

Aylık Strateji

Nisan 2026

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

Orta Doğu'da tırmanan gerilim, mart ayında piyasalarda risk iştahını belirgin şekilde zayıflattı...

Öneri: AL

Orta Doğu'da tırmanan çatışmalar, mart ayında küresel piyasalarda fiyatlamaların ana belirleyicisi olurken, ABD'nin bölgeye yönelik askeri ve stratejik hamleleri jeopolitik risk algısını belirgin şekilde artırmıştır. ABD-İsrail ile İran hattında devam eden gerilim, piyasalarda temkinli ve dalgalı bir seyrin öne çıkmasına neden olmuştur. ABD'nin bölgedeki adımlarına Avrupa ve NATO müttefiklerinden sınırlı destek gelmesi ise taraflar arasında görüş ayrılıklarının belirginleştiğine işaret ederek jeopolitik belirsizlikleri artırmıştır. Enerji tarafında Orta Doğu kaynaklı risklerin artmasıyla birlikte petrol ve doğal gaz fiyatlarında yukarı yönlü hareketler hız kazanırken, Hürmüz Boğazı'nın kapanması ve arz akışında yaşanan kesintiler piyasalarda volatilitiyi belirgin şekilde artırmıştır. Küresel petrol ticaretinin önemli bir kısmının bu hat üzerinden gerçekleşmesi, enerji arz güvenliğine yönelik riskleri daha görünür hale getirirken, artan enerji maliyetleri enflasyon görünümüne ilişkin yukarı yönlü riskleri yeniden gündeme taşımış ve küresel piyasalarda temkinli fiyatlamaların güçlenmesine neden olmuştur.

Ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler mart ayında arka planda kalırken, piyasalarda ana odak jeopolitik gelişmeler ve artan enerji fiyatları olmuştur. Bu çerçevede Fed, Mart toplantısında politika faizini %3,50-%3,75 aralığında sabit tutarken, ekonomik aktivitenin güçlü seyrini koruduğu, enflasyonun hedefin üzerinde kaldığı ve işgücü piyasasında dengelenme sinyallerinin izlendiği vurgulanmıştır. Karar metninde ekonomik görünüme ilişkin belirsizliklerin yüksek seyrini koruduğu ve Orta Doğu'daki gelişmelerin olası etkilerinin yakından takip edildiği ifade edilirken, para politikasında veri odaklı ve temkinli duruşun sürdürüleceği mesajı verilmiştir. Avrupa ve Asya tarafında ise zayıf büyüme görünümü ve küresel talep koşullarına ilişkin belirsizlikler öne çıkarken, para politikalarında temkinli duruş genel olarak korunmuştur. Çin'de büyümeyi destekleyici adımlar ve teşvik beklentileri gündemde kalırken, Japonya'da mevcut politika çerçevesi sürdürülmüştür. Bu çerçevede bölge genelinde küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü risklerin devam ettiği izlenmiştir.

Yurt içinde TCMB'nin mart ayı PPK toplantısı piyasaların odağında yer almıştır. TCMB, politika faizini %37 seviyesinde, gecelik borç verme ve borçlanma faiz oranlarını da sırasıyla %40 ve %35,5 seviyelerinde korumuştur. Karar metninde enflasyonun ana eğiliminin şubat ayında yataya yakın seyrettiği belirtilirken, jeopolitik gelişmelere bağlı olarak küresel risk iştahında bozulma ve enerji fiyatlarında yükselişin öne çıktığı vurgulanmıştır. Bu unsurların enflasyon görünümü üzerindeki olası etkilerinin yakından takip edildiği ifade edilirken, sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceği yinelenmiş, enflasyon görünümünde kalıcı bir bozulma olması halinde ilave sıkılaştırma yapılabileceği mesajı verilmiş, kredi ve mevduat piyasalarındaki gelişmelerin de yakından izleneceği belirtilmiştir.

Nisan ayında küresel piyasalar, Orta Doğu'da süregelen jeopolitik gelişmelere, enerji fiyatlarının seyrine, başta Fed olmak üzere büyük merkez bankalarının yönlendirmelerine ve açıklanacak makroekonomik verilere odaklanacaktır. ABD'de ticaret politikalarına ilişkin yeni adımların kapsamı ve korumacı politikaların seyri, piyasa fiyatlamaları üzerinde etkili olmaya devam edebilir. Orta Doğu'da devam eden çatışmaların yanı sıra Rusya-Ukrayna savaşı da küresel piyasalar açısından önemli jeopolitik risk unsurları arasında yer almaya devam etmektedir. Yurt içinde ise enflasyon verileri ve TCMB'nin para politikası duruşuna ilişkin mesajları, faiz patikasına yönelik beklentiler açısından belirleyici olmaya devam edecektir. 17 Nisan'da S&P Global'in Türkiye kredi değerlendirmesi ve 22 Nisan'da gerçekleştirilecek TCMB PPK toplantısı piyasaların odağında yer alırken, enflasyonun ana eğilimi ve beklentilerdeki seyir, alınacak kararlar açısından kritik önem taşımaktadır. Küresel risk iştahı ve sermaye akımlarının yönü ise TL varlıkların performansı üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

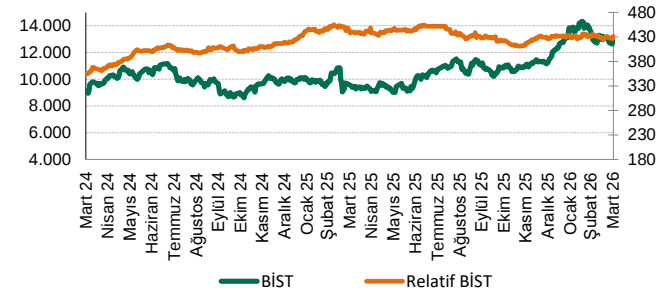
Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	12.791	-6,76%	13,6%
BIST - 100, USD	288	-8,0%	9,6%
MSCI Turkey	320.956	-8,1%	12,6%
MSCI EMEA	257	-10,3%	-0,9%
MSCI EM	1.397	-13,3%	-0,5%
Gösterge Tahvil	42,05%	552bps	483bps
USD/TL	44,3961	1,36%	3,62%
EUR/TL	50,9294	-1,49%	1,28%

F/K

Bankacılık	5,3
Sanayi	105,2
Demir&Çelik	346,8
GYO	10,5
Telekom	10,7
2026T F/K	14,8

*Kapanış 31 Mart 2026

BIST & Portföy



TCMB'de Nisan toplantısına yönelik faiz indirimi beklentileri öteleniyor...

Mart ayında küresel risk iştahındaki zayıflama ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle BİST-100 Endeksi zayıf bir performans sergilemiştir. Ayın ilk yarısında zaman zaman görece olumlu fiyatlamalar görüldü de yükselişler tepki mahiyetinde kalmış, yukarı yönlü bir trende dönüşmemiştir. Ay genelinde jeopolitik riskler ve kar realizasyonlarının etkisiyle endekste zayıflama eğilimi öne çıkmıştır. TCMB'nin mart ayında faiz indirimlerine ara vermesinin ardından nisan ayında da faiz indirim beklentilerinin ötelenmesi borsa üzerinde satış baskısının artmasına sebep olmuştur. Bu çerçevede BİST-100 Endeksi mart ayını satıcı bir görünüm altında tamamlarken, ay genelinde sektörel ayrışmalar öne çıkmıştır. Sınai Endeksi görece dirençli bir performans sergilerken, Bankacılık Endeksi belirgin biçimde negatif ayrılmıştır. BİST-100 Endeksi, ayı %6,76 düşüşle 12.790,98 puandan tamamlamıştır. Sınai Endeksi ayı %2,70 düşüşle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %23,75 düşüş kaydetmiştir.

ABD-İsrail ile İran arasındaki çatışmaların sürmesi halinde küresel piyasalarda jeopolitik risk algısının yüksek kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede; artan jeopolitik risklerin cari denge ve fiyatlama davranışları üzerinde yaratacağı baskının, yurtiçi 2026 yılsonu beklentilerinde bazı güncellemeleri beraberinde getireceğini düşünüyoruz. Orta Doğu kaynaklı risklerin daha fazla tırmanmadan ateşkes ve diplomasi senaryosu altında yönetilmesi ve petrol fiyatlarının 75-80\$ bandında dengelenmesi halinde; 2026 yılsonu enflasyon beklentisinin %27 seviyesinde, politika faizinin ise %32 seviyelerinde dengeleneceğini öngörüyoruz.

Nisan ayında, ABD'nin dış politika adımları, ticaret politikalarına ilişkin gelişmeler ve jeopolitik risklerin seyri küresel risk iştahı üzerinde belirleyici olmaya devam edecektir. Yurt içinde ise enflasyon verileri, S&P'nin not değerlendirmesi ve TCMB'nin para politikası duruşu piyasaların odağında olacaktır. Dezenflasyon sürecinin bozulmaması ve faiz indirimlerinin gecikmeli de olsa devam edeceği beklentisiyle, yabancı yatırımcı ilgisinin yeniden artıp artmamasına da bağlı olarak endeksin nisan ayında dalgalı bir seyir izlemesini bekliyoruz. Jeopolitik risklerde olası bir gerileme durumunda ise 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 %29 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2026T 7.03x ve 0.95x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 40% ve 50% iskontolu işlem görmektedir.

TCMB faiz indirimlerinin ötelenme ihtimalinin artmasına bağlı olarak portföydeki bankacılık ağırlığını azaltmak için ISCTR'yi portföyden çıkartıyoruz.

Piyasa Riskleri

- Başta Orta Doğu ve Rusya-Ukrayna olmak üzere kriz bölgelerinde sıcak çatışmaların bölgesel yayılım riskinin artması,
- Jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerinden küresel enflasyon görünümüne ve para politikası patikasına ilişkin belirsizlikleri artırması,
- ABD'nin agresif dış politika hamlelerinin, başta Çin ve Avrupa olmak üzere ticaret gerilimlerini tırmandırması,
- TCMB'nin faiz indirim sürecinin, enflasyonda beklenen düşüşün gecikmesi nedeniyle sekteye uğrama riski.

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	66,00	108,10	63,8%	-24,4%	-19,0%
ASELS.TI	320,25	395,00	23,3%	-0,5%	6,7%
CIMSA.TI	47,96	70,55	47,1%	-4,9%	2,0%
FROTO.TI	101,10	149,30	47,7%	-9,8%	-3,2%
MGROS.TI	602,50	885,00	46,9%	-6,7%	0,1%
SAHOL.TI	87,99	173,19	96,8%	-11,3%	-4,9%
TCELL.TI	105,90	140,00	32,2%	-8,5%	-1,9%
TUPRS.TI	258,25	355,76	37,8%	23,0%	32,0%
YKBNK.TI	33,02	58,30	76,6%	-23,7%	-18,2%
Aylık Getiri				-7,4%	-0,7%

*Kapanış 31 Mart 2026

Eklenen

-

Çıkan ISCTR

Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

FROTO

MGROS

SAHOL

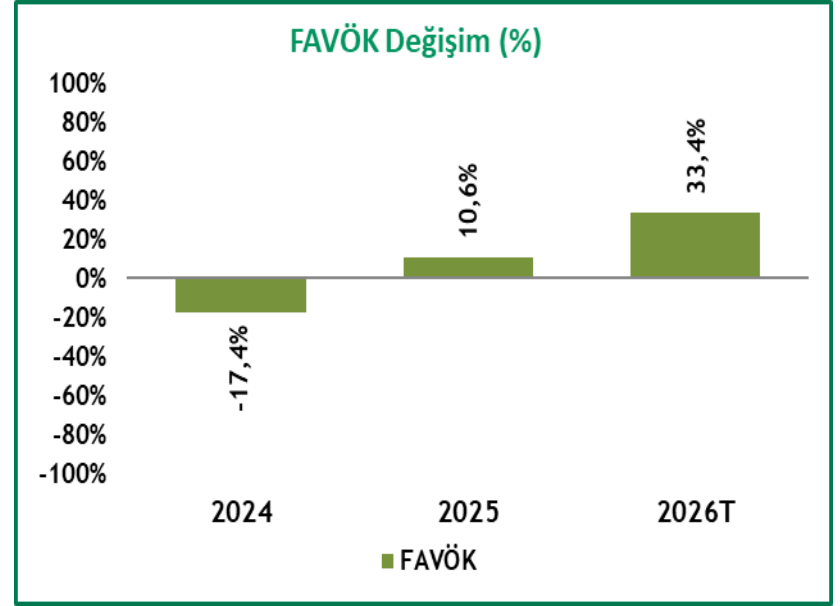
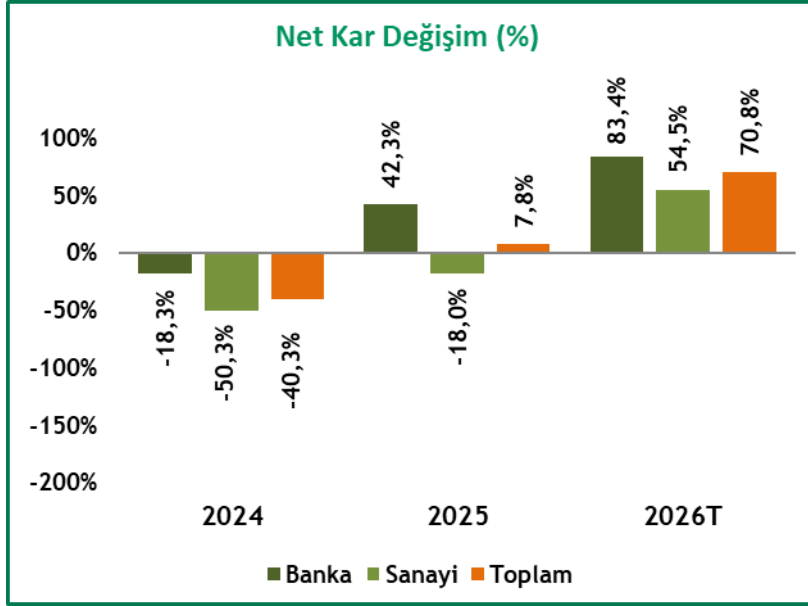
TCELL

TUPRS

YKBNK

Favori Sektörler

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



2026 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %54,5 artmasını, FAVÖK'ünün ise %33,4 büyümesini beklerken bankaların net karının ise %83,4 oranında artmasını bekliyoruz.

BIST-100 benzerlerine göre cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. MSCI Turkey Endeksi 2026T 7.03x ve 0.95x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 40% ve 50% iskontolu işlem görmektedir.

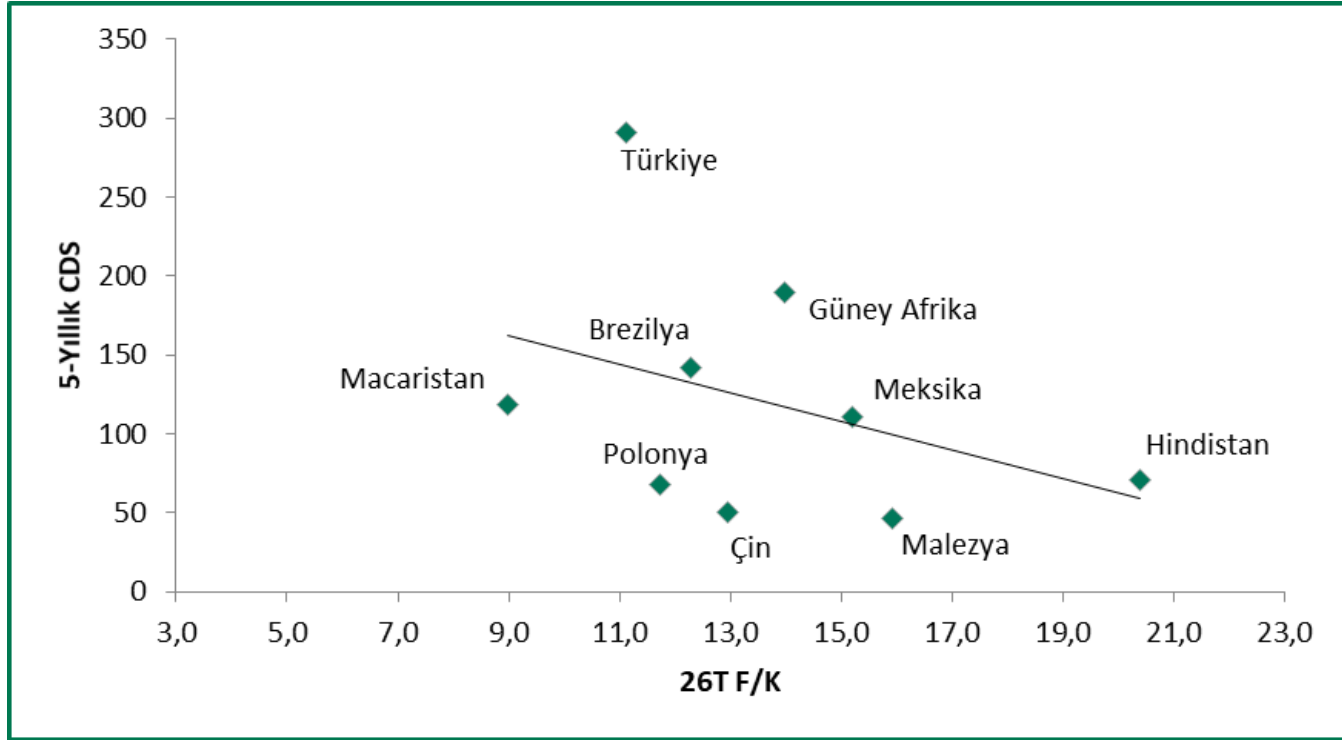
Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %18,7'lik yükseliş göstermiş; MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %6,9 altında, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %1,0 üzerinde performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-8,1%	12,6%	18,7%	12,6%
MSCI Gelişen Pazarlar	-13,3%	-0,5%	26,9%	-0,5%
MSCI EMEA	-10,3%	-0,9%	17,5%	-0,9%
MSCI Doğu Avrupa	-7,6%	0,6%	31,7%	0,6%
MSCI Dünya	-6,6%	-3,9%	17,4%	-3,9%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-5,6%	-11,6%	6,9%	-11,6%
MSCI EMEA	-2,3%	-12,0%	-1,0%	-12,0%
MSCI Doğu Avrupa	0,6%	-10,7%	11,0%	-10,7%
MSCI Dünya	1,7%	-14,6%	-1,1%	-14,6%

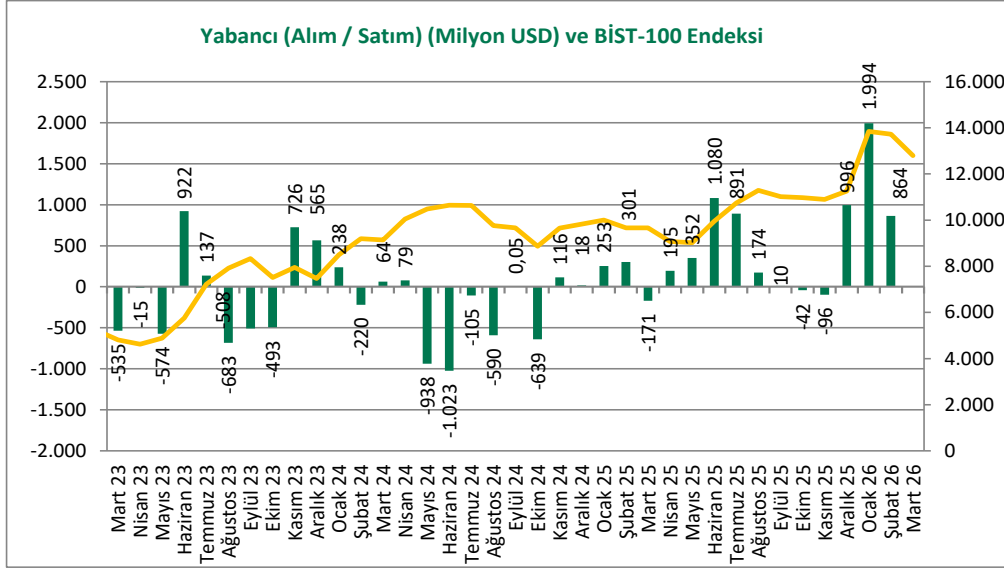
31 Mart 2026 itibariyle

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

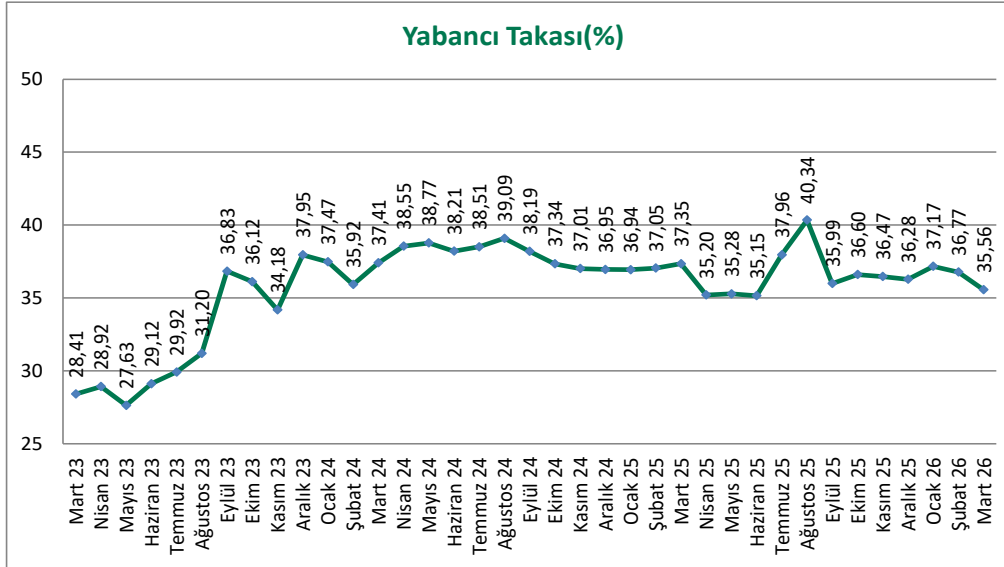


31 Mart 2026 itibariyle

Yabancı payı...

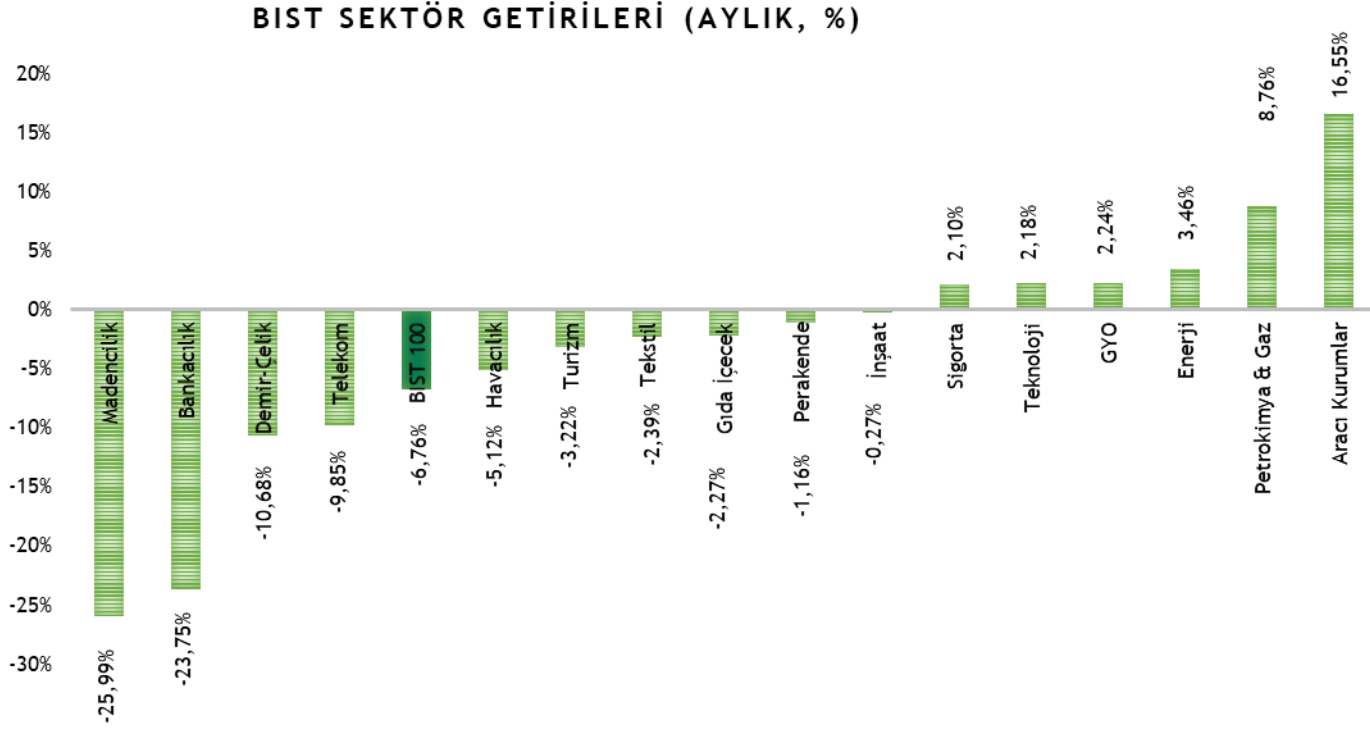


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Şubat ayında toplamda 864 milyon dolar net alış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Mart ayında %35,56 seviyesine geriledi.

Sektör Getirileri...



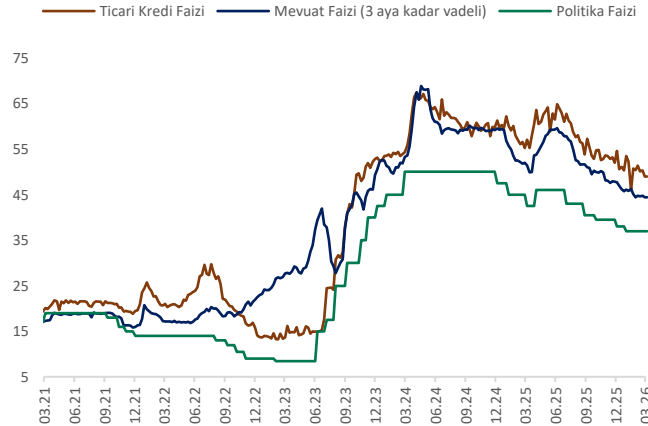
- Borsa İstanbul'da Mart ayı itibariyle en çok getiri sağlayan sektör yıllık %16,6 yükselişle aracı kurumlar olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Mart

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), mart toplantısında politika faizini piyasa beklentisine paralel %37 seviyesinde sabit tuttu. Kararın detaylarında ihtiyatlı duruş ve gerektiğinde sıkılaşıacak bir şahin tonlama görüyoruz. Metnin detaylarında son dönem yaşanan gelişmelere özet olarak değinilmiştir. Küresel risk iştahındaki bozulma özellikle kredi risk primi ve sermaye çıkışı üzerinden Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini gösteriyor. Buna ek olarak jeopolitik gerginliğin petrol başta olmak üzere enerji fiyatlarını belirgin şekilde arttırması enflasyon endişelerini körüklüyor. Son gelişmeler yaşanmadan önceki baz senaryomuz martta 50-100 baz puanlık bir indirim yönündeydi. Mevcut durumda ise belirsizlik ve risklerin boyutu faiz indiriminden ziyade faiz artışını gündeme getiriyor. Yaşanan gelişmeleri kısaca özetleyecek olursak ABD-İran-İsrail savaşının bölge ülkelere sıçraması petrol fiyatlarında geçici de olsa \$120 seviyesinde fiyatlamalar getirdi. Bunun neticesinde TCMB repo ihalelerine ara vererek fiili fonlamaya borç verme faizi üzerinden yapmaya başladı. Burada örtülü bir faiz artışından söz edilebilir. Piyasadaki fazla likiditenin aktarım mekanizmasını sekteye uğratması sonucu TCMB uzlaşmalı döviz işlemlerine başladı. Böylece hem kurdaki oynaklıkların önüne geçildi hem de piyasadaki fazla likidite çekilmiş oldu. Likidite yönetimi adına atılan adımlar para politikasını desteklerken enflasyondaki risklere önemli bir katkı da maliye politikasından geldi. Karar metninde de vurgulandığı gibi eşel mobil uygulamasına geçilerek para ve maliye politikası arasındaki eşgüdüm kapsamında enerji piyasalarındaki oynaklığın nihai tüketici fiyatlarına yansımaları sınırlandırılmış oldu. Jeopolitik gelişmelerin maliyet kanalı ve iktisadi faaliyet üzerinden enflasyon görünümüne etkileri henüz net olmasa da yakından takip ediliyor. Mevcut senaryolar yakın zamanda savaşın sonlanacağı üzerine kurulu olsa da belirsizlikler risk iştahını baskılamaya devam ediyor. Karar metnindeki en şahin söylem olarak gördüğümüz kısım ise enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bozulma olması durumundaki para politikası duruşuna ilişkin. Bu söylem önceki toplantılarda dile getirilse de karar metninden çıkarılmıştı. Belirgin ve kalıcı koşulunun aynı anda sağlanması için hem enflasyon ana eğiliminde ara hedeflerle uyumsuz bir bozulma olması ve bunun da geçici (1-2 ay) olmaması gerekiyor. Belirsizliğin devam ettiği mevcut senaryoda faiz indirimlerinin ihtiyatlı bir şekilde ötelenmesi ve yılsonunu %32 düzeyinde tamamlamasını bekliyoruz.

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

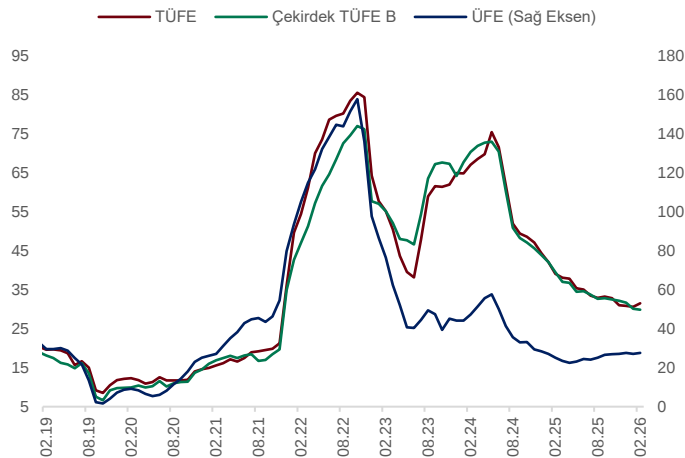


Makroekonomik Görünüm

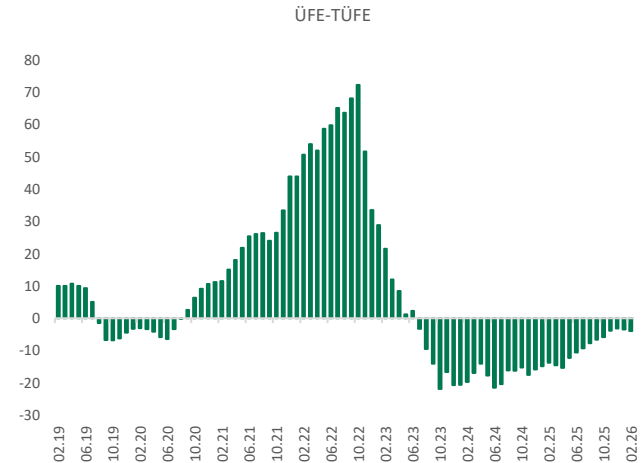
Enflasyon – Şubat

TÜFE şubatta bir önceki aya göre %2,96 artarken yıllık enflasyon %31,53 seviyesinde gerçekleşti (önceki %30,65). Piyasa ve bizim beklentilerimizin sınırlı da olsa altında gerçekleşen rakamlar ana eğilimdeki yukarı yönlü riskleri sınırladı. Şubat ayındaki yayılım endeksine baktığımızda 147 alt endeks yükseliş kaydederken 27 alt endeks düşüş gösterdi. Manşet enflasyon yerine tüketim grubunda belirgin hissedilen enflasyon endeksine baktığımızda da bir ayrışma söz konusu. Düşük gelir grubu için tüketim sepetinin büyük çoğunluğunu oluşturan kalemlerdeki artış manşet enflasyondan belirgin şekilde yukarı yönlü sapıyor. Bu grubunun ana harcama sepeti olan gıda, konut ve ulaştırma TÜFE endeksinde %52,46 ağırlığa sahip. Gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ile oluşturulan bu endeks şubatta yıllık %35,32 yükseldi. Bu ay fiyat dinamiklerindeki kırılmalar şu şekilde özetlenebilir. Gıda ve alkolsüz içeceklerde ocaktaki %6,59 sonrası şubatta %6,89 ile yukarı yönlü ivme devam etti ve yıllık enflasyon %36,44 seviyesinde. Sigorta ve finansal hizmetlerde şubatta %8,02 enflasyon mevcut ve yılın ilk iki ayında birikimli enflasyon %19,7 düzeyinde. Gıda ve hizmetlerdeki enflasyon dinamikleri ana eğilim göstergelerindeki riskleri canlı tutuyor. Aylık 2,96 olan enflasyonun 2,4 puanı gıda, konut, ulaştırma kalemlerinden geliyor. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %2,16 olurken yıllık enflasyon %29,91 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek göstergelerdeki dezenflasyon hızı manşet rakamlardan belirgin şekilde daha iyi. Bu da enflasyonla mücadelenin odaklanması gereken alan konusunda bize ipucu veriyor. Para politikası duruşu açısından enflasyon ana eğilimi ve beklentileri gösterge kabul edildiğinden, bu ay ana eğilimde sınırlı bir yükseliş yaşandı diyebiliriz. Öte yandan son günlerdeki jeopolitik risklerin özellikle emtia ve enerji fiyatları üzerinden yaratabileceği baskı riskleri canlı tutuyor. Her ne kadar net etki konusunda tahmin yapmak için erken olsa da petrol fiyatlarındaki TCMB varsayımıyla cari rakamlar arasında %80 gibi bir fark bulunuyor. 75-80\$ bandında dengelenmesi durumunda bile enflasyona yaklaşık 4-5 puan ek baskı bu alandan gelecektir. Bu kapsamda yılsonu enflasyon tahminimizi %25-29 bandına yükseltiyoruz (orta noktası %27).

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

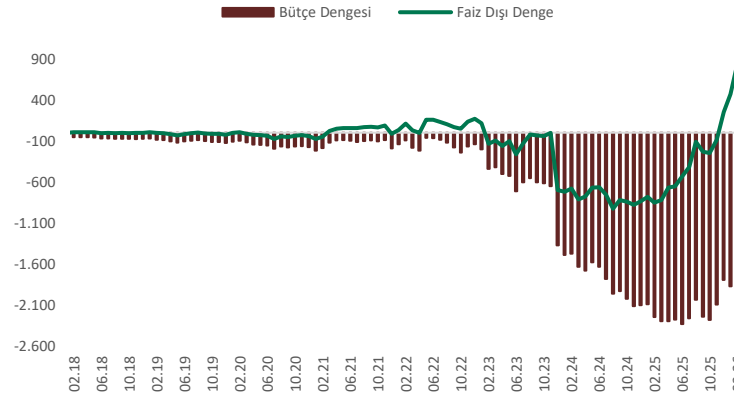


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Şubat

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı şubat ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.353,6 milyar TL, bütçe giderleri 1.329,2 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.145,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe fazlası 24,4 milyar TL olurken faiz dışı denge 208 milyar TL fazla vermiştir. Bütçe üzerinde faiz yükü ocak ayına göre gerilese de hala %13 gibi yüksek bir seviyede. Mevcut eğilimin devamı hainde 12 aylık birikimli düşünüldüğünde faiz gideri 2 trilyon TL seviyelerine yükseliyor. Birincil bütçe dengesi başa baş seviyede bile olsa faiz ödemeleri dahil edildiğinde OVP tahminlerindeki bütçe açığına ulaşıyor. Bu anlamda enflasyon beklentilerindeki düşüş ve borçlanma faizlerindeki gerileme orta-uzun vadede mali disiplin için kritik önem taşıyor. Personel giderlerindeki seyir enflasyon seviyesine yakın bir artışla ılımlı seyrini sürdürüyor. Cari transferlerde ise ocak-şubat toplamı 1 trilyon liranın üzerine çıkmış durumda. Şubat'ta Elektrik Üretim AŞ'ye 46 milyar ve BOTAŞ'a 13 milyar transfer yapılmıştır. Aynı dönemde Ziraat Bankası'na 19,8 milyar ve Halk Bankası'na 5,5 milyar transfer sağlanmıştır. KİT ve mali kurumlara Şubat'ta yapılan transferler 85 milyar TL seviyelerine ulaşmıştır. Sermaye giderleri, transferleri ve borç verme kalemlerinde belirgin bir değişim göze çarpmıyor. Bu ay bütçe fazlasını getiren temel dinamik kurumlar vergisindeki dönemsel tahsilatlar. Faiz dışı dengedeki eğilimin iyileşmesi maliye politikasındaki disiplin için öncelik haline geldi. 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. Geçtiğimiz yıl maliye performansı öngörülerden daha iyiydi. Para politikası ile devam eden eşgüdümün pozitif yansımalarını kademeli olarak görmeye devam edeceğiz. Politika yapıcılardan gelen sözle yönlendirme adımlarından 2026 yılı için de tam bir eşgüdüm ve dezenflasyon sürecine destek veren maliye politikası hamleleri görebiliriz. Son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmelerin maliye politikasına da sınırlı negatif yansıması olacaktır. Eşel mobil uygulaması ile ÖTV gelirlerinden bir miktar feragat eden kamu otoritesi, nihai enflasyonun tüketiciye yansımalarını hafifletiyor. Bu kapsamda mart-nisan döneminde ÖTV gelirlerinde sınırlı bir gerileme görülebilir.

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

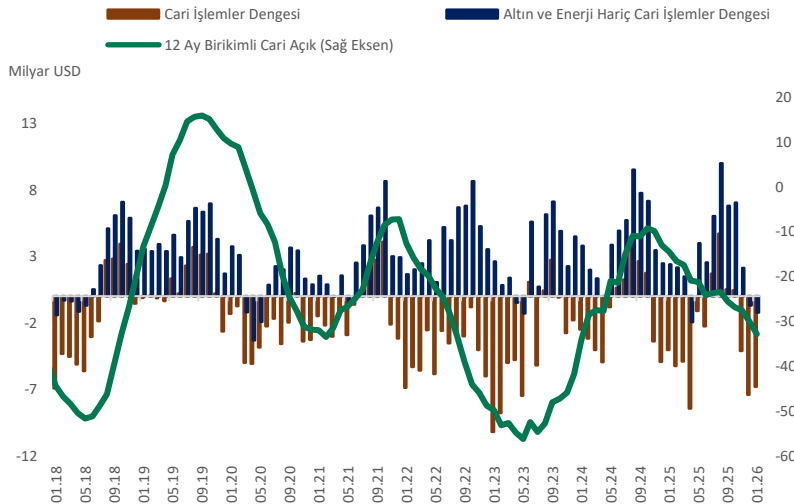


Makroekonomik Görünüm

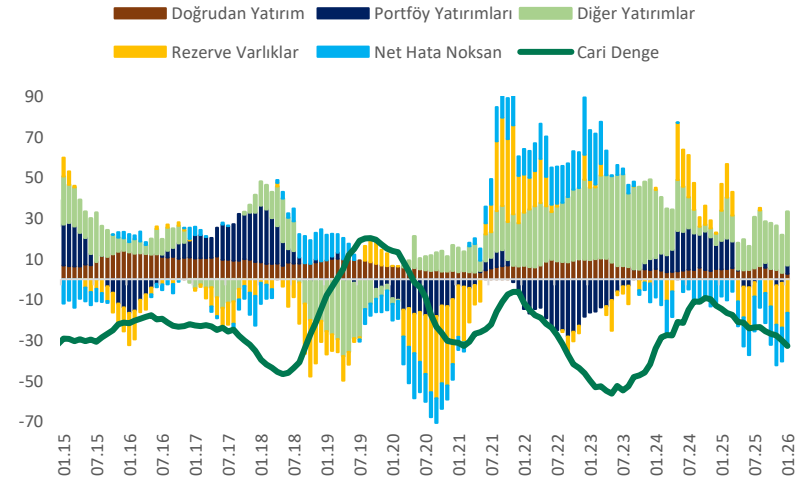
Ödemeler Dengesi - Ocak

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre ocak ayı cari işlemler dengesi 6.807 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 32.880 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Piyasa beklentisinin (5,4 milyar USD açık) üzerinde 5,7 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Bizim beklentilerimizin de üzerinde gerçekleşen cari açık, ekonomik aktivitedeki canlılığa işaret ediyor. Cari açığı yukarı yönlü seyri tetikleyen alt kalemlerdeki gelişmeler şu şekilde özetlenebilir. Dış ticaret açığı 6,9 milyar açık vererek canlı seyrini koruyor. Hizmetler dengesindeki girişlerde kış mevsimi etkisini belirgin şekilde hissediyoruz. Ocak ayında hizmetler dengesi kaynaklı girişler 2,6 milyar ABD doları seviyesinde kaldı. Yılın ilk yarısında hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin daha sınırlı ve ticaret açığındaki baskıların daha güçlü olduğu bir atmosfer bekliyorduk. Fakat son dönemdeki jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki oynaklık baz senaryomuzdan da daha negatif bir atmosfere işaret ediyor. Her ne kadar para ve maliye politikasındaki eş güdüm ile şokun şiddeti azaltılsa da uzun vadeli etkisi gerginliğin devamı halinde negatif olacaktır. Küresel piyasalardaki belirsizlik ve jeopolitik riskler cari açıktan enflasyona gelecek baskının şiddetini arttırabilir. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 6.967 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 2.639 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 71,2 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63,1 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 1.228 milyon ABD doları açık vermiştir. Son aylarda çekirdek cari dengesindeki bozulma göze çarpıyor. Bu eğilimin devamı halinde, cari açıktaki beklentilerin ötesinde bozulma görülebilir. Ayrıca emtia ve petroldeki yükselişin sınırlı geri çekilmesi varsayımı altında (75-80\$ bandında dengelenme) cari açık tahminlerimizi yılsonu için 45 milyar ABD doları seviyesine yükseltiyoruz.

Cari Açık, Enerji ve Altın Hariç Cari Denge, 12 ay birikimli Cari Açık



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

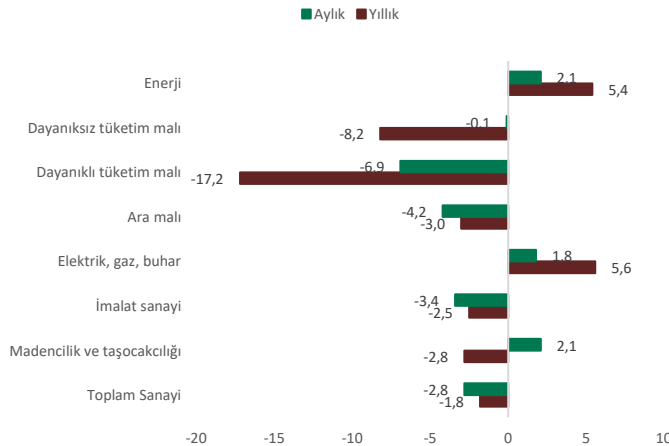


Makroekonomik Görünüm

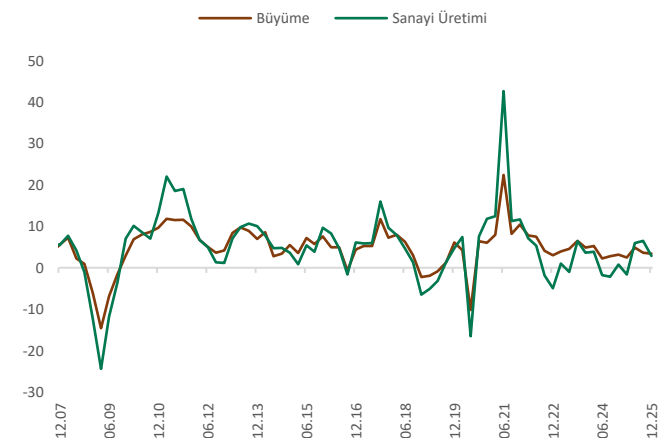
Sanayi Üretimi - Ocak

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim ocakta bir önceki aya göre %2,8 düşüş kaydetti. Yıllık üretim ise %1,8 daraldı. Yıllık veride baz etkisiyle sınırlı bir toparlanma beklentimiz vardı. Bu toparlanma 0,3 puan seviyesinde gerçekleşti. Aylık verideki sert geri çekilme yıllık verideki toparlanma beklentimizi sınırladı. Sanayi üretimi son çeyrek GSYİH büyüme verileri ile birlikte değerlendirildiğinde sıkı para politikasının üretim verileri üzerine negatif yansımaları görüyoruz. Türkiye ekonomisi 2025'te %3,6 büyüme kaydederken sanayi üretimindeki artış %2,9 seviyesinde kaldı. Hizmet ve inşaat büyümenin itici kuvveti olurken üretim ivmesi geriden geliyor. Parasal sıkı duruş ve makro ihtiyati tedbirler, üretim seviyesini potansiyelin altına çekerek toplam talebi dezenfasyonla uyumlu olacak şekilde ayarlamaya devam ediyor. Yılın ilk ayındaki veriler de bu durumu teyit eder nitelikte. Enflasyonun hizmetler öncülüğündeki ekonomik aktiviteyi canlı tutması sıkı para politikasının büyüme üzerindeki yan etkilerini sınırlıyor. Fakat dezenfasyon sürecini inşa ederken talebin kısılmasının yanında pozitif arz yönlü şoklar da önem arz ediyor. Üretim tarafındaki artışlar büyümeyi desteklerken enflasyonu da düşürücü etkisiyle pozitif şoklar olarak değerlendirilebilir. Bu kapsamda sanayi üretimi verilerindeki pozitif gelişmeler büyümenin sürdürülebilirliği ve sağlığı açısından daha öncelikli diyebiliriz. Satın alma yöneticileri endeksi (PMI) gibi ekonomik aktivitenin temel göstergeleri üretim/sipariş döngüsünde hala daralma bölgesinde olduğumuza işaret ediyor. Özellikle ana ihracat pazarlarındaki belirsizlik, maliyetlerdeki oynaklık ve risk iştahındaki düşüş de üretim ve siparişleri aşağı çeken makro dinamikler olarak öne çıkıyor. Son dönemde iki önemli gelişme sanayi üretiminin 2026 seyrine kayda değer ölçüde etki edebilir. Bunlardan birincisi Türkiye'de üretilen ürünlerin "Made in EU" kapsamına alınması. Gümrük birliğinin ötesinde rekabeti arttıracak bu durum özellikle ihracat odaklı sanayi şirketlerinin büyümesine katkı sağlayacaktır. İkinci durum ise jeopolitik gelişmeler sonucu bölgemizde yaşanan istikrarsızlık ve sıcak çatışmalar. Enerji maliyetlerini belirgin şekilde yükselten bu durum üretim aktivitesini de sekteye uğratabilir. Bu kapsamda baz senaryomuzdaki toparlanma beklentimiz gelişmelerin seyrine göre ertelenebilir. Sanayi şirketleri için yakın döneme ilişkin belirsizlikler, sıkı para politikası kaynaklı finansman maliyetlerindeki artış, vade/kur uyumsuzluğu en belirgin riskler olarak öne çıkıyor.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef: 108,10 TL)

Getiri Potansiyeli: %63,8

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).

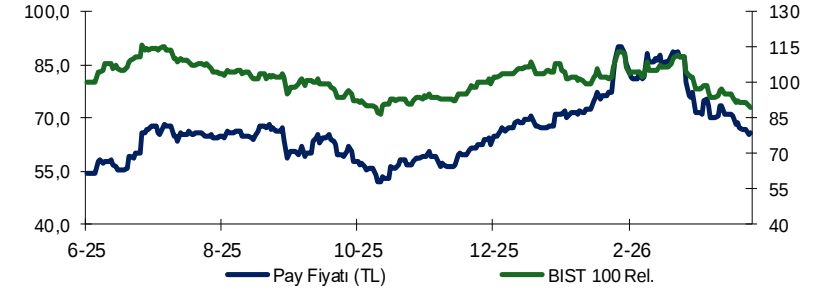
Akbank için 2026 yılında %86 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 108,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Mart 2026 kapanışına göre %63,8 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	343.200	Beta (12A)	1,35
Piyasa Değeri (USD mn)	7.732	Ort. Günlük Hacim	7.204
Kapanış	66,00	Yabancı Payı	49,9%
12 Ay Yüksek	90,60	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	46,39	Ağırlık	4,59%

(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	6,0	3,2
F/DD	0,9	1,4	1,1	0,9



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-24,4	-2,4	8,6	30,4
US\$ Getiri (%):	-25,4	-5,8	1,6	11,4
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-19,0	-14,1	-6,5	-1,6

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: %23,3

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, Gündümlü 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.

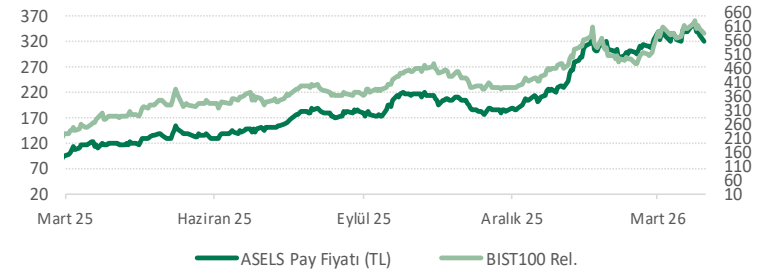
Aselsan'ın toplam sipariş tutarı, 2025 yılı içinde imzalanan 9,6 milyar dolar tutarındaki yeni sözleşmelerin katkısıyla, bakiye siparişlerinin tarihi en yüksek seviyesi olan 20,4 milyar dolara yükseldi (2024: 14 milyar ABD doları). Yıl içerisinde özellikle ÇELİKKUBBE projesine yönelik imzalanan sözleşmeler 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 31 Mart 2026 kapanış fiyatına göre %23,3 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış		320,25
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.460.340	Son 12 Ay En Yüksek		359,00
Piyasa Değeri (Mn \$)	32.893	Son 12 Ay En Düşük		113,36
Firma Değeri (Mn TL)	1.474.310	Beta		0,87
Firma Değeri(Mn \$)	33.219	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		176,2
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		56,7%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025A	2026T
Satış Gelirleri	145.133	157.340	180.445	252.500
Büyüme		8,4%	14,7%	39,9%
FAVÖK	31.608	39.574	47.329	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	26,2%	25,6%
Net Kar (Mn TL)	14.378	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	40,7
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	22,8
FD/Satışlar	1,5	2,2	5,9	5,8
F/DD	2,3	2,4	4,2	5,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-0,5	38,2	38,2	167,4
\$ Getiri (%)	-1,8	33,5	33,5	128,6
BIST-100 Relatif (%):	6,7	21,7	21,7	102,0



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 70,55 TL)

Getiri Potansiyeli: %47

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.

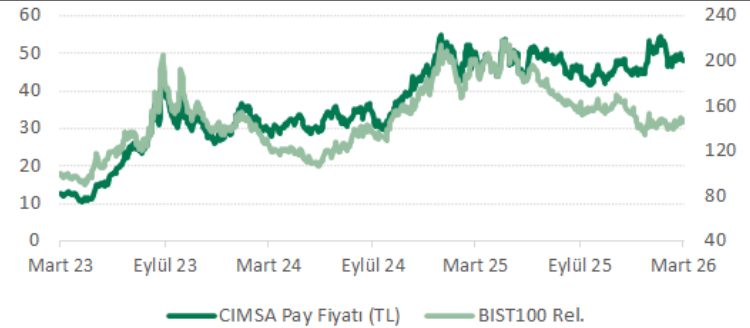
Çimsa, yurt içi operasyonlarda sürdürülen yüksek kapasite kullanım oranının, uluslararası operasyonlarda ise devam eden güçlü büyümenin ve Mannok operasyonlarının inorganik katkısının etkisiyle, 2025 yılını konsolide satış hacminde ve net satış gelirlerinde güçlü büyüme ile tamamlamıştır. Konsolide satışlardaki 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 31 Mart 2026 kapanış fiyatına göre %47 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.**

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	47,96	
Piyasa Değeri (Mn TL)	46.050	Son 12 Ay En Yüksek	56,63	
Piyasa Değeri (Mn S)	1.037	Son 12 Ay En Düşük	40,55	
Firma Değeri (Mn TL)	65.532	Beta	1,07	
Firma Değeri(Mn S)	1.492	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	13,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,1%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A	2026T
Satış Gelirleri	38.750	36.847	45.907	59.817
Büyüme		-4,9%	24,6%	30,3%
FAVÖK	6.916	6.658	8.238	10.946
FAVÖK Marjı	17,8%	18,1%	17,9%	18,3%
Net Kar(Mn TL)	4.707	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%	2,0%
Net Borç / FAVÖK (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	9,9
FD/FAVÖK	8,2	11,4	8,0	6,0
FD/Satışlar	0,8	1,7	1,4	1,1
F/DD	1,5	1,8	1,3	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-4,9	4,7	4,7	-4,3
S Getiri (%)	-6,1	1,1	1,1	-18,2
BIST-100 Relatif (%):	2,0	-7,8	-7,8	-27,7



Kaynak: KAP, FİNNET, Şeker Yatırım Araştırma

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

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

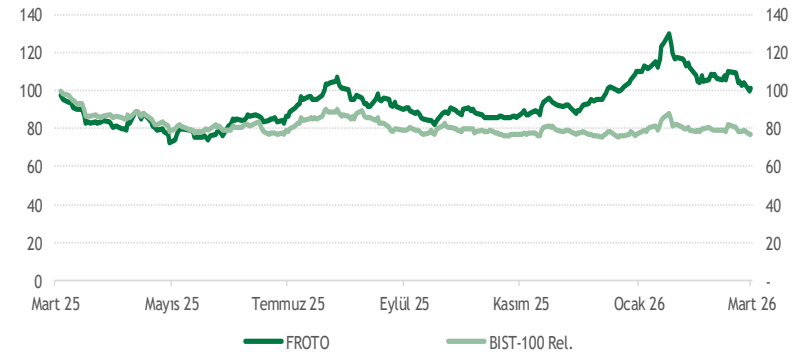
Getiri Potansiyeli: 48%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 149,30 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Mart 2026 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2026T 6.6x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 7.9x 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 T1/FROTO IS	Kapanış		101,10
Piyasa Değeri (mn TL)	354.770	Son 12 Ay En Yüksek		130,91
Piyasa Değeri (mn \$)	7.991	Son 12 Ay En Düşük		71,54
Firma Değeri (mn TL)	453.964	Beta		0,96
Firma Değeri (mn \$)	10.306	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		35,13
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		37,79
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	5,7%	7,7%	3,8%	2,9%
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	10,4	7,9
FD/FAVÖK	4,3	8,8	8,7	6,6
FD/Satışlar	0,4	0,6	0,5	0,4
F/DD	2,7	2,4	2,3	2,0
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-9,8	12,9	12,9	7,0
\$ Getiri (%)	-11,0	9,0	9,0	-8,6
BIST-100 Relatif (%)	-3,2	-0,6	-0,6	-19,2



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

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

Migros (AL, Hedef Fiyat: 885,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 47%

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

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 885,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Mart 2026 kapanışıyla Migros, 2026T 3.1x FD/FAVÖK ve F/K 10.8x rasyoları ile işlem görmektedir.

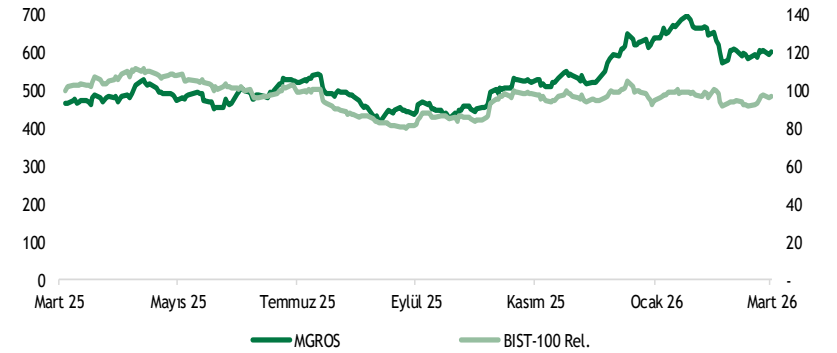
➤ Yüksek enflasyon ve yoğun rekabet ortamına rağmen çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle Migros'un FMCG pazar payını istikrarlı şekilde artırılabilmesini olumlu değerlendiriyoruz. Artan mağaza sayısı ve buna bağlı satış alanı büyümesi ile e-ticaret kanallarının net satışlara sağladığı pozitif katkının,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

➤ Migros, 2026 için %5-7 aralığında, 2027-2030 dönemi için ise yüksek tek haneli reel bileşik satış büyümesi hedeflemektedir. 2026 mağaza açılış hedefi 180-200 mağaza aralığında bulunurken, 2027-2030 döneminde her yıl %2,5-3,5 aralığında satış alanı büyümesi planlanmaktadır. 2026 yılında FAVÖK ve düzeltilmiş FAVÖK marjlarının sırasıyla %6-7 ve %4-5 aralığında gerçekleşmesi beklenirken, 2030 yılı itibarıyla 2025'e kıyasla en az 100 baz puanlık marj iyileşmesi hedeflenmektedir. Online satışların toplam satışlar içindeki payının 2025'teki %21 seviyesinden 2030'da %27,5'e yükselmesi öngörülürken RoIC'in de artan kârlılık ve daha asset-light girişimlerin katkısıyla yukarı yönlü seyretmesi beklenmektedir.

Kod	MGROS T1/MGROS IS	Kapanış	602,50
Piyasa Değeri (mn TL)	109.085	Son 12 Ay En Yüksek	698,50
Piyasa Değeri (mn \$)	2.457	Son 12 Ay En Düşük	412,49
Firma Değeri (mn TL)	112.976	Beta	0,95
Firma Değeri (mn \$)	2.548	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	31,62
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	34,76

Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025	2026T
Satış Gelirleri	343.111	384.534	412.756	539.191
Büyüme	0,0%	12,1%	7,3%	30,6%
FAVÖK	5.939	20.676	27.320	36.940
FAVÖK Marjı	0,0%	5,4%	6,6%	6,9%
Net Kar	16.830	8.298	6.467	10.065
Pay Başına Kar	92,95	45,83	35,72	55,59
Temettü Verimi	1,1%	1,6%	1,4%	2,8%
Net Borç/FAVÖK (x)	-	-0,09	0,14	0,05
Net Borç/Özsermaye (x)	-	-0,03	0,05	0,02
Ortalama Özsermaye Karlılığı	28,1%	11,6%	8,3%	12,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	10,3%	4,5%	3,2%	4,4%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025	2026T
F/K	6,5	13,1	16,9	10,8
FD/FAVÖK	19,0	5,5	4,1	3,1
FD/Satışlar	0,3	0,3	0,3	0,2
F/DD	1,6	1,4	1,4	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-6,7	15,4	15,4	24,3
\$ Getiri (%)	-7,9	11,5	11,5	6,2
BIST-100 Relatif (%)	0,1	1,6	1,6	-6,2



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: %97

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 duyurmuştur. 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 tanımlamıştır. 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 getirmiştir.

Sabancı Holding'in solo nakiti hariç tutulduğunda toplam net aktif değerinin %46'sı Banka ve Finansal Hizmetler, %34'ü Enerji ve İklim Teknolojileri, %14'ü Malzeme Teknolojileri, %1'i Dijital Teknolojiler, %5'i Diğer segmentlerinden oluşmaktadır. Kombine gelirlerin ise (12A25) ise %54'ü Bankacılık, %46'sı 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.

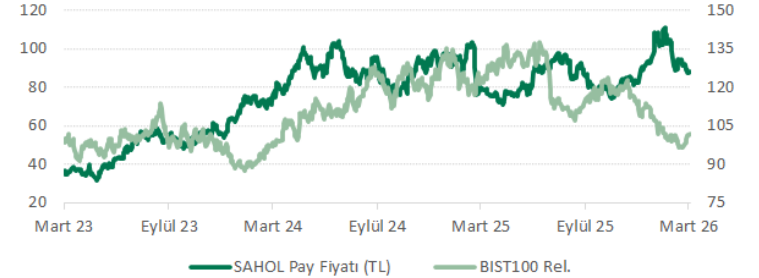
Sabancı Holding 12A25 döneminde enflasyon muhasebesi uygunlanmış finansal sonuçlara göre toplam 1.172.620mn TL konsolide gelir elde ederken, 3.793mn TL konsolide net kar açıklamıştır. 12A25 döneminde Banka, Banka Dışı Finansal Hizmetler, Enerji ve İklim Teknolojileri ve Malzeme Teknolojileri segmentlerinden konsolide net kara katkı sağlarken, bunların dışında kalan diğer sektörler konsolide net zarar elde edilmiştir.

Holding solo net nakit pozisyonu, 2025 yılı sonunda yatırımlar ve sermaye artırımları ile ilgili nakit çıkışları nedeniyle 8,5 milyar TL'ye gerilemiştir (2024: 12,4 milyar TL). Öte yandan, Holding'in banka dışı Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,6x seviyesinde gerçekleşerek Grup'un 2,0x olarak belirlenen politika eşliğinin altında kalmaya devam etmiştir.

2026 yılının ilk yarısında Sabancı Holding'in gelirleri içerisinde önemli paya sahip olan bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler sonucu yurt içinde devam etmesi beklenen faiz indirim sürecinin sektöre uğramasından sınırlı negatif etkileneceğini düşünüyoruz. Yıl içerisinde 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 31 Mart 2026 kapanış fiyatına göre %97 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	87,99
Piyasa Değeri (Mn TL)	187.774	Son 12 Ay En Yüksek	113,18
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.230	Son 12 Ay En Düşük	70,57
Firma Değeri (Mn TL)	429.526	Beta	1,22
Firma Değeri (Mn \$)	9.872	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	69,5
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,8%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)			
	2023*	2024*	2025
Satış Gelirleri	258.921	255.361	246.236
Finans Sektörü Hasılatı	744.125	931.812	926.385
Toplam Gelirler	1.003.047	1.187.173	1.172.620
Büyüme		18,4%	-1,2%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	29.155	-20.255	3.793
Pay Başına Kar	13,88	-9,64	1,81
Temettü Verimi	4,5%	2,7%	1,6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,10	0,33	0,67
Ort. Özsermaye Karlılığı	7,0%	-5,1%	1,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,7%	-0,5%	0,1%
Değerleme Çarpanları			
	2023*	2024*	2025
F/K	8,0	0,0	46,6
FD/Satışlar	0,2	0,3	0,4
F/DD	0,6	0,7	0,5
Getiri			
	1A	3A	YBB
TL Getiri (%)	-11,3	6,1	6,1
\$ Getiri (%)	-12,5	2,5	2,5
BIST-100 Relatif (%)	-4,9	-6,6	-6,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

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

Getiri Potansiyeli: %32,2

Turkcell, 4Ç25'te yıllık bazda %63,4 artışla 3.594mn TL net kar açıklamıştır (4Ç24: 2.199 mn TL). Açıklanan net kar, bizim 2.864mn TL seviyesindeki tahminimizin üzerinde gerçekleşirken, piyasanın 3.752mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin hafif altında kalmıştır. Net kardaki artışta, etkin operasyonel maliyet yönetimi sayesinde faaliyet karlığında kaydedilen iyileşme belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, net diğer gelirlerde gözlenen artış ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirler de dönem karını destekleyen önemli unsurlar olmuştur.

Turkcell, 4Ç25'te yıllık bazda %6,9 artışla 62.820 mn TL net satış geliri elde etmiştir. Açıklanan net satış gelirleri, bizim 62.698mn TL seviyesindeki beklentimize paralel gerçekleşirken, piyasanın 62.110mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşmiştir. Gelir artışı, segment bazlı fiyat düzenlemeleri ve aboneleri üst paketlere taşıma aksiyonları sayesinde kaydedilen güçlü ARPU büyümesi ve tarihin en yüksek faturalı net abone kazanımlarından birinin gerçekleştirilmesiyle sağlandı. Mobil ve sabit segmentlerde çift haneli ARPU büyümesi ve faturalı abone bazında kayda değer artış görüldü. Şirket 4Ç25'te 2,4 milyon ile son 26 yılın en yüksek faturalı mobil abone kazanımı ve %81'e ulaşan faturalı abone oranına ulaştı. 4Ç25'te 119 bin Turkcell Fiber ve al-sat operasyonları dahil toplam 190 bin net fiber abone kazanımı gerçekleşti. Rekabetin neden olduğu kısıtlara rağmen güçlü ARPU artışı; 2025 yılında %10,6 mobil ARPU (M2M hariç) ve %15,4 bireysel fiber ARPU büyümesi, 4Ç25'te ise %5,4 mobil ARPU ve %10,3 bireysel fiber ARPU büyümesi gerçekleşti.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 4Ç25'te, güçlü gelir artışının desteğiyle yıllık bazda %10,8 artarak 25.792mn TL seviyesinde gerçekleşti. Açıklanan FAVÖK, bizim 24.776mn TL seviyesindeki tahminimizin ve piyasanın 24.496mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin üzerinde geldi. FAVÖK marjı ise 4Ç25'te %43,3 (4Ç24: %41,7) seviyesinde gerçekleşti.

Şirket'in net borç pozisyonu azaldı. 2025/09 sonunda 20,7 milyar TL seviyesinde bulunan şirketin net borç pozisyonu YS25'te 14,9 milyar TL'ye geriledi. Net Borç/FAVÖK çarpanı ise 2025 itibarıyla 0,14x seviyesine geriledi.

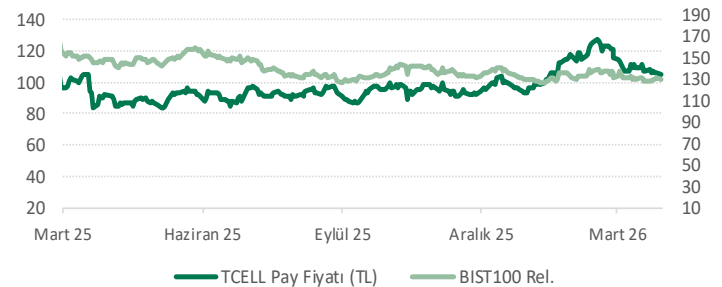
2025 yılı performansı: Şirket, 2025 yılında UFRYK 12 hariç bazda satış gelirlerini yıllık bazda %10,1 artırarak 229,0 milyar TL seviyesine yükseltti. Böylece net satış geliri büyümesi %10 seviyesindeki şirket beklentisine paralel gerçekleşti. Satış gelirlerindeki artışta segment bazlı fiyat düzenlemeleri ve aboneleri üst paketlere taşıma aksiyonları sayesinde kaydedilen güçlü ARPU büyümesi ve tarihin en yüksek faturalı net abone kazanımlarından birinin gerçekleştirilmesi etkili oldu. FAVÖK marjı %45,8 ile şirketin %42-43 seviyesindeki beklenti aralığının üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir.

2026 Beklentileri: Turkcell, 2026 yılında %5-7 aralığında gelir büyümesi, %40-42 aralığında FAVÖK marjı beklerken, operasyonel harcamaların gelire oranının 25% olmasını hedefliyor. Ayrıca Veri Merkezi-Bulut iş kolunda %18-20 gelir büyümesi bekleniyor. Beklentiler 2026 yılı enflasyonunun %23 seviyesinde gerçekleşeceği varsayımına dayanmaktadır.

Temettü: Şirket 9 Aralık 2026 tarihinde hak kullanımı olmak üzere hisse başına net 3,40 TL temettü ödeme kararı aldı (Brüt temettü: 4,00 TL). Şirket payının 31 Mart 2026 tarihli kapanış fiyatına göre brüt %3,21 temettü verimliliğine işaret etmektedir.

Beklentilerimiz doğrultusunda Turkcell (TCELL) hissesi için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 140,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımızı 31 Mart 2026 kapanışına göre %32,2 yükseliş potansiyeli taşıyan AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	105,90	
Piyasa Değeri (Mn TL)	232.980	Son 12 Ay En Yüksek	129,60	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.248	Son 12 Ay En Düşük	81,63	
Firma Değeri (Mn TL)	285.642	Beta	0,99	
Firma Değeri(Mn \$)	6.477	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	61,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	44,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	74,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025A	2026T
Satış Gelirleri	203.054	216.983	229.014	320.250
Büyüme		6,9%	5,5%	39,8%
FAVÖK	92.795	96.553	104.867	130.380
FAVÖK Marjı	45,7%	44,5%	45,8%	40,7%
Net Kar (Mn TL)	24.758	32.131	17.604	24.300
Pay Başına Kar	11,25	14,61	8,00	11,05
Temettü Verimi	1,65%	2,77%	2,92%	3,21%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,54	0,40	0,25	0,20
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,15	0,10	0,08
Ort. Özsermaye Karlılığı		12,9%	7,0%	7,7%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,7%	3,7%	4,2%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025A	2026T
F/K	9,8	8,7	11,6	9,6
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,2
FD/Satışlar	0,8	1,1	1,1	0,9
F/DD	1,0	1,1	0,8	0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-8,5	13,7	13,7	15,0
\$ Getiri (%)	-9,7	9,8	9,8	-1,7
BIST-100 Relatif (%):	-1,9	0,1	0,1	-13,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Tüpraş (AL, Hedef Fiyat: 355,76 TL)

Getiri Potansiyeli: %37,8

Jeopolitik gelişmelerin rafineri marjlarını desteklemesiyle güçlü operasyonel görünüm korunurken, oynaklık artıyor...

Küresel tarafta artan jeopolitik gerilimler ve arz yönlü riskler petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketi desteklerken, yıl başından bu yana Brent petrol fiyatlarında gözlenen güçlü yükseliş ve son dönemde artan volatilité rafineri ürün fiyatlarına da yansımaktadır. Bu görünüm, özellikle dizel ve jet yakıtı gibi orta distilat ürün marjlarını desteklerken, Tüpraş'ın ürün karmaşı dikkate alındığında net rafineri marjı (NRM) üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

Şirketin yayımladığı Nisan ayı yatırımcı sunumuna göre, dizel ve özellikle jet yakıtı marjlarında tarihi ortalamaların belirgin şekilde üzerinde seyretmektedir. Orta distilat ürünlerde gözlenen bu güçlü seyr, Tüpraş'ın ürün miks avantajı sayesinde operasyonel kârlılığı desteklemeye devam etmektedir. Bu çerçevede, mevcut konjonktürde rafineri kârlılığı açısından ürün marj kompozisyonunun ham petrol fiyat seviyesinden daha belirleyici olduğunu değerlendiriyoruz.

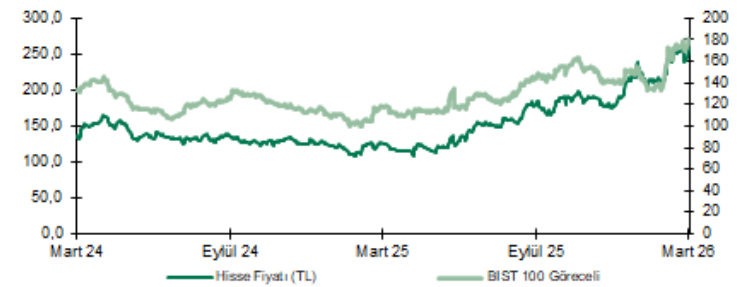
Şirket, 4Ç25 döneminde 6,75 milyar TL net kâr ile hem beklentimizin hem de piyasa medyan tahminlerinin üzerinde bir performans sergilemiştir. Aynı dönemde 14,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşen FAVÖK, operasyonel kârlılığın korunduğuna işaret ederken, çeyrek bazda marjlarda görülen sınırlı normalleşme 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 desteklemektedir. Açıklanan toplam 33 milyar TL temettü planı, mevcut piyasa değeri üzerinden yaklaşık %6,6 temettü verimine işaret etmektedir. Söz konusu temettünün 20 milyar TL tutarındaki ilk taksiti 16 Mart 2026 tarihinde ödenmiş olup, kalan 13 milyar TL tutarındaki ikinci taksitin ise 30 Eylül 2026 tarihinde ödenmesi planlanmaktadır.

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. Orta distilat ürün marjlarında gözlenen güçlü seyr dikkate alındığında, NRM tarafında yukarı yönlü risklerin devam ettiğini düşünmekle birlikte, petrol fiyatlarında artan oynaklık ve son dönemde gözlenen geri çekilme eğiliminin rafineri marjları üzerinde kısa vadede dalgalanmalara neden olabileceğini göz ardı etmiyoruz. Bu kapsamda, şirketin uyguladığı ürün marjı ve stok hedge politikalarının artan emtia fiyat oynaklığına karşı kârlılığı destekleyici bir unsur olduğunu değerlendiriyoruz.

Beklentilerimiz doğrultusunda, Tüpraş için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 283,79 TL'den 355,76 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor ve "AL" önerimizi sürdürüyoruz. Mevcut fiyat seviyelerine göre hedef fiyatımız %38 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Güçlü nakit üretimi, yüksek temettü ödeme kapasitesi ve jeopolitik gelişmelere karşı sunduğu koruma özelliği nedeniyle hisseyi model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

Kod	TUPRS.TI / TUPRS.IS	Kapanış	258,3	
Piyasa Değeri (mn TL)	497.595	Son 12 Ay En Yüksek	248,4	
Piyasa Değeri (mn \$)	11.208	Son 12 Ay En Düşük	112,8	
Firma Değeri (mn TL)	440.607	Beta	1,1	
Firma Değeri (mn \$)	9.878	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	87,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	48,9	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	34,5%	
Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2023*	2024*	2025	2026T
Satış Gelirleri	991.203	1.060.730	830.356	992.820
Büyüme	141,1%	7,0%	-21,7%	19,6%
FAVÖK	138.950	66.368	62.073	112.538
FAVÖK Marjı	14,0%	6,3%	7,5%	11,3%
Net Kar	77.354	23.973	29.523	99.954
Pay Başına Kar	40,15	12,44	15,32	51,88
Temettü Verimi	15,6%	10,7%	6,6%	16,2%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,65	-1,08	-0,92	-0,32
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,31	-0,19	-0,16	-0,08
Ortalama Özsermaye Karlılığı	33,1%	7,3%	8,0%	25,4%
Ortalama Aktif Karlılığı	17,6%	4,3%	5,0%	15,7%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024*	2025	2026T
F/K	3,6	11,4	12,0	5,0
FD/FAVÖK	1,3	3,0	4,8	3,9
FD/Satışlar	0,2	0,2	0,4	0,4
F/DD	1,7	1,3	1,4	1,2
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.

Yapı Kredi Bankası (AL, Hedef: 58,30 TL)

Getiri Potansiyeli: %76,6

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.

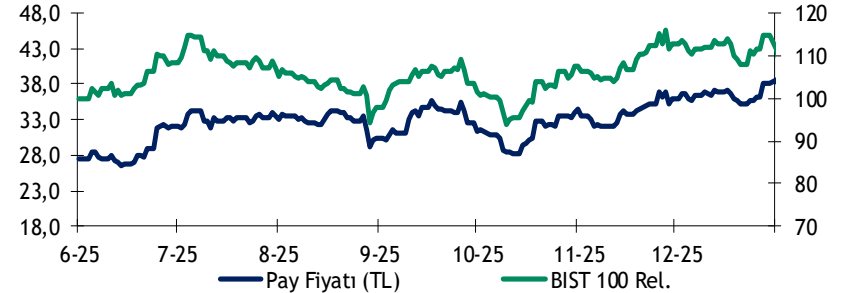
Yapı Kredi Bankası için 2026 yılında %122 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 58,30 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Mart 2026 kapanışına göre %76,6 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	278.922	Beta (12A)	1,40
Piyasa Değeri (USD mn)	6.284	Ort. Günlük Hacim	6.577
Kapanış	33,02	Yabancı Payı	31,9%
12 Ay Yüksek	44,50	Halka Açıklık (%)	39,0%
12 Ay Düşük	21,92	Ağırlık	2,80%

(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	5,9	2,7
F/DD	0,9	1,3	1,1	0,8



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	-23,7	-8,8	-2,7	37,4
US\$ Getiri (%)	-24,7	-12,0	-9,0	17,4
BİST 100 Relatif Getiri (%)	-18,2	-19,7	-16,2	3,7

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 1 Nisan 2026								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	66,0	108,10	343.200	562.120	63,8%	6,00	1,11
GARAN	AL	126,5	225,90	531.300	948.780	78,6%	4,80	1,20
HALKB	TUT	35,1	53,90	252.329	387.260	53,5%	9,30	1,16
ISCTR	AL	12,6	29,61	329.250	740.249	134,4%	4,88	0,77
TSKB	AL	11,1	20,06	31.108	56.168	80,6%	2,73	0,68
VAKBN	AL	30,0	55,04	297.478	545.772	83,5%	4,25	0,92
YKBNK	AL	33,0	58,30	278.922	492.463	76,6%	5,92	1,09
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AGHOL	AL	27,42	46,74	66.777	113.823	70,5%	26,65	0,59
KCHOL	AL	194,80	318,51	493.993	807.702	63,5%	22,45	0,73
SAHOL	AL	87,99	173,19	187.774	363.759	96,8%	49,50	0,52
TAVHL	AL	307,75	440,00	111.800	159.845	43,0%	39,70	1,40
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	199,20	243,80	38.136	46.675	22,4%	52,51	1,52
AKSEN	AL	77,10	85,00	94.551	104.244	10,3%	25,89	1,59
ARCLK	AL	108,60	149,50	73.384	101.021	37,7%	-	1,04
ASELS	AL	320,25	395,00	1.460.340	1.801.210	23,3%	48,76	5,83
BIMAS	AL	683,00	870,00	409.800	521.997	27,4%	21,99	2,47
CCOLA	AL	70,45	90,70	197.125	253.780	28,7%	14,01	2,60
CIMSA	AL	47,96	70,55	46.050	66.712	47,1%	14,84	1,39
DOAS	AL	192,90	302,90	42.438	66.639	57,0%	13,51	0,63
EREGL	TUT	28,22	32,47	197.540	227.320	15,1%	385,97	0,69
FROTO	AL	101,10	149,30	354.770	523.900	47,7%	10,44	2,27
KRDMD	TUT	30,90	30,90	24.109	24.109	0,0%	-	0,42
MGROS	AL	602,50	885,00	109.085	160.234	46,9%	16,87	1,38
PETKM	TUT	21,22	18,91	53.780	47.935	-10,9%	-	0,84
PGSUS	AL	175,50	345,30	87.750	172.649	96,8%	6,38	0,75
SELEC	TUT	80,50	110,10	49.991	68.372	36,8%	-	1,67
SISE	AL	43,98	65,00	134.720	199.110	47,8%	13,64	0,56
TCELL	AL	105,90	140,00	232.980	308.000	32,2%	13,23	0,90
THYAO	AL	294,25	445,00	406.065	614.102	51,2%	3,44	0,45
TOASO	AL	273,75	402,00	136.875	201.000	46,8%	16,38	2,28
TTKOM	AL	58,05	80,00	203.175	280.000	37,8%	8,84	0,96
TUPRS	AL	258,25	355,76	497.595	685.470	37,8%	16,85	1,37
ULKER	AL	117,80	159,80	43.501	59.010	35,7%	8,92	1,00
VESBE	TUT	6,96	11,50	11.136	18.400	65,2%	-	0,30
ZOREN	TUT	2,78	4,30	13.900	21.500	54,7%	-	0,24

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.

Şeker Yatırım

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