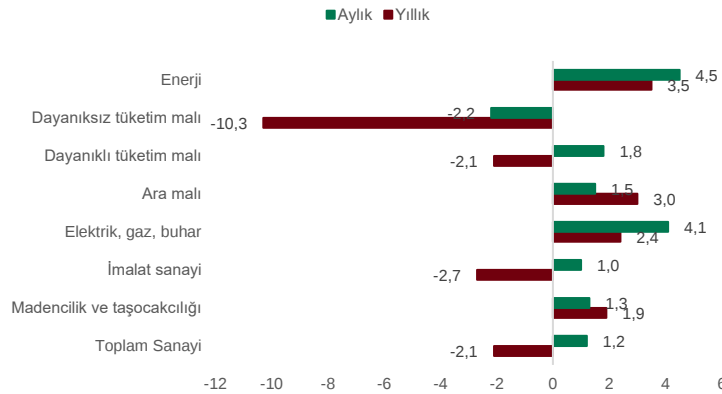


Makroekonomik Görünüm

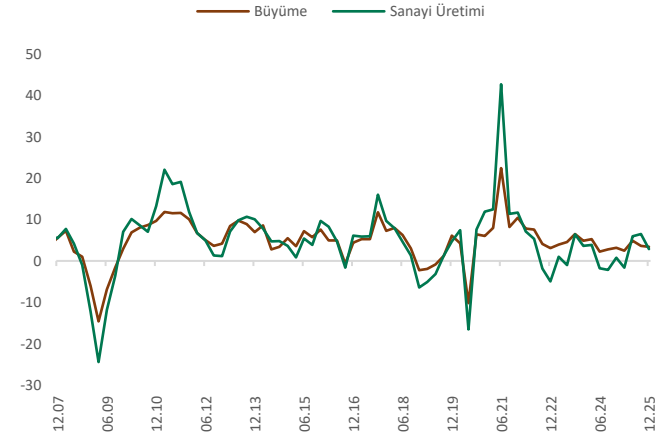
Sanayi Üretimi - Aralık

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim aralıkta bir önceki aya göre %1,2 artış kaydetti. Yıllık üretim ise %2,1 seviyesinde daraldı. Para politikasındaki sıkı duruş zaman zaman sınırlı toparlanma yaşansa da üretim verilerinde belirgin bir soğumayı beraberinde getiriyor. Özellikle dezenflasyon hızındaki yavaşlamaya paralel faiz indirimlerindeki boyutun küçülmesi de üretime para politikasından gelen ek baskının habercisi. Parasal sıkı duruş ve makro ihtiyati tedbirler, üretim seviyesini potansiyelin altına çekerek toplam talebi dezenflasyonla uyumlu olacak şekilde ayarlamaya devam ediyor. Her ne kadar reel ekonomideki üretim göstergeleri para politikası kararlarına eş anlı tepki göstermese de bu uyarlanma kademeli şekilde sürecektir. Hizmet sektörü, inşaat ve finansal hizmetler öncülüğündeki toparlanma ile büyüme verisi, sıkı parasal duruşun yan etkilerinden o kadar da negatif etkilenmedi. Fakat aynı durum sanayi üretimi göstergeleri için söz konusu değil. Üretim, sipariş ve satış göstergeleri reel ekonominin finansal koşullardan belirgin şekilde etkilendiğine işaret ediyor. Hem satın alma yöneticileri endeksi (PMI) hem de sipariş/satış göstergelerinin gelecek döneme ilişkin beklentileri para politikasındaki duruşun bir süre daha sıkı kalmaya devam edeceğini fiyatlıyor. İç talep ve üretim koşulları bu durumda iken dış talepteki yavaşlama ve toparlanmanın zamana yayılması ihracat odaklı üretim verilerini de yavaşlatıyor. Özellikle ana ihracat pazarlarındaki belirsizlik, maliyetlerdeki oynaklık ve risk iştahındaki düşüş de üretim ve siparişleri aşağı çeken makro dinamikler olarak öne çıkıyor. Özellikle 2025 yılında dezenflasyon hızının da yavaşlaması reel sektördeki fiyatlama davranışları ve belirsizliği bir süre daha devam ettirdi. Baz senaryoda 2025 toparlanma yılı olacaktı. Yerel politik ve küresel ticari/ekonomik gelişmeler bu senaryoyu bir dönem erteletti. Bu negatif atmosfere rağmen 2025 yılının pandemi sonrası dönemde üretim verileri için dip noktası olduğunu düşünüyoruz. 2026 yılından itibaren kademeli toparlanma ve sanayi şirketlerinde pozitif ayrışma beklentimiz devam ediyor.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef: 108,10 TL)

Getiri Potansiyeli: %19,9

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 Sonuçları

Akbank, 4Ç25 solo finansal sonuçlarında 18,331 milyar TL net kar açıkladı (çeyreksele: %30 artış). Bankanın 2025 yılı toplam net karı, yıllık bazda %35 artışla 57,247 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu performans doğrultusunda Akbank'ın ortalama özkaynak karlılığı, çeyreksele bazda %25 seviyesinde oluşurken, 2025 yılı geneli için %21,5 seviyesinde gerçekleşti (2024: %19). Kaldıraç oranındaki sınırlı gerilemeye karşın, bankanın aktif karlılığı çeyreksele bazda 40 bp artışla %2,3 seviyesine yükseldi. Bankanın net faiz geliri, çeyreksele bazda %26 artarak 36,156 milyar TL seviyesine ulaştı. Swap maliyetleri ise aynı dönemde %21 artışla 13,6 milyar TL seviyesine yükseldi. Bu gelişmeler doğrultusunda bankanın swap dahil net faiz geliri, çeyreksele bazda %30 artışla 22,5 milyar TL seviyesine yükselirken; swap dahil net faiz marjı %3,1'e (3Ç25: %2,6), kümülatif net faiz marjı ise %2,5'e yükseldi (3Ç25: %2,22).

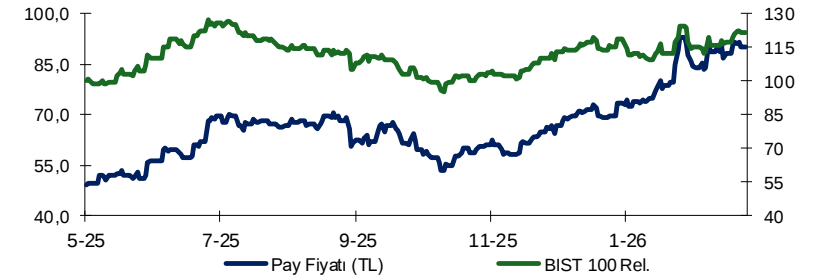
Akbank için 2026 yılında %86 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 108,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 27 Şubat 2026 kapanışına göre %19,9 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	468.780	Beta (12A)	1,24
Piyasa Değeri (USD mn)	10.702	Ort. Günlük Hacim	7.272
Kapanış	90,15	Yabancı Payı	49,6%
12 Ay Yüksek	93,50	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	47,88	Ağırlık	5,87%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	41.766	64.241	148.935	212.622
% Fark, Yıllık	-29,9%	53,8%	131,8%	42,8%
Net ücret ve komisyon geliri	69.162	114.402	149.903	186.088
% Fark, Yıllık	124,3%	65,4%	31,0%	24,1%
Net kar	42.366	57.247	106.236	154.881
% Fark, Yıllık	-36,3%	35,1%	85,6%	45,8%

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	2,9%	3,7%	3,7%	3,5%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,4%	2,3%	2,2%	1,2%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2,2%	2,5%	4,3%	4,6%
Ortalama aktif getirisi	2,0%	2,0%	2,7%	3,0%
Ortalama özkaynak getirisi	19,0%	21,5%	30,7%	32,4%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	2,9	8,0	8,2	4,4
F/DD	0,9	1,4	1,5	1,2



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	13,3	41,4	30,7	35,9
US\$ Getiri (%):	12,0	36,7	22,1	12,9
BİST 100 Relatif Getiri (%):	8,3	12,8	8,2	-3,5

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 395,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %22,7

Beklentilerin üzerinde sonuçlar...

Aselsan'ın net kar rakamı 4Ç25'te yıllık bazda %55 artarak TMS-29 etkisi dahil 17.791mn TL seviyesinde (4Ç24: 11.482mn TL) gerçekleşti. Net kar rakamı 11.146mn TL olan medyan beklentisinin ve 12.093mn TL'lik tahminimizin üzerinde gerçekleşti. Şirket 4Ç25 döneminde, artan ciro büyümesi ve disiplinli maliyet yönetiminin desteğiyle operasyonel kârlılığını belirgin şekilde artırdı. Önceki çeyreklerde enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kayıp kaydeden şirketin, bu dönemde parasal kazanç yazması ise kârlılığa ilave katkı sağladı. Vergi giderlerindeki artışa rağmen hem operasyonel taraftaki iyileşme hem de finansal kalemlerdeki olumlu seyir sayesinde net kâr, önceki dönemlere kıyasla güçlü bir artış gösterdi.

Aselsan'ın net satış gelirleri 4Ç25'te yıllık bazda %17,5 artışla 85.614mn TL seviyesine yükseldi. Açıklanan net satış geliri 83.120mn TL olan tahminimizin ve 83.019mn TL olan piyasanın medyan beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşti. Aselsan, uzun vadeli hedeflerine ulaşmak amacıyla 2024 yılı başında hayata geçirdiği aselsaneXt programı kapsamında olumlu sonuçlar elde etmeye devam etti. ÇELİKKUBBE, Radar, Elektronik Harp, Elektro-Optik, Akıllı Mühimmat, Güdümlü Mühimmat, Deniz ve Sualtı, Askeri Haberleşme ve Kent Güvenliği Sistemleri belirleyici rol oynadı. TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, 4Ç25'te yıllık bazda %21,1 artışla 23.674mn TL gerçekleşti (4Ç24: 19.550mn TL) olarak gerçekleşerek, piyasanın 21.317mn TL olan medyan beklentisinin ve 21.545mn TL'lik tahminimizin üzerinde. FAVÖK'ün 4Ç25'te operasyonel verimliliğin katkısıyla güçlendiği görüldü. Bununla birlikte, FAVÖK marjını 4Ç25'te %27,7'ye yükselterek (4Ç24:%26,8) kârlılığını artıran şirket, verimlilik uygulamaları sayesinde genel yönetim giderlerini %10 azaltmıştır. Ayrıca, büyümenin önemli göstergelerinden biri olan Alınan İş/Satışlar oranını 2025'te 2,2 seviyesine (2024:2,0) çıkararak güçlü sipariş imvesini ve sürdürülebilir büyüme performansını korumuştur.

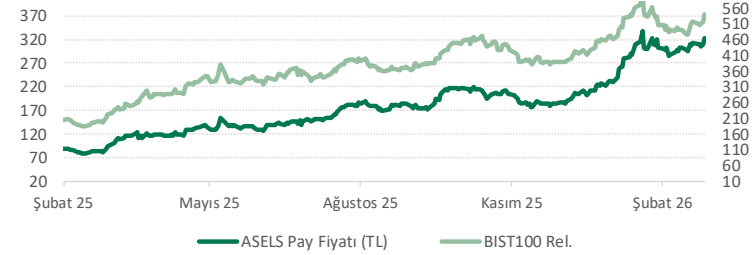
Aselsan'ın toplam sipariş tutarı, 2025 yılı içinde imzalanan 9,6 milyar dolar tutarındaki yeni sözleşmelerin katkısıyla, bakiye siparişlerinin tarihi en yüksek seviyesi olan 20,4 milyar dolara yükseldi (2024: 14 milyar ABD doları). Yıl içerisinde özellikle ÇELİKKUBBE projesine yönelik imzalanan sözleşmeler alınan işler içerisinde önemli bir pay oluşturdu. Şirket 2025 yılında almış olduğu 9,6 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 2,1 milyar dolarlık kısmını yurtdışından sağladı (2024: 1,01 milyar dolar). Şirket'in 2025 yılı itibarıyla toplam bakiye siparişlerinin %97'sini savunma, %3'ünü savunma dışı siparişler oluşturdu. Şirket'in 2025 yılı itibarıyla uzun vadeli siparişlerinin 49%'u dolar, 45%'i Euro ve 6%'sı ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

Şirket'in net borcu azaldı. Şirket'in net borcu 2025/09 sonundaki 24.803mn TL seviyesinden 2025 yılı sonunda 13.970mn TL'ye geriledi. Aselsan'ın 2024 yılında 0,53x olan Net Borç/FAVÖK oranı 2025 yılında 0,30x seviyesinde gerçekleşti. Bu bağlamda Şirket, borçluluk göstergelerinde sektör ortalamalarının altında kalmayı sürdürerek finansal görünümünü daha da güçlendirdi.

Şirket'in 2026 yılı beklentileri- Şirket TMS 29 dahil, 2026 yılında da net satış geliri büyümesinin TL bazında %10'un üzerinde artacağını öngörmektedir. Şirket 2026 yılında FAVÖK marjının ise TMS 29 dahil %24 seviyesi üzerinde gerçekleşmesini hedeflemektedir. Şirket ayrıca 2026 yılında TMS 29 dahil 50 milyar TL ve üzeri yatırım harcaması yapmayı planlıyor.

Şirket için 395,00 TL olan hedef pay fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 27 Şubat 2026 kapanış fiyatına göre %22,7 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış		322,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.468.320	Son 12 Ay En Yüksek		339,25
Piyasa Değeri (Mn \$)	33.523	Son 12 Ay En Düşük		89,39
Firma Değeri (Mn TL)	1.482.290	Beta		0,90
Firma Değeri (Mn \$)	33.849	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		174,6
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		51,4%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025A	2026T
Satış Gelirleri	145.144	157.340	180.445	252.500
Büyüme		8,4%	14,7%	39,9%
FAVÖK	31.610	39.574	47.329	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	26,2%	25,6%
Net Kar (Mn TL)	14.379	20.025	29.950	35.850
Pay Başına Kar	3,15	4,39	6,57	7,86
Temettü Verimi	0,25%	0,14%	0,06%	0,10%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,8	0,5	0,3	0,2
Net Borç / Özsermaye (x)	0,15	0,11	0,06	0,06
Ort. Özsermaye Karlılığı		11,5%	13,8%	15,1%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	8,0%	8,7%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025A	2026T
F/K	28,1	21,6	35,3	41,0
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	22,9
FD/Satışlar	1,5	2,2	5,9	5,9
F/DD	2,3	2,4	4,2	5,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	3,7	74,5	39,0	258,2
\$ Getiri (%)	2,5	68,8	36,0	197,5
BIST-100 Relatif (%):	-0,9	39,3	14,1	154,4



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 70,55 TL)

Getiri Potansiyeli: %37,8

Küresel yapı malzemeleri şirketine dönüşüm vizyonuyla büyüme sürüyor...

Çimsa, 2025 yılı konsolide finansal sonuçlarına göre (TMS-29 etkisi dahil), 3.102mn TL ana ortaklık net kâr açıklamıştır (2024: 3.518mn TL). Şirket'in net satış gelirleri ürün satış hacimlerindeki güçlü büyümenin olumlu etkisiyle yıllık %24,6 artış göstermiş ve 45.907mn TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kâr yıllık %13,7 artışla 8.991mn TL, FAVÖK ise yıllık %23,7 artışla 8.238mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket, 2025 yılında %19,6 brüt kâr marjı, %17,9 FAVÖK marjı ve %6,8 net kâr marjı elde etmiştir (2024: %21,5, %18,1, %9,5).

2025 yılında Çimsa'nın konsolide satış hacmi Türkiye operasyonlarında yıllık bazda %5,6 oranında artarken, yurt dışında %54,9 oranında artarak güçlü büyüme göstermiştir. Böylece, Şirket'in Mannok operasyonları dahil konsolide satış hacmi yıllık bazda %26,1 artmıştır. Mannok satış hacimleri hariç tutulduğunda ise Şirket'in konsolide satış hacmi %17,4 artış göstermiştir.

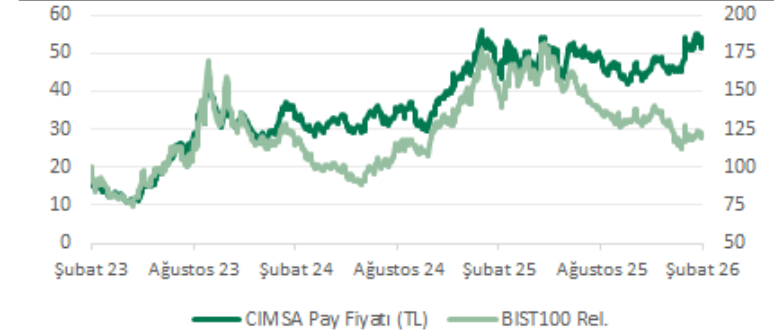
Çimsa, yurt içi operasyonlarda sürdürülen yüksek kapasite kullanım oranının, uluslararası operasyonlarda ise devam eden güçlü büyümenin ve Mannok operasyonlarının inorganik katkısının etkisiyle, 2025 yılını konsolide satış hacminde ve net satış gelirlerinde güçlü büyüme ile tamamlamıştır. Konsolide satışlardaki büyümenin yanı sıra, güçlü operasyonel kârlılık, etkin maliyet yönetimi ve sürdürülebilirlik yatırımları, Şirket'in finansal sonuçlarını desteklemeye devam etmektedir. Devam eden yoğun yatırımlara rağmen güçlü işletme sermayesi yönetimi ve artan operasyonel kârlılık ile birlikte, Şirket'in net finansal borcu sürdürülebilir seviyelerde kalmaya devam etmektedir. Şirket'in konsolide net borcu 2025 yıl sonu itibarıyla 18.231mn TL seviyesinde, kaldıraç oranı ise 2,21x seviyesinde gerçekleşmiştir.

Sürdürülebilirlik ve üretimde maliyet iyileştirilmesi hedefleri doğrultusunda, alternatif yakıt kullanım oranını artırma aksiyonlarını hızlandıran Şirket, 2025 yıl sonu itibarıyla Türkiye fabrikalarında %18, Buñol fabrikasında %30 ve Mannok fabrikasında %68 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.

Çimsa'nın 2026 yılında 59.817mn TL satış geliri, 10.946mn TL FAVÖK ve 4.658mn TL net kâr elde etmesini bekliyoruz. **Çimsa için 70,55 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 27 Şubat 2026 kapanış fiyatına göre %37,8 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.**

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	51,20	
Piyasa Değeri (Mn TL)	48.414	Son 12 Ay En Yüksek	57,50	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.105	Son 12 Ay En Düşük	41,18	
Firma Değeri (Mn TL)	67.896	Beta	1,08	
Firma Değeri(Mn \$)	1.560	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	14,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	8,0%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A	2026T
Satış Gelirleri	38.753	36.847	45.907	59.817
Büyüme		-4,9%	24,6%	30,3%
FAVOK	6.917	6.658	8.238	10.946
FAVOK Marjı	17,8%	18,1%	17,9%	18,3%
Net Kar (Mn TL)	4.708	3.518	3.102	4.658
Pay Başına Kar	34,85	3,72	3,28	4,93
Temettü Verimi	3,2%	1,2%	1,4%	1,9%
Net Borç / FAVOK (x)	0,64	2,71	2,36	2,29
Net Borç / Özsermaye (x)	0,13	0,56	0,59	0,72
Ort. Özsermaye Karlılığı		10,4%	9,5%	13,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,4%	3,4%	4,8%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A	2026T
F/K	11,1	16,4	14,2	10,4
FD/FAVOK	8,2	11,4	8,5	6,4
FD/Satışlar	0,8	1,7	1,4	1,2
F/DD	1,5	1,8	1,3	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	4,3	11,6	10,1	9,4
S Getiri (%)	3,1	7,9	7,7	-9,2
BIST-100 Relatif (%):	-0,3	-11,0	-9,6	-22,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Ford Otosan (AL, Hedef: 149,30 TL)

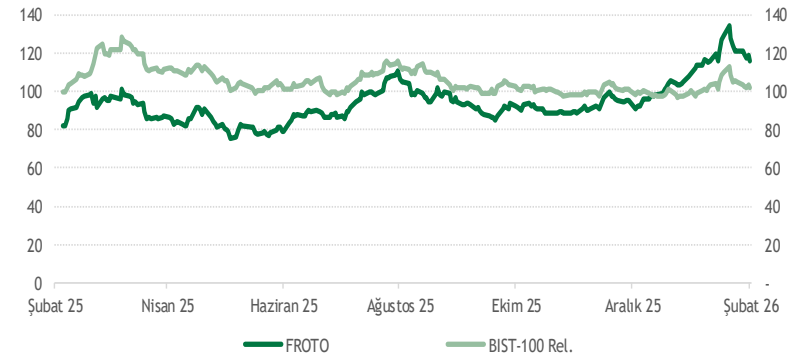
Getiri Potansiyeli: 29%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 149,30 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 27 Şubat 2026 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2026T 7.4x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 9.1x rasyoları ile işlem görmektedir. Ford Focus modelinin üretimden çıkarılmasının 2026 itibariyle binek segment performansını aşağı çekmesi beklense de, bu etkinin ürün karmasının gücüyle kademeli olarak dengelenebileceğini değerlendiriyoruz. Yeni modellerin bazı varyantlarında devam eden ramp-up süreçlerinin büyük ölçüde stabilize olduğu, ancak belirli varyantlarda bu sürecin 2026'ya sarkabileceği öngörülmektedir. AB pazarındaki ekonomik endişeler ile şarj altyapısı & teşvik mekanizmalarındaki yetersizlikler talep görünümünde belirsizlik yaratsa da, makroekonomik koşullarda olası bir rahatlamayla görülecek talep toparlanması, Şirket adına yukarı yönlü risk unsurudur. Bu çerçevede, 2026'da ihracat hacimlerinin, ağırlıklı olarak AB pazarındaki talep koşullarına bağlı olarak yatay seyretmesini bekliyor, kapasite kullanım oranlarında kademeli bir iyileşme varsayarak 2026'da operasyonel görünümün 2025'e paralel seyretmesini öngörüyoruz. Orta-uzun vadede, elektrifikasyon sürecinin olgunlaşması ve yeni model devreye alımlarıyla Ford Otosan'ın görünümünün pozitif olduğunu düşünüyoruz.

➤ Ford Otosan'ın 2026 yurtiçi perakende pazarı beklentisi 1.3-1.4mn adet bandındadır. Ford Otosan yurt içi perakende satış beklentisini ise 90-100bin adet olarak belirlemiştir. Şirket'in ihracat hacmi beklentileri 580-630bin adet aralığındadır. Ford Otosan, 2026 toplam satış adeti beklentisini 670-730bin adet olarak belirlemiştir. Şirket'in toplam üretim tahmini ise 690-740bin adet bandındadır. Şirket, 2026 yatırım harcaması hedefini ise 300-400mn EUR olarak belirlemiştir. Ford Otosan, ayrıca 2026 yılında yüksek tek haneli satış gelirleri büyümesi ve %7-%8 aralığında düzeltilmiş FAVÖK marjı beklemektedir.

➤ Kısa vadede binek araçlardaki zayıflık ve Avrupa pazarındaki belirsizliklere rağmen pazardaki güçlü LCV konumu, ihracat ağırlıklı iş modeli, sağlam ürün karması ve cost-plus ihracat anlaşmalarıyla defansif pozitif bakış açımızı sürdürüyoruz.

Kod	FROTO TI/FROTO IS	Kapanış		115,90
Piyasa Değeri (mn TL)	406.705	Son 12 Ay En Yüksek		135,40
Piyasa Değeri (mn \$)	9.285	Son 12 Ay En Düşük		73,99
Firma Değeri (mn TL)	505.898	Beta		0,95
Firma Değeri (mn \$)	11.601	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		36,41
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		38,83
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025	2026T
Satış Gelirleri	778.423	778.804	830.828	1.092.989
Büyüme	27,7%	0,0%	6,7%	31,6%
FAVÖK	80.714	52.184	52.105	68.329
FAVÖK Marjı	10,4%	6,7%	6,3%	6,3%
Net Kar	92.706	50.869	33.986	44.716
Pay Başına Kar	26,42	14,50	9,69	12,74
Temettü Verimi	5,0%	6,7%	3,3%	2,5%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,42	1,75	1,90	1,63
Net Borç/Özsermaye (x)	0,83	0,60	0,64	0,63
Ortalama Özsermaye Karlılığı	79,0%	35,2%	22,2%	26,8%
Ortalama Aktif Karlılığı	25,1%	12,1%	8,4%	10,7%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025	2026T
F/K	2,8	6,5	12,0	9,1
FD/FAVÖK	4,3	8,8	9,7	7,4
FD/Satışlar	0,4	0,6	0,6	0,5
F/DD	2,7	2,4	2,6	2,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	6,1	29,8	25,1	41,0
\$ Getiri (%)	4,9	25,5	22,4	17,1
BIST-100 Relatif (%)	1,4	3,6	2,7	0,1



Kaynak: KAP, Ford Otosan, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

İş Bankası (AL, Hedef: 29,61 TL)

Getiri Potansiyeli: %75,1

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 Sonuçları

Türkiye İş Bankası, 4Ç25 solo finansal sonuçlarında net karını çeyreklik bazda %65 artışla 23,438 milyar TL seviyesinde açıkladı. Bu doğrultuda Banka'nın 2025 yılı toplam net karı yıllık %48 artışla 67,441 milyar TL'ye ulaştı. İş Bankası yılı %18,6 özkaynak karlılığı ve %1,7 aktif karlılığı ile tamamladı. İş Bankası'nın net faiz geliri çeyreklik %51,3 artış kaydederken, bankanın swap maliyetleri %9,5 yükseldi. Bu doğrultuda swap dahil net faiz geliri %66,8 artış gösterdi. Bankanın net faiz marjı çeyreklik bazda 115 bp artışla %3,24 yükselirken, 2025 yılını %2 net faiz marjı ile tamamladı. Banka'nın takipteki kredi oranı %2,7'den %3,2 seviyesine yükselirken, beklenen zarar karşılıkları bu çeyrekte %7,3 oranında artış kaydetti. Bu doğrultuda 3. Aşama kredilerin karşılık oranı %63,3 seviyesinde gerçekleşti. İş Bankası'nın net kredi riski maliyeti çeyreklik %2,79 seviyesinde oluşurken 2025 yılını %2,21 oranında tamamladı.

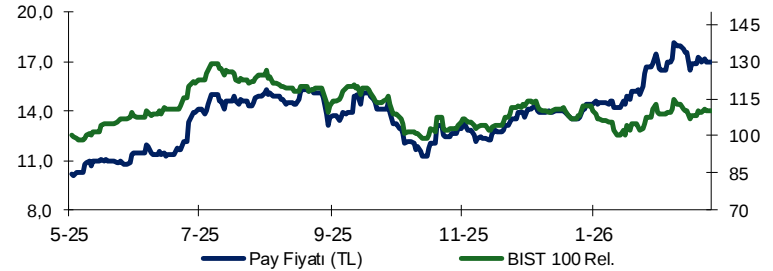
İş Bankası için 2026 yılında %110 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 29,61 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 27 Şubat 2026 kapanışına göre %75,1 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	422.749	Beta (12A)	1,28
Piyasa Değeri (USD mn)	9.651	Ort. Günlük Hacim	7.259
Kapanış	16,91	Yabancı Payı	24,7%
12 Ay Yüksek	18,21	Halka Açıklık (%)	31,0%
12 Ay Düşük	10,07	Ağırlık	3,16%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	-13.182	69.034	210.271	297.942
% Fark, Yıllık	a.d.	a.d.	204,6%	41,7%
Net ücret ve komisyon geliri	91.411	134.351	189.371	237.709
% Fark, Yıllık	115,4%	47,0%	41,0%	25,5%
Net kar	45.517	67.441	141.770	218.815
% Fark, Yıllık	-37,0%	48,2%	110,2%	54,3%

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	2,1%	3,2%	4,0%	3,7%
Kredi riski maliyeti	1,1%	2,4%	2,5%	1,1%
Net faiz marjı (Swap dahil)	-0,5%	2,0%	4,4%	4,9%
Ortalama aktif getirisi	1,6%	1,7%	2,6%	3,1%
Ortalama özkaynak karlılığı	15,8%	18,6%	29,3%	34,2%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	7,4	6,3	3,0	1,9
F/DD	1,06	0,99	0,75	0,57



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	12,4	26,8	11,9	12,3
US\$ Getiri (%):	11,1	22,6	4,6	-6,7
BİST 100 Relatif Getiri (%):	7,4	1,1	-7,3	-20,3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: 32%

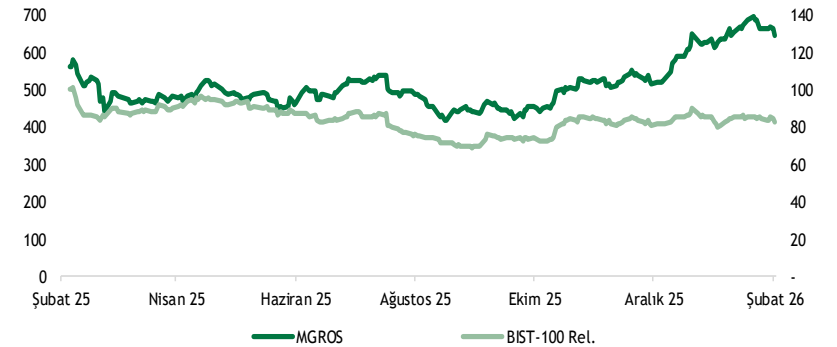
Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 850,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 27 Şubat 2026 kapanışı baz alınarak Migros, 2026T 3.2x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 11.6x 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	645,50	
Piyasa Değeri (mn TL)	116.871	Son 12 Ay En Yüksek	698,50	
Piyasa Değeri (mn \$)	2.668	Son 12 Ay En Düşük	412,49	
Firma Değeri (mn TL)	116.711	Beta	0,91	
Firma Değeri (mn \$)	2.664	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	32,74	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	37,13	
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%	1,6%	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	13,6	18,4	11,6
FD/FAVÖK	19,7	5,6	4,3	3,2
FD/Satışlar	0,3	0,3	0,3	0,2
F/DD	1,7	1,6	1,4	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	5,2	23,1	23,7	16,8
\$ Getiri (%)	4,0	19,0	21,0	-3,0
BIST-100 Relatif (%)	0,5	-1,8	1,5	-17,1



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: %71,8

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 ilişkiz 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.

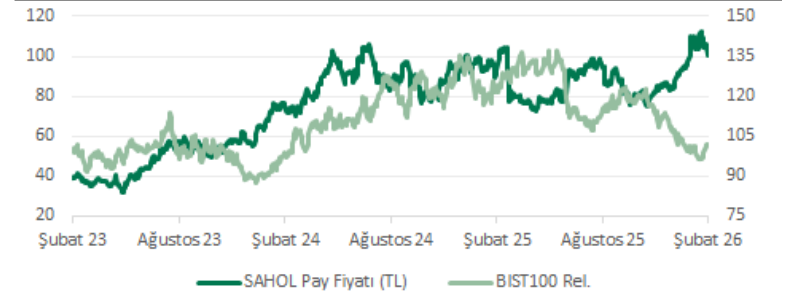
Sabancı Holding 9A25 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlara göre toplam 883.718mn TL gelir elde ederken, 823mn TL konsolide zarar açıklamıştır. 9A25 döneminde Enerji ve İklim Teknolojileri, Malzeme Teknolojileri ve Banka Dışı Finansal Hizmetler segmentlerinden konsolide net kar elde edilirken, 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 27 Şubat 2026 kapanış fiyatına göre %71,8 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	100,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	211.718	Son 12 Ay En Yüksek	115,00	
Piyasa Değeri (Mn S)	4.834	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	411.551	Beta	1,20	
Firma Değeri (Mn S)	9.648	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	70,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	31,6%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
Satış Gelirleri	258.934	255.374	188.559	183.099
Finans Sektörü Hasılatı	744.162	931.860	681.564	700.619
Toplam Getiriler	1.003.096	1.187.234	870.123	883.718
Büyüme		18,4%		1,6%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	29.156	-20.256	-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 (%)	0,1	23,1	19,6	7,2
S Getiri (%)	-1,1	19,0	17,1	-11,0
BIST-100 Relatif (%)	-4,4	-1,8	-1,8	-23,9



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: %20,9

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

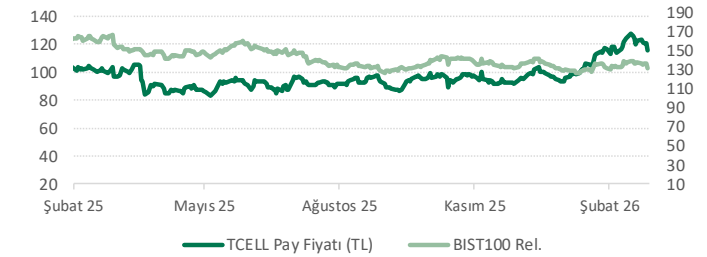
Turkcell, 2025 yılını telekom sektöründeki zorlu makro koşullara rağmen güçlü ve dengeli bir performansla tamamladı. Veri kullanımı ve faturalı abone odağına ek olarak dijital iş servisleri (veri merkezi vb.) ve Techfin tarafındaki büyüme, şirketin yıl boyunca operasyonel dayanıklılığını korumasını sağladı. 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 fiyatlandırma ve müşterileri üst paketlere yönlendiren aksiyonlar gelir artışını desteklemiştir. Bu fiyatlandırma ve paket geçişi stratejisinin 2026 yılında da sürdürülmesini bekliyoruz.

2026 yılında, Turkcell'de, faturalı abone oranındaki artış ve segment bazlı fiyatlandırma 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 fiyatımızı 27 Şubat 2026 kapanışına göre %20,9 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	115,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	254.760	Son 12 Ay En Yüksek	129,60	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.816	Son 12 Ay En Düşük	81,29	
Firma Değeri (Mn TL)	299.076	Beta	1,00	
Firma Değeri(Mn \$)	6.884	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	66,7	
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
FAVÖK 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%	2,67%	2,83%
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	15,1	10,5
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 (%)	1,2	24,7	24,4	11,8
\$ Getiri (%)	0,1	20,6	21,7	-7,1
BIST-100 Relatif (%):	-3,3	-0,5	2,1	-20,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Tüpraş (AL, Hedef Fiyat: 283,79 TL)

Getiri Potansiyeli: %30

Jeopolitik riskler ve yükselen petrol fiyatlarının rafineri marjlarını desteklemesiyle güçlü operasyonel görünüm korunuyor...

Küresel tarafta artan jeopolitik gerilimler ve arz yönlü riskler petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketi desteklerken, yıl başından bu yana Brent petrol fiyatlarında görülen yaklaşık %29'luk artış ve son dönemde hızlanan yükseliş eğilimi rafineri ürün fiyatlarına da yansımaktadır. Bu görünüm, özellikle dizel ve jet yakıtı gibi orta distilat ürün marjlarını desteklemeye devam etmektedir. Tüpraş'ın ürün karması dikkate alındığında net rafineri marjı (NRM) üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

Şirket'in yayımladığı son yatırımcı sunumuna göre, Şubat 2026 itibarıyla dizel ve jet yakıtı marjları sırasıyla 5 yıllık ortalamalarının %3 ve %5 üzerinde seyrederken, benzin marjı tarihsel ortalamalara yakın seviyelerde gerçekleşmiştir. Orta distilat ürünlerde devam eden güçlü marj görünümü, Tüpraş'ın ürün miks avantajı sayesinde operasyonel kârlılığı desteklemeye devam etmektedir. Bu çerçevede, ürün marj kompozisyonunun ham petrol fiyat seviyesinden daha belirleyici olduğu mevcut konjunktürde, şirketin kârlılık görünümünü olumlu değerlendiriyoruz.

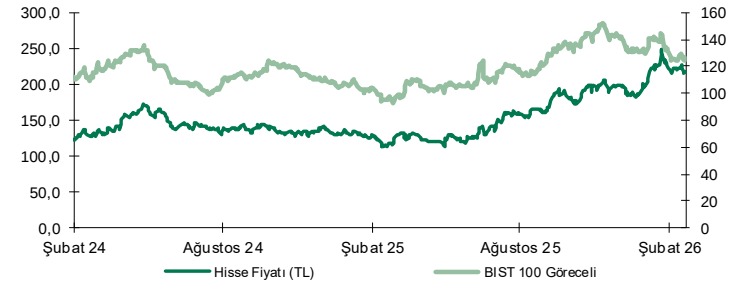
Şirket, 4Ç25 döneminde 6,75 milyar TL net kâr ile hem beklentimizin hem de piyasa medyan tahminlerinin üzerinde bir performans sergilemiştir. Aynı dönemde 14,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşen FAVÖK, operasyonel kârlılığın korunduğuna işaret ederken, çeyreksel bazda marjlarda görülen sınırlı normalleşme mevsimsel etkilerle uyumludur. Dördüncü çeyreğin tarihsel olarak daha zayıf bir dönem olmasına rağmen, ürün marjlarının yıl ortalamalarının üzerinde kalması, rafineri kârlılığında yapısal iyileşmenin sürdüğüne işaret etmektedir.

Bilanço tarafında ise güçlü nakit üretimi öne çıkmaktadır. Tüpraş, 4Ç25 itibarıyla net nakit pozisyonuna geçerek finansal esnekliğini artırmıştır. Güçlü operasyonel nakit akışı ve sınırlı yatırım ihtiyacı, şirketin temettü kapasitesini desteklerken, açıklanan toplam 33 milyar TL temettü planı yaklaşık %7,8 temettü verimine işaret etmektedir. Bu durum, hisseyi yüksek nakit üretimi ve düzenli temettü potansiyeli arayan yatırımcılar açısından cazip kılmaktadır.

2026 yılına ilişkin beklentilerimizde, daha dengeli ancak sürdürülebilir bir marj ortamı öngörmekteyiz. Şirket yönetimi 6-7 ABD\$/varil seviyesinde NRM, %95-100 kapasite kullanım oranı ve yaklaşık 30 milyon ton satış hacmi hedeflemektedir. Mevcut jeopolitik gelişmeler ve orta distilat ürünlere yönelik güçlü talep görünümü dikkate alındığında, NRM tarafında yukarı yönlü risklerin devam ettiğini düşünüyoruz.

Beklentilerimiz doğrultusunda, Tüpraş için 12 aylık pay başına 283,79 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı koruyor ve "AL" önerimizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız 27 Şubat 2026 kapanış fiyatına göre 30% getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Kod	TUPRS.TI / TUPRS.IS	Kapanış	218,5	
Piyasa Değeri (mn TL)	421.005	Son 12 Ay En Yüksek	248,4	
Piyasa Değeri (mn \$)	9.612	Son 12 Ay En Düşük	112,8	
Firma Değeri (mn TL)	364.017	Beta	1,1	
Firma Değeri (mn \$)	8.282	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	87,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	46,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	32,9%	
Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2023*	2024*	2025	2026T
Satış Gelirleri	991.203	1.060.730	830.356	945.534
Büyüme	141,1%	7,0%	-21,7%	13,9%
FAVÖK	138.950	66.368	62.073	65.259
FAVÖK Marjı	14,0%	6,3%	7,5%	6,9%
Net Kar	77.354	23.973	29.523	52.675
Pay Başına Kar	40,15	12,44	15,32	27,34
Temettü Verimi	15,6%	10,7%	7,8%	10,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,65	-1,08	-0,92	-0,54
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,31	-0,19	-0,16	-0,09
Ortalama Özsermaye Karlılığı	33,1%	7,3%	8,0%	14,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	17,6%	4,3%	5,0%	8,3%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024*	2025	2026T
F/K	3,6	11,4	12,0	8,0
FD/FAVÖK	1,3	3,0	4,8	5,6
FD/Satışlar	0,2	0,2	0,4	0,4
F/DD	1,5	1,1	1,2	1,1
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,8	12,5	18,5	86,8
\$ Getiri (%)	-4,9	8,8	15,9	55,1
BIST-100 Rölatif (%)	-8,1	-10,2	-2,7	32,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

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 Sonuçları

Yapı Kredi Bankası, 4Ç25 solo finansal sonuçlarında beklentilerin üzerinde 9,280 milyar TL net kâr açıkladı (çeyrek bazda %38 düşüş). Net kârı baskılayan temel unsur, çeyreklik %185 artış gösteren vergi giderleri oldu. Açıklanan sonuç doğrultusunda, Yapı Kredi'nin 2025 yılı toplam net kârı yıllık bazda %62 artışla 47,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Banka 2025 yılını %21,1 özsermaye kârlılığı ve %1,7 aktif kârlılığı ile tamamladı. Yapı Kredi'nin net faiz geliri çeyreklik bazda %18,7 artış kaydederken, swap maliyetleri %12 artış gösterdi. Bu doğrultuda bankanın net faiz marjı çeyreklik bazda 51 bp artışla %2,8 seviyesine yükselirken, 2025 yılını %2,3 ile tamamladı. Aktif kalitesi tarafında, Yapı Kredi'nin takipteki kredi oranı çeyreklik 37 bp artışla %3,8 seviyesine yükseldi.

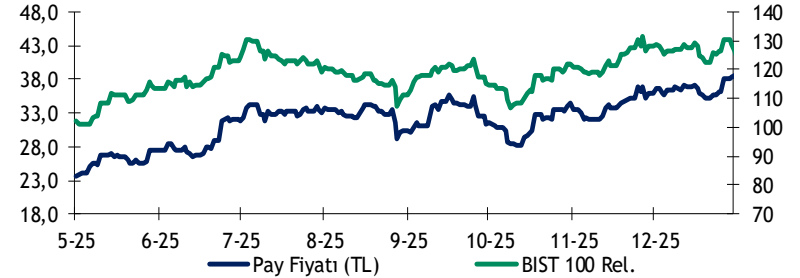
Yapı Kredi Bankası için 2026 yılında %122 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 58,30 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 27 Şubat 2026 kapanışına göre %34,6 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	365.757	Beta (12A)	1,28
Piyasa Değeri (USD mn)	8.350	Ort. Günlük Hacim	6.921
Kapanış	43,30	Yabancı Payı	30,3%
12 Ay Yüksek	44,50	Halka Açıklık (%)	39,0%
12 Ay Düşük	21,92	Ağırlık	3,44%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	13.860	55.536	137.638	197.269
% Fark, Yıllık	-79,3%	300,7%	147,8%	43,3%
Net ücret ve komisyon geliri	73.097	110.297	142.698	177.256
% Fark, Yıllık	112,0%	50,9%	29,4%	24,2%
Net kar	29.017	47.090	104.357	143.051
% Fark, Yıllık	-57,3%	62,3%	121,6%	37,1%

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	3,1%	3,8%	3,9%	3,6%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0,8%	2,2%	1,9%	1,4%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	0,7%	2,3%	4,1%	4,5%
Ortalama aktif getirisi	1,4%	1,7%	2,7%	2,9%
Ortalama özkaynak getirisi	15,7%	21,1%	35,2%	35,7%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	2,4	8,9	7,8	3,5
F/DD	0,9	1,3	1,4	1,0



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	17,1	23,6	30,0	46,6
US\$ Getiri (%):	15,7	19,5	21,5	21,7
BİST 100 Relatif Getiri (%):	11,9	-1,4	7,6	4,1

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 2 Mart 2026								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	90,2	108,10	468.780	562.120	19,9%	8,19	1,51
GARAN	AL	160,1	225,90	672.420	948.780	41,1%	6,08	1,51
HALKB	TUT	49,0	53,90	352.054	387.260	10,0%	12,98	1,61
ISCTR	AL	16,9	29,61	422.749	740.249	75,1%	6,27	0,99
TSKB	AL	13,0	20,06	36.344	56.168	54,5%	3,19	0,80
VAKBN	AL	41,1	55,04	407.346	545.772	34,0%	5,82	1,26
YKBNK	AL	43,3	58,30	365.757	492.463	34,6%	7,77	1,43
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	199,60	318,51	506.165	807.702	59,6%	23,01	0,75
SAHOL	AL	100,80	173,19	211.718	363.759	71,8%	-	0,62
TAVHL	AL	309,00	440,00	112.254	159.845	42,4%	39,86	1,41
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	210,30	243,80	40.261	46.675	15,9%	55,44	1,61
AKSEN	AL	67,15	85,00	82.349	104.244	26,6%	61,16	1,54
ARCLK	AL	115,20	149,50	77.844	101.021	29,8%	-	1,11
ASELS	AL	322,00	395,00	1.468.320	1.801.210	22,7%	49,03	5,86
BIMAS	AL	667,50	800,00	400.500	480.001	19,9%	35,22	2,63
CCOLA	AL	71,20	90,70	199.223	253.780	27,4%	20,21	2,73
CIMSA	AL	51,20	70,55	48.414	66.712	37,8%	15,61	1,46
DOAS	AL	219,00	302,90	48.180	66.639	38,3%	15,34	0,72
EREGL	TUT	32,66	32,47	228.620	227.320	-0,6%	446,70	0,79
FROTO	AL	115,90	149,30	406.705	523.900	28,8%	11,97	2,61
KRDMD	TUT	32,52	30,90	25.373	24.109	-5,0%	-	0,58
MGROS	AL	645,50	850,00	116.871	153.896	31,7%	25,03	1,54
PETKM	TUT	17,29	15,90	43.820	40.308	-8,0%	-	0,65
PGSUS	AL	196,50	345,30	98.250	172.649	75,7%	6,43	0,87
SELEC	TUT	85,00	110,10	52.785	68.372	29,5%	-	1,76
SISE	AL	44,86	65,00	137.416	199.110	44,9%	13,91	0,57
TCELL	AL	115,80	140,00	254.760	308.000	20,9%	26,67	1,05
THYAO	AL	307,50	445,00	424.350	614.102	44,7%	4,02	0,50
TOASO	AL	318,00	402,00	159.000	201.000	26,4%	19,03	2,65
TTKOM	AL	67,95	80,00	237.825	280.000	17,7%	13,83	1,17
TUPRS	AL	218,50	283,79	421.005	546.799	29,9%	14,26	1,16
ULKER	AL	123,50	159,80	45.606	59.010	29,4%	7,44	1,14
VESBE	TUT	8,05	11,50	12.880	18.400	42,9%	-	0,35
ZOREN	TUT	3,37	4,30	16.850	21.500	27,6%	-	0,29

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 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.

**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