

# Aylık Strateji

Haziran 2026

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

# Jeopolitik riskler ve merkez bankalarının yönlendirmeleri mayıs ayında piyasalara yön vermiştir...

Öneri: AL

Mayıs ayında Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel piyasaların ana gündem maddesi olmayı sürdürmüştür. ABD-İran hattında devam eden gerilim ve müzakere sürecine ilişkin haber akışı, Hürmüz Boğazı üzerinden küresel enerji arzında aksama yaşanabileceğine yönelik endişelerin piyasa gündeminde kalmasına neden olurken, petrol fiyatlarında yüksek oynaklık izlenmiştir. Ayın ilk yarısında enerji arzına ilişkin endişeler ve çatışma riskinin yeniden artabileceğine yönelik kaygılar petrol fiyatlarını 110 dolar seviyesinin üzerine taşıırken, ayın son bölümünde taraflar arasında diplomatik temasların hız kazandığına yönelik açıklamalar petrol fiyatlarında geri çekilmeyi beraberinde getirmiştir. Buna karşın, bölgede kalıcı normalleşmeye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi, enerji fiyatları üzerinden küresel enflasyon görünümüne yönelik risklerin canlı kalmasına neden olmuştur.

Küresel para politikası tarafında ise jeopolitik gelişmelerin enerji fiyatları kanalıyla enflasyon görünümünü bozması, büyük merkez bankalarının temkinli duruşlarını korumalarına neden olmuştur. ABD’de açıklanan enflasyon verilerinin görece yüksek seyretmesi, Fed’e yönelik faiz indirim beklentilerinin ötelenmesine yol açarken Fed yetkililerinin açıklamalarında enflasyonda kalıcı bir düşüş görülmeden politikası duruşunda erken gevsemeye gidilmeyeceğine yönelik mesajlar öne çıkmıştır. Ayrıca, Fed Başkanı Powell’ın görev süresinin sona ermesinin ardından görevi devralan Warsh’ın para politikası yaklaşımına ilişkin beklentiler de küresel piyasalarda yakından takip edilen başlıklardan biri olmuştur.

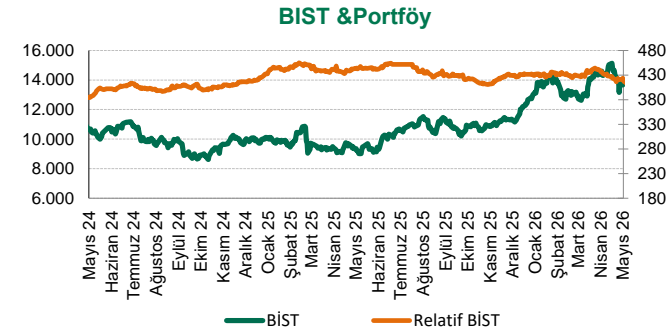
Avrupa tarafında enerji fiyatlarındaki yükselişin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri ve büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskler öne çıkmıştır. Euro Bölgesi’nde açıklanan veriler ekonomik aktivitede kırılgan görünümün sürdürülmesine işaret ederken, sanayi üretimi ve dış ticaret verileri zayıf talep koşullarını desteklemiştir. ECB yetkililerinin açıklamalarında enflasyon görünümüne yönelik risklerin sürdüğü vurgulanırken, piyasalarda Haziran toplantısında faiz artırım ihtimalinin belirgin şekilde güçlendiği görülmüştür. Asya tarafında ise Çin’de büyümeyi destekleyici politika adımları ve teşvik beklentileri gündemde kalmaya devam ederken, Japonya tarafında BoJ’un haziran ayında politika faizini yükseltebileceği beklentisi öne çıkmıştır. Bu çerçevede gelişmiş ekonomiler genelinde büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü, enflasyon görünümüne ilişkin yukarı yönlü riskler öne çıkarken, enerji fiyatlarındaki oynaklık, zayıflayan talep koşulları ve merkez bankalarının para politikası patikasına ilişkin soru işaretlerinin armasına kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceği vurgulanmıştır.

Yurt içinde ise mayıs ayında TCMB’nin Enflasyon Raporu’nda yaptığı güncellemeler, enflasyon görünümü ve iç siyasi gelişmeler piyasaların odağında yer almıştır. Nisan ayında TÜFE, piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşerek aylık bazda %4,18, yıllık bazda ise %32,37 artış kaydetmiştir. TCMB, 14 Mayıs tarihinde yayımladığı yılın ikinci Enflasyon Raporu’nda 2026 yıl sonu enflasyon tahminini %26 olarak açıklarken, ara hedefini ise %16 seviyesinden %24 seviyesine yukarı yönlü revize etmiştir. Raporda enerji fiyatlarında yaşanan yükseliş, küresel jeopolitik gelişmeler ve finansal koşullardaki görünümün dezenflasyon süreci üzerindeki riskleri artırdığına dikkat çekilirken, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında kalıcı iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceği vurgulanmıştır.

Öte yandan, 21 Mayıs tarihinde CHP’nin 38. Olağan Kurultayı’na ilişkin davada Ankara Bölge Adliye Mahkemesi tarafından verilen “mutlak butlan” kararı, mayıs ayının son döneminde yurt içi piyasaların yakından takip ettiği başlıklardan biri olmuştur. Kararın ardından kurultay sürecine yönelik haber akışı TL varlıklarda fiyat oynaklığının artmasına neden olmuştur. İç gündeme ilişkin gelişmelerin yanı sıra küresel risk iştahındaki seyr, rezerv görünümü ve yabancı yatırımcı davranışı da piyasa fiyatlamaları üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	13.663	-5,40%	21,3%
BIST - 100, USD	299	-6,8%	13,9%
MSCI Turkey	326.067	-8,4%	14,4%
MSCI EMEA	268	1,0%	3,4%
MSCI EM	1.752	9,5%	24,8%
Gösterge Tahvil	43,74%	252bps	652bps
USD/TL	45,6312	1,47%	6,50%
EUR/TL	53,1224	1,05%	5,64%
F/K			
Bankacılık	5,1		
Sanayi	82,1		
Demir&Çelik	121,0		
GYO	12,2		
Telekom	9,7		
2026T F/K	14,5		

\*Kapanış 26 Mayıs 2026



## TCMB'nin haziran ayı toplantısında sıkı duruşunu sürdürmesi beklenmektedir...

Haziran ayında küresel piyasaların odağında Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler, enerji fiyatlarının seyri ve büyük merkez bankalarının para politikası adımları yer alacaktır. ABD'de açıklanacak enflasyon, istihdam ve büyüme verileri ile 16-17 Haziran tarihlerindeki Fed toplantısı küresel risk iştahı açısından belirleyici olurken, Fed'in yeni yönetim dönemindeki iletişim dili ve politika yaklaşımı piyasalar tarafından yakından takip edilecektir. Avrupa tarafında 11 Haziran'daki ECB toplantısı, enflasyon ve büyüme görünümüne ilişkin veriler öne çıkarken, Çin'de ekonomik aktiviteye ilişkin göstergeler ve olası teşvik adımları izlenecektir.

Yurt içinde ise 5 Haziran tarihinde açıklanacak enflasyon verisi ve 11 Haziran tarihinde gerçekleştirilecek TCMB Para Politikası Kurulu toplantısı piyasaların ana gündem maddeleri arasında yer alacaktır. Enflasyonun ana eğilimi, enerji fiyatlarının etkisi, iç talep görünümü ve rezerv dinamikleri para politikası beklentileri açısından belirleyici olmayı sürdürürken, iç siyasi gelişmelere ilişkin haber akışı ve küresel risk iştahındaki seyir TL varlıkların performansı üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

TCMB'nin mart ayında faiz indirimlerine ara vermesinin ardından, nisan ayında da beklentilere paralel olarak faiz oranlarında değişikliğe gitmemesi, faiz indirimi beklentilerinin haziran ayı ve sonrasındaki toplantılara ötelenmesine neden olmuştur. Beklenti üzeri gelen nisan ayı enflasyonu, mayıs ayında yaşanan iç siyasi gelişmeler ve devam eden jeopolitik riskler göz önüne alındığında TCMB'nin haziran toplantısında da sıkı duruşunu sürdürmesi beklenmektedir.

Küresel hisse senedi piyasalarında mayıs ayı başında alıcılı bir görünüm öne çıkarken, BIST-100 Endeksi de 11 Mayıs tarihinde 15.204,92 puan seviyesini görerek TL bazında rekor tazelemiştir. Ancak, jeopolitik risklerin yanında artan iç siyasi haber akışlarının etkisiyle hızlanan satışlar sonucunda 22 Mayıs tarihinde 12.966,26 seviyesine kadar geri çekilen BIST 100 Endeksi, mayıs ayını %5,40 düşükle 13.662,75 puandan tamamlamıştır. Ay genelinde sektörel ayrışmalar öne çıkmış, Sınai Endeksi %0,67 gerilerken Banka Endeksi %8,56 düşüşle negatif ayrışmıştır.

Dezenflasyon sürecinde jeopolitik riskler ve enerji fiyatlarındaki yükseliş kaynaklı bozulmalar öne çıksa da, sıkı para politikası duruşunun korunması ve ilerleyen dönemde faiz indirim sürecinin yeniden başlayabileceğine yönelik beklentiler çerçevesinde, yabancı yatırımcı ilgisinin seyrine de bağlı olarak BIST 100 Endeksi'nin haziran ayında dalgalı bir görünüm sergilemesini bekliyoruz. Bununla birlikte Ortadoğu'da ateşkesin kalıcı dönüşme ihtimali, Hürmüz Boğazı'nın açılması konusunda bir anlaşma zemini bulunması ve petrol fiyatlarında gerileme yaşanması durumunda ise orta ve uzun vadeli görünüm açısından kademeli alım yönündeki görüşümüzü koruyoruz.

Bu beklentilerin ışığında; BIST-100 Endeksi için 12 aylık 16.500 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %21 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2026T 8.39x ve 0.97x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksinde göre 36% ve 57% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.

### Piyasa Riskleri

- Başta Orta Doğu olmak üzere kriz bölgelerindeki çatışmaların bölgesel yayılım riskinin artması,
- Jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerinden küresel enflasyonu olumsuz etkilemesi,
- ABD'nin agresif dış politika hamlelerinin küresel ticaret gerilimlerini yeniden artırması,
- TCMB'nin enflasyondaki beklentilerinde bozulma nedeniyle sıkı duruşunu artırma riski.

### Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	64,00	108,10	68,9%	-12,6%	-7,6%
ASELS.TI	380,25	495,00	30,2%	-9,5%	-4,4%
CIMSA.TI	50,65	70,55	39,3%	-12,1%	-7,0%
FROTO.TI	84,15	149,30	77,4%	-14,1%	-9,2%
MGROS.TI	659,00	910,00	38,1%	3,4%	9,3%
SAHOL.TI	92,00	173,19	88,2%	-3,8%	1,7%
TCELL.TI	101,00	150,00	48,5%	-9,9%	-4,8%
TUPRS.TI	236,20	355,76	50,6%	-12,8%	-7,9%
YKBNK.TI	33,16	58,30	75,8%	-10,5%	-5,4%
Aylık Getiri				-9,1%	-3,9%

\*Kapanış 26 Mayıs 2026

### Eklene

-

### Çıkan

-

### Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

FROTO

MGROS

SAHOL

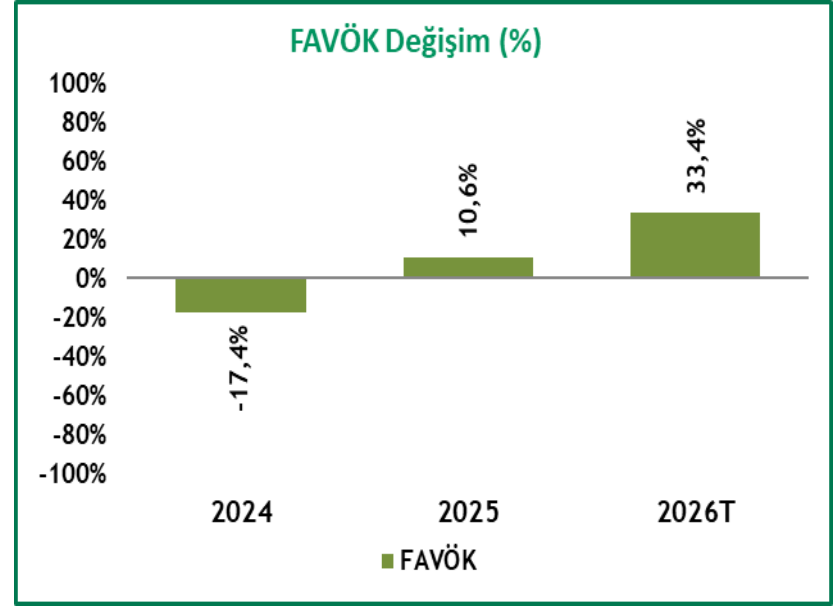
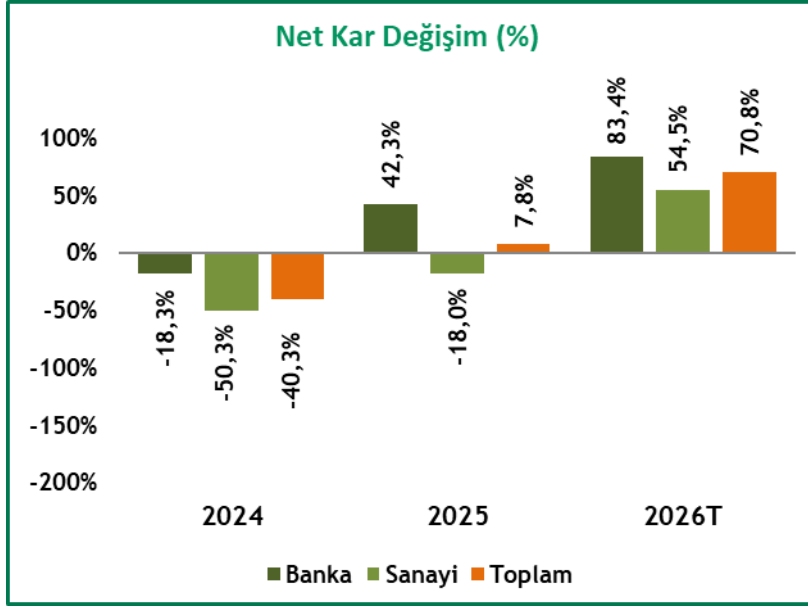
TCELL

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 8.39x ve 0.97x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 36% ve 57% iskontolu işlem görmektedir.

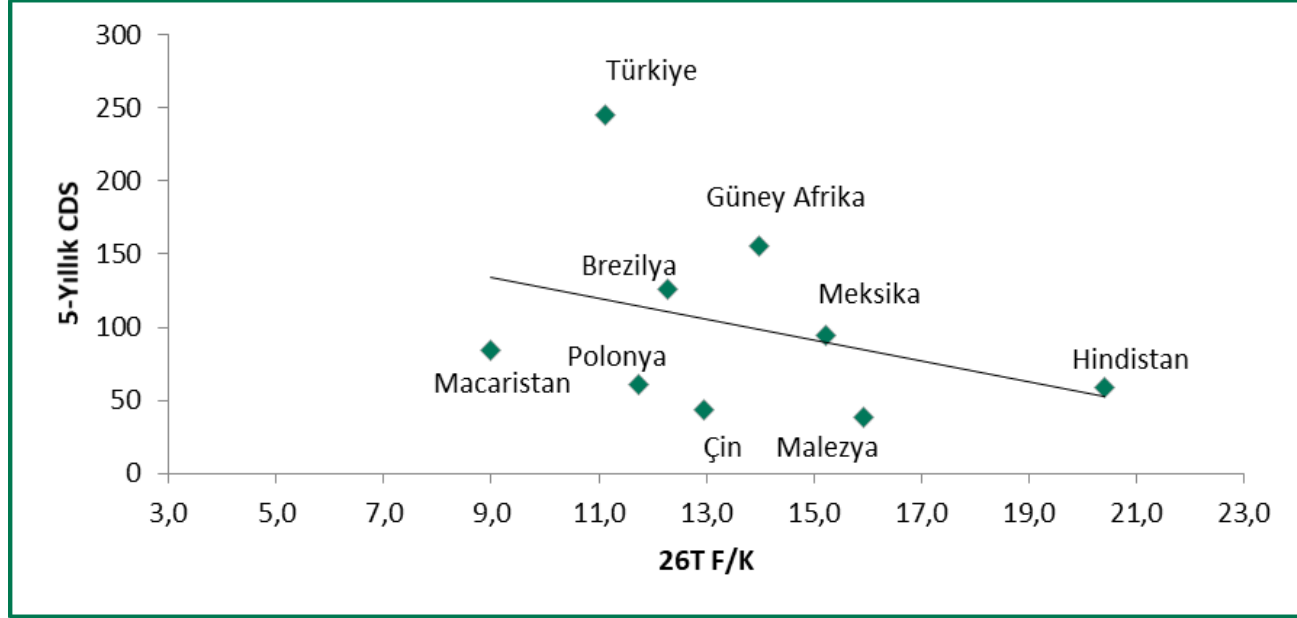
## Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %31'lik yükseliş göstermiş; MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %15,5 altında, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %8 üzerinde performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Türkiye</b>	-8,4%	-6,7%	31,0%	14,4%
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	9,5%	8,8%	51,4%	24,8%
<b>MSCI EMEA</b>	1,0%	-6,4%	20,6%	3,4%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	4,9%	7,1%	41,4%	16,5%
<b>MSCI Dünya</b>	4,4%	6,8%	25,9%	9,8%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	19,6%	16,6%	15,5%	9,1%
<b>MSCI EMEA</b>	10,3%	0,3%	-8,0%	-9,6%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	14,5%	14,7%	7,9%	1,9%
<b>MSCI Dünya</b>	14,0%	14,4%	-3,9%	-4,0%

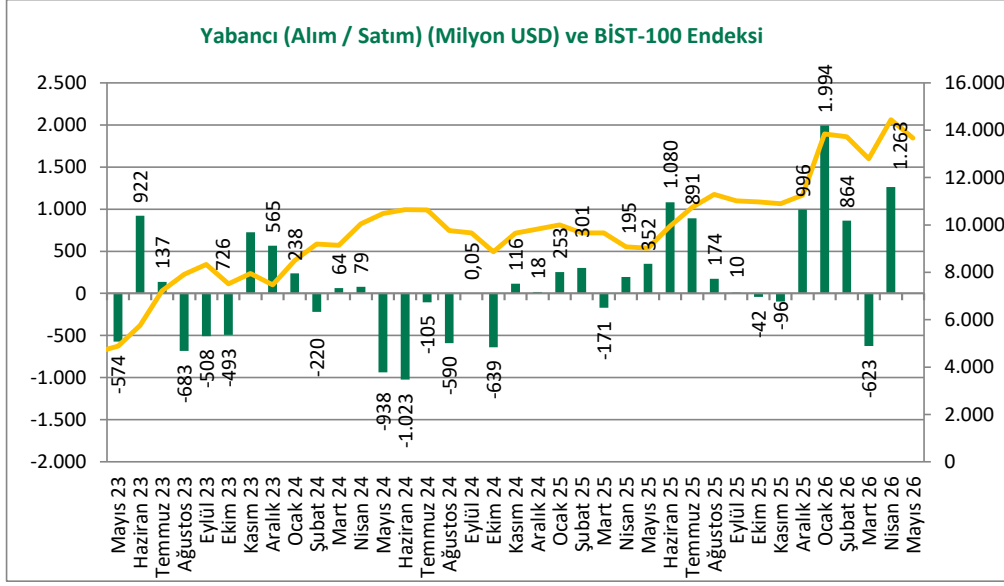
29 Mayıs 2026 itibariyle

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

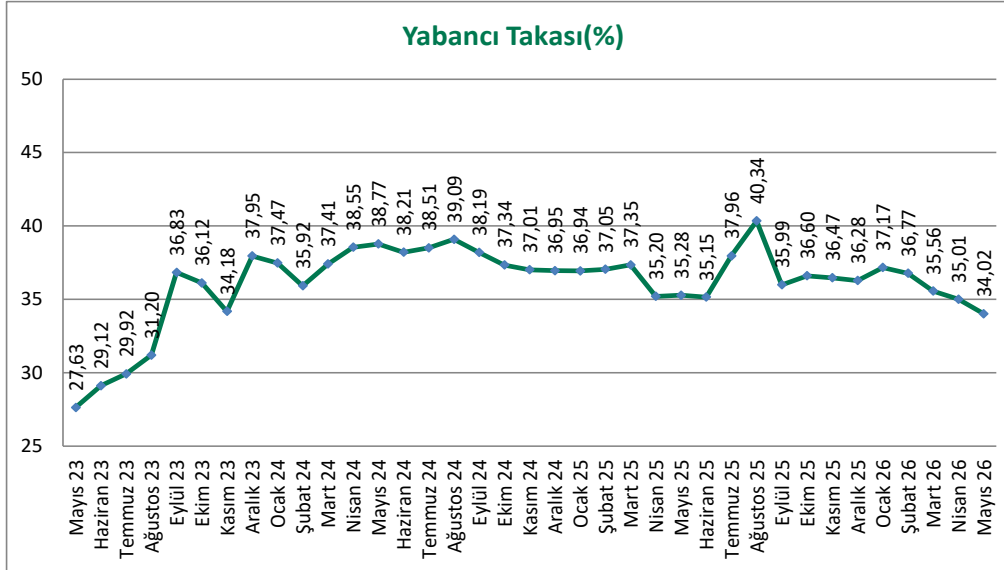


29 Mayıs 2026 itibariyle

# Yabancı payı...

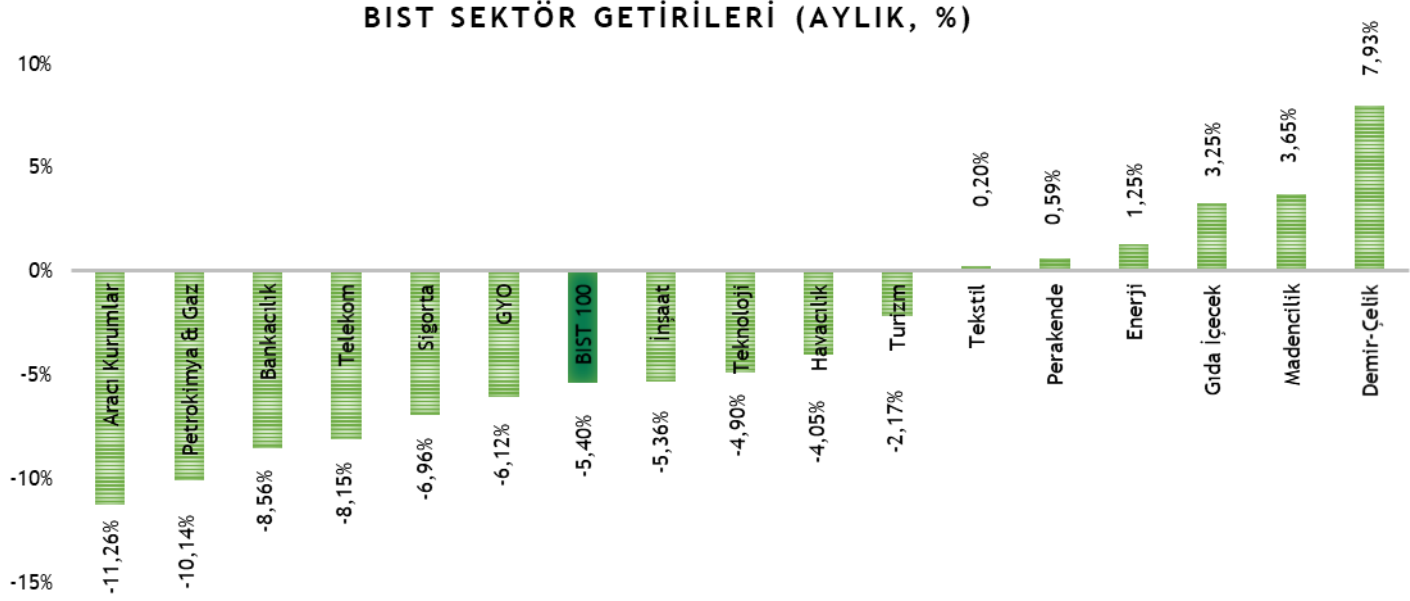


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Nisan ayında toplamda 1.263 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Mayıs ayında %34,02 seviyesine geriledi.

## Sektör Getirileri...



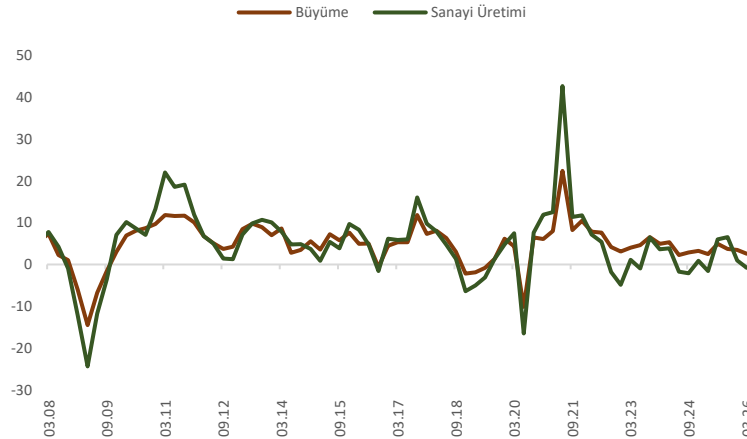
- Borsa İstanbul'da Mayıs ayı itibariyle en çok getiri sağlayan sektör yıllık %7,93 yükselişle demir-çelik sektörü olmuştur.

# Makroekonomik Görünüm

## Büyüme/2026 – 1.Çeyrek

Türkiye ekonomisi yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,5 büyüme kaydetti. (Piyasa Beklentisi %2,7 ve Şeker Yatırım beklentisi %2,6). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %0,1 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2026 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %2,6 arttı. Üretim yöntemiyle Gayrisafi Yurt İçi Hasıla tahmini, 2026 yılının birinci çeyreğinde cari fiyatlarla bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %35,7 artarak 16 trilyon 999 milyar 977 milyon TL oldu. GSYH'nin birinci çeyrek değeri cari fiyatlarla ABD doları bazında 389 milyar 598 milyon olarak gerçekleşti. İşgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yılın birinci çeyreğinde %42,7 iken, bu oran 2026 yılı birinci çeyreğinde de %42,7 oldu. Net işletme artığı/karma gelirin payı ise geçen yılın birinci çeyreğinde %36,3 iken, 2026 yılı birinci çeyreğinde %35,8 oldu. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2026 yılı birinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; bilgi ve iletişim faaliyetleri toplam katma değeri %9,5, diğer hizmet faaliyetleri %5,2, tarım sektörü %4,6, ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmetleri %3,7, finans ve sigorta faaliyetleri %3,5, inşaat sektörü %3,2, gayrimenkul faaliyetleri %3,0, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %2,0, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %1,9 ve kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %1,8 arttı. Sanayi sektörü ise %0,8 azaldı. Yerleşik hane halklarının nihai tüketim harcamaları 2026 yılının birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak %4,8 arttı. Devletin nihai tüketim harcamaları %2,1, gayrisafi sabit sermaye oluşumu ise %3,0 arttı. Mal ve hizmet ihracatı, 2026 yılının birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak %12,7, ithalatı ise %2,0 azaldı. Hizmetlerdeki büyüme dinamiği devam ederken, tarım toparlanıyor fakat sanayi üretimindeki görünüm belirgin şekilde negatif. Ekonomik aktivitedeki yavaşlama, üretim yanlı ekonomik göstergelerde dezenflasyon sürecine katkı sağlayacaktır. Mevcut sıkı duruş, jeopolitik gelişmeler eşliğinde 2026 büyüme tahminimizi %3,4 seviyesine çekiyoruz.

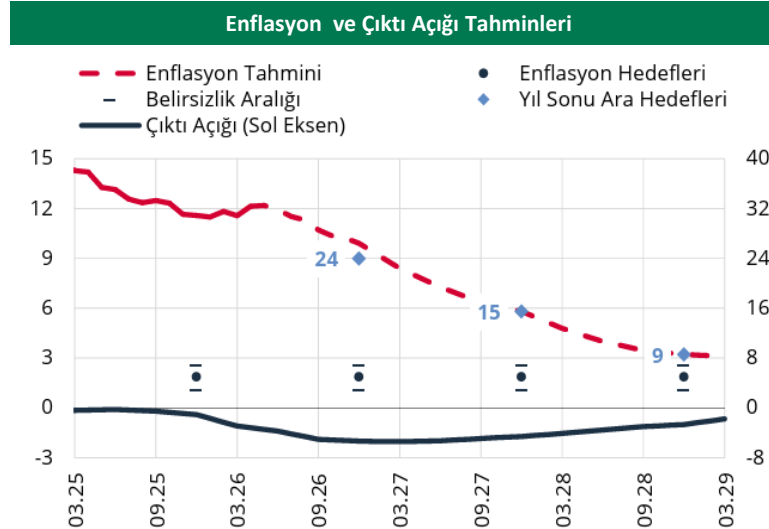
Büyüme ve Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)



# Makroekonomik Görünüm

## Enflasyon Raporu – 2026/II

Merkez Bankası 2026 yılı ikinci enflasyon raporunda; ara hedefler, orta vadeli tahminler, yerel ve küresel ekonomilerdeki görünüm ile reel sektör ve finansal piyasalardaki gelişmelere ilişkin detayları paylaşmıştır. Önceki rapor döneminde enflasyon ara hedefi %16 seviyesinde korunmuş fakat tahmin aralığı yukarı yönlü güncellenmişti. Mevcut rapor döneminde ise 2026 yıl sonu için tahmin aralığı paylaşılmamış ve ara hedef 8 puanlık artışla %24 seviyesine güncellenmiştir. Ek olarak yıl sonu enflasyon tahmini de %26 seviyesine yükseltilmiştir. Ara hedefle tahmin farklılaşmasını belirsizlik boyutunun yüksek olması şeklinde değerlendirebiliriz. Belirgin şekilde yukarı yönlü güncellemelerin ardında temel varsayımlarda yapılan bazı değişiklikler var. Bunların başında küresel büyüme görünümüne ilişkin riskler ve dış talep gelmektedir. İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi %2,3'ten %1,7'ye düşürülmüştür. Dış talebin ihracata yapacağı katkının daha sınırlı kalacağı bir varsayım görüyoruz. Enflasyon tahmini ve ara hedefe en belirgin güncellemeyi getiren kalem petrol fiyatı öngörülerinde gerçekleşti. 2026 için ortalama petrol fiyatı varsayımı 60,9 varil/USD seviyesinden 89,4 varil/USD seviyesine yükselmiştir. Bu petrol fiyatlarında varil başına yaklaşık 30 USD bir güncelleme anlamına geliyor. Hem cari denge hem de enflasyon açısından kayda değer etkileri olacaktır. USD cinsinden yıllık ortalama % değişim şeklinde hesaplanan ithal fiyatlar %2 seviyesinden %6,3 düzeyine yükseltilmiştir. Döviz kurundan yurtiçi fiyatlara geçişgenlik etkisinin anlamlı derecede yükseldiğini görüyoruz. Son olarak tarım emtiaları ve gübre fiyatları ile petrol fiyatlarının ortak etkisini yansıtan gıda enflasyonu varsayımı %19'dan %26,3'e güncellenmiştir. Tahmin güncellemeleri ve kaynakları birlikte değerlendirildiğinde TCMB'nin piyasa tahminlerine yaklaştığını görüyoruz. Son dönem makro notlarımızda enflasyon raporunda tahminler ve ara hedeflerde yukarı yönlü güncellemeye gidilebileceğinin altını çizmiştik. Bu kapsamda politika yapıcı olarak TCMB'nin mevcut riskleri görerek tahminlerini ve ara hedeflerini güncellemesi ve para politikasını bu yönde ayarlaması yerinde olmuştur. Ayrıca piyasa fonlmasının üst banttıan yapılp sıkı duruşun bir süre daha devam etmesinin zorunlu olduğunu gerekçeleriyle kamuoyuyla paylaşması da iletişim politikası açısından etkinliği arttırmıştır.

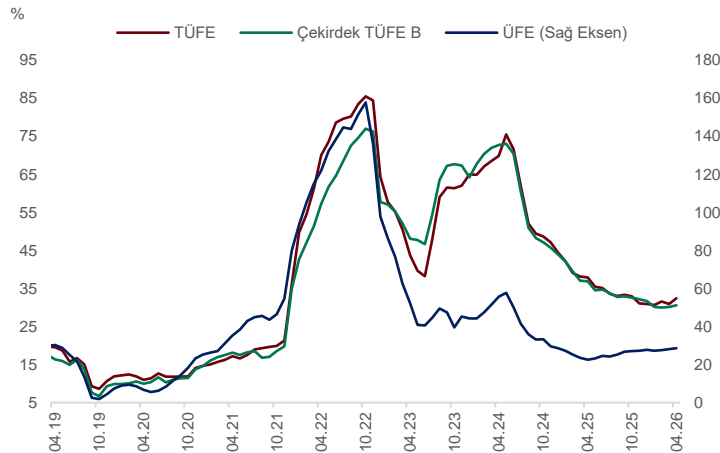


# Makroekonomik Görünüm

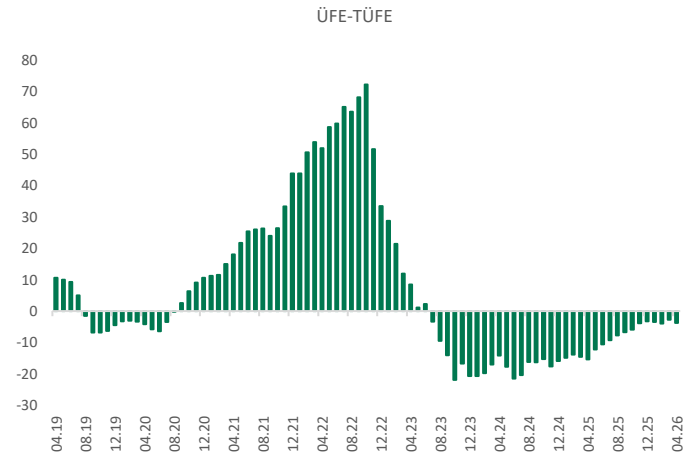
## Enflasyon – Nisan

TÜFE nisanda bir önceki aya göre %4,18 artarken yıllık enflasyon %32,37 seviyesinde gerçekleşti (önceki %30,87). Nisanda hem piyasa hem de bizim beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen aylık enflasyon jeopolitik gelişmelerin gecikmeli etkisini yansıtıyor. Önceki raporumuzda martta beklenti altında kalan enflasyon rakamlarındaki telafiyi nisan-mayıs enflasyon rakamlarında göreceğimizi belirtmiştik. Fakat gerçekleşen rakamlar bizim beklentilerimizin de üzerinde ve dezenflasyon patikasını zora sokuyor. Nisan ayındaki yayılım endeksine baktığımızda 147 alt endeks yükseliş kaydederken 19 alt endeks düşüş gösterdi. Enflasyon eğilimi kadar yayılım endeksi de yakından takip ettiğimiz bir gösterge ve hemen hemen tüm alt gruplarda artış söz konusu. Böyle bir senaryoda geçici bir etkiden ziyade enerji gibi arz yönlü şokların tüm kalemleri etkilemesi söz konusu. Alt gelir grubu için tüketim sepetinin büyük çoğunluğunu oluşturan kalemlerdeki artış manşet enflasyondan belirgin şekilde yukarı yönlü sapıyor. TÜFE endeksinde %52,46 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ile oluşturulan bu endeks şubatta yıllık %37,33 yükseldi. Enerji öncülüğünde emtia fiyatlarındaki artış Türkiye gibi net ithalatçı ekonomilerde kırılganlık yaratıyor. Hem rezerv hem de ödemeler dengesi üzerindeki riskleri arttıran bu durumun ne kadar süreceği ise para politikasının ne kadar sıkı kalacağına doğrudan etki edecek en belirgin dışsal değişken olarak öne çıkıyor. TCMB ara hedefleri belirlenirken yapılan petrol fiyatları tahminin (60\$/varil) yaklaşık %100 üzerine çıkmış durumda. Jeopolitik riskler nedeniyle fiyatlardaki spekülasyon etkisi ortadan kalksa dahi TCMB tahminlerinden belirgin şekilde yukarı sapma yaşanacağını düşünüyoruz. Yıl sonu petrol fiyatlarında 75-80\$/varil seviyelerinde dengelenme yaşanacağını öngörüyoruz. Bu varsayım altında enflasyonun %25-29 bandına yükseleceğini ve yıl sonunda %27 seviyesinde kapanış yapacağımızı tahmin ediyoruz. Bu gelişmeler para politikasında daha ihtiyatlı bir duruşu zorunlu hale getiriyor. Bu kapsamda öncü göstergeler ışığında nisanda faizlerin pas geçilmesi yerinde bir karardı. Mayıs enflasyonu ise bu şokun ne kadar ve hangi büyüklükte devam ettiğini gösterecek. Yıl sonunda %32 seviyesinde bir politika faiziyle kapanış yapacağımızı tahmin ediyoruz.

### TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



### ÜFE-TÜFE Makası

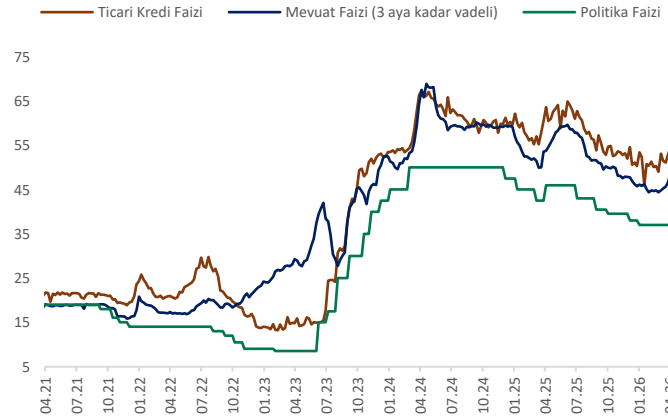


# Makroekonomik Görünüm

## Merkez Bankası Faiz Kararı - Nisan

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), nisan ayı toplantısında politika faizini piyasa beklentisine paralel %37 seviyesinde sabit tuttu. Mevcut durumda piyasa fonlamanın üst banttan yapılması zaten yeterince sıkı bir para politikası ve zımnî bir faiz artışı şeklinde değerlendiriliyor. Bu kapsamda politika faizinin bu seviyeye çıkarılıp tekrar repo üzerinden fonlama yapılmasının piyasa faizleri üzerinde anlamlı bir etki olmayacaktı. Bu nedenle esnekliğin korunması ve faizlerin sabit tutulması yerinde bir karar. Fakat enflasyon paragrafının son kısmına eklenen bölüm TCMB'nin gerektiğinde sıkılaştırma konusunda kararlı olduğunu gösteriyor. Bu nedenle faiz artışı yaparak daha fazla sıkılaştırmak yerine şahin bir tonlama ile yukarı yönlü riskleri sınırlayıcı ve beklentileri yönetici bir sözle yönlendirme tercih edildiğini düşünüyoruz. Metnin detaylarında son dönem yaşanan gelişmelere özet olarak değinilmiştir. Jeopolitik gelişmeler neticesinde enflasyon ana eğiliminin nisan ayında bir miktar yükseldiği belirtilmiştir. Ayrıca enerji fiyatlarındaki yüksek seyir enflasyona iki kanaldan etki edecektir. Maliyet kanalı neticesinde yukarı itilen enflasyon görünümü iktisadi faaliyetteki zayıflama ve büyümedeki geri çekilme ile bir miktar aşağı gelecektir. Bu net etkinin hangi yönde ve ne büyüklükte olacağını kestirmek için TCMB'nin bekle-gör politikasının yerinde olduğunu düşünüyoruz. Hem savaşın ateşkes aşamasına geçmesi ve diplomatik müzakere zeminine gelmesi hem de yurtiçindeki gelişmeler TCMB'nin faiz kararı konusunda elini güçlendirdi. Savaş sürecinde yaklaşık 50 milyar ABD doları rezerv erimesi yaşanmıştı. Faiz artış ihtimallerinin güçlenmesini getiren bu durumun ardından ateşkes ilan edilmesiyle rezervler yaklaşık 30 milyar ABD doları toparlandı. Ayrıca petrol vadelileri de yakın gelecekte savaşın sona ereceği şeklinde fiyatlamaya yapıyor. Bu nedenle TCMB'nin bu toplantıdaki faiz artışı erken görünebilirdi. Hem makro göstergelerin nispeten toparlanması hem de beklentilerin pozitif dönmeye karar alıcılara zaman kazandırdı diyebiliriz. Karar metnindeki en şahin söylem olarak gördüğümüz kısım ise "Kurul enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu vurgulamıştır" ifadesi. Önceki metinlerde enflasyon ana eğilimindeki iyileşmeler ve kademeli düşüş yerine yukarı yönlü risklere açıkça vurgu yapılmıştır. Buradan anlıyoruz ki enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bozulma olması koşulu yakından takip ediliyor. Belirgin koşulu sınırlı da olsa sağlanmış gibi görünüyor fakat ne kadar kalıcı olduğunu görmek için zamana ihtiyacımız var.

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

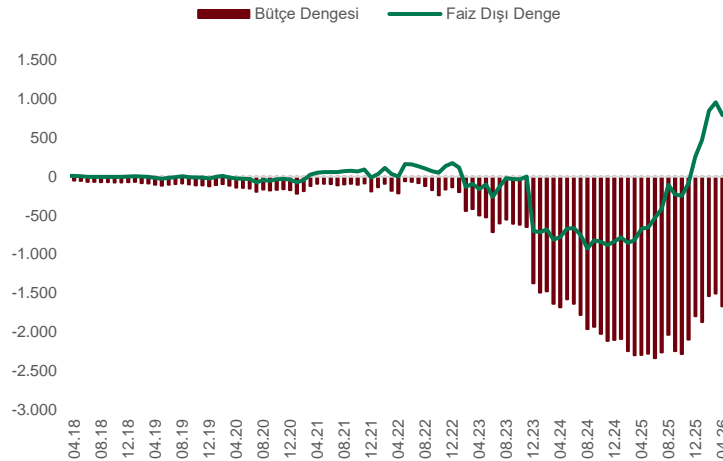


# Makroekonomik Görünüm

## Bütçe – Nisan

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı nisan ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.186,2 milyar TL, bütçe giderleri 1.524,9 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.267,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 338,7 milyar TL olurken faiz dışı denge 81 milyar TL açık vermiştir. Jeopolitik gerilim sonucu artan enerji maliyetlerinin hane halkı enflasyonunu telafi etmek için alınan önlemler de bütçe açığını tetikliyor. Başka bir deyişle enerji maliyetleri özel kesimden kamuya transfer edilmiş oldu 2025 aylık ortalaması 170 milyar olan faiz giderleri 2026 ilk çeyrekte ortalama aylık 290 milyar seviyesine yükseldi. Bütçe performansı faiz giderlerinden arındırıldığında ortaya çıkan tablo kötümser değil. Çekirdek denge neredeyse başa baş diyeceğimiz bir seyir izliyor. 12 aylık birikimli baktığımızda ise faiz dışı dengede belirgin bir fazla olduğunu söyleyebiliriz. Gider kalemlerinin detaylarını incelediğimizde personel giderleri yaklaşık 400 milyar lira seviyesinde katılaştı. Bu kalemler enflasyonun etkisini yansıttığından oynaklık düzeyi çok düşük. Faiz giderleri 257 milyar lira ile yataya yakın fakat oldukça yüksek bir seviyede. Bunun 192 milyarını ise iç borç ödemeleri. Pozitif tarafı dış borçlanma ve bunun faiz giderleri düşük. Dolayısıyla kırılganlık riski de sınırlı kalıyor. Öte yandan cari transferler 521 milyar düzeyinde yataya yakın. Bu kalem 500 milyar düzeyinde katılmış durumda. Bu ay Elektrik Üretim A.Ş.'ye 14,6, BOTAS'a 10 milyar ve kamu bankalarına 25,5 milyar transfer yapılmıştır. Sermaye transferleri ve borç verme kalemlerinde belirgin bir değişim göze çarpmazken sermaye giderleri 125 milyar seviyesinde yükseldi. Kira ve gayrimenkul üretim giderleri bu ay belirgin bir baskı yaratmış görünüyor. Politika yapıcılar para politikası duruşunu ayarlarken yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen baskıların sınırlı kalacağı bir varsayım ile hareket etmişlerdi. Mevcut durumda ise artan enerji maliyetlerinin bütçe üzerindeki baskısını hafifletmek amacıyla elektrik ve doğalgaz fiyatlarına yapılan zam, enflasyondaki katılığı körüklüyor. Bunun ikincil etkisinin kamu maliyesine yansımaları negatif. İlk etkisi bütçe gelirlerinde sınırlı bir iyileşme yaratıyor olsa da orta/uzun vadedeki etki enflasyon nedeniyle borçlanma faizlerinin yüksek seyretmesi. Bu da bütçedeki faiz yükünü arttırıyor. İkinci çeyrekte hazinenin borçlanma takvimi de dikkate alındığında bütçe açığındaki negatif performansın yılın geri kalanında da devam edeceğini tahmin ediyoruz.

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

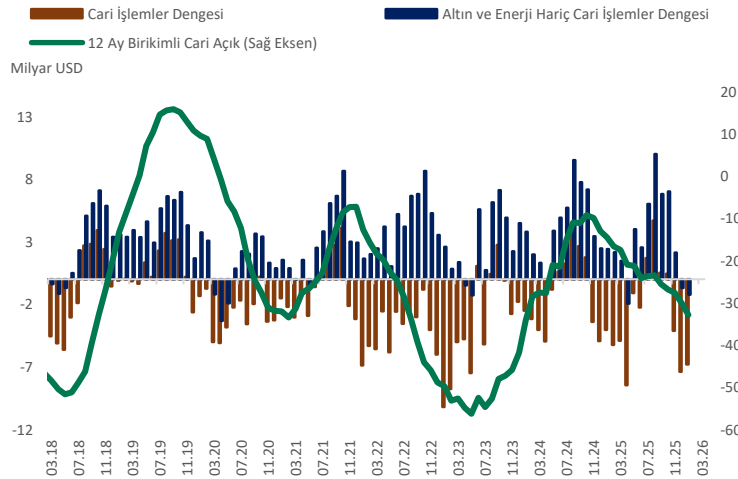


# Makroekonomik Görünüm

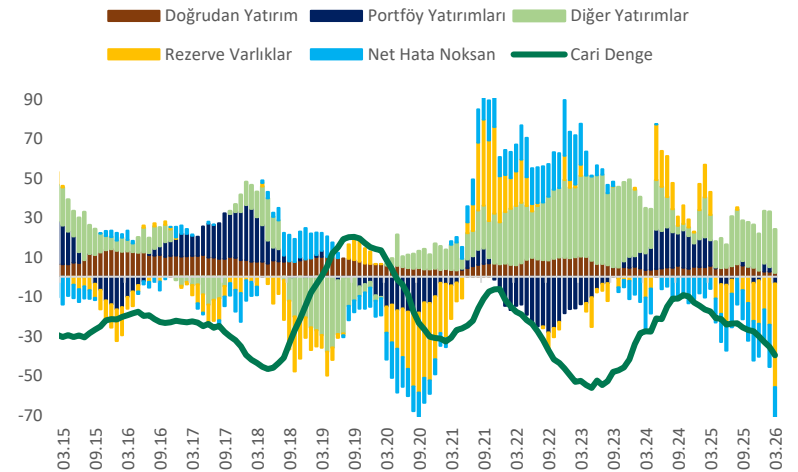
## Ödemeler Dengesi - Mart

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre mart ayı cari işlemler dengesi 9.672 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 39.724 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Mart ayındaki cari işlemler açığında, jeopolitik gelişmeler öncülüğünde tetiklenen enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü seyrin etkisi büyük. Enerji ithalatının fiyat etkisi de diyebileceğimiz bu gelişmenin cari denge üzerindeki net etkisi emtia fiyatlarının dengeleneceği seviyeye bağlı. Ödemeler dengesi gelişmelerinin alt kalemlerini incelediğimizde dış ticaret açığı önceki aya göre yaklaşık 2 milyar ABD doları artarak 9,5 milyar açık vermiştir. Hizmetler dengesindeki mevsimsel etkiler devam ediyor. Martta hizmetler dengesi kaynaklı girişler 2,6 milyar ABD doları seviyesinde kaldı. Ekonomik aktivitedeki canlı seyir nedeniyle dış ticaret açığında baskı bekliyorduk. Buna enerji fiyatlarındaki baskı da eklenince cari açık 40 milyar ABD dolarına yaklaştı. Son dönemde makro kırılganlıklara ilişkin değerlendirme yayımlayan kredi derecelendirme kuruluşlarının da dikkat çektiği husus bu. Rezervdeki erimenin bir noktaya kadar devam edebileceği ve cari açığın yaratacağı kırılganlığın özellikle enflasyon ana eğiliminde yukarı yönlü hareketleri tetikleyebileceği endişesi var. 12 aylık birikimli cari açıkta dış ticaret açığı 78,7 milyar ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63 milyar ABD doları olmuştur. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 3.886 milyon ABD doları açık vermiştir. Enerji ve emtia etkisinden arındırıldığında dahi cari açıkta bozulma söz konusu. Cari işlemler açığının nasıl finanse edildiğine baktığımızda, resmi rezervlerde bu ay 43.420 milyon USD net azalış gözlenmiştir. On iki aylık toplamda portföy yatırımlarında 3,3 milyar USD çıkış ve kredi-mevduat kanalında 21,9 milyar USD düzeyinde giriş gerçekleşmiştir. Doğrudan yabancı yatırım girişleri ise birikimli veride düşük seyrini devam ettiriyor. Mart ayı itibarıyla on iki aylık birikimli doğrudan yatırım 2,1 milyar USD düzeyinde net giriş kaydetmiştir (önceki 2,6 milyar). Finans hesabında toplam 73 milyar girişin 40 milyarı cari açıkla çıkarken 33 milyarı net hata noksan kaleminde bulunuyor. Sıkı para politikasına rağmen devam eden ödemeler dengesindeki bozulma, iç talepteki canlılığın bir göstergesi. Bu döngü kırılana kadar faiz indirimleri konusunda ihtiyatlı bir TCMB göreceğiz.

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



**Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)**

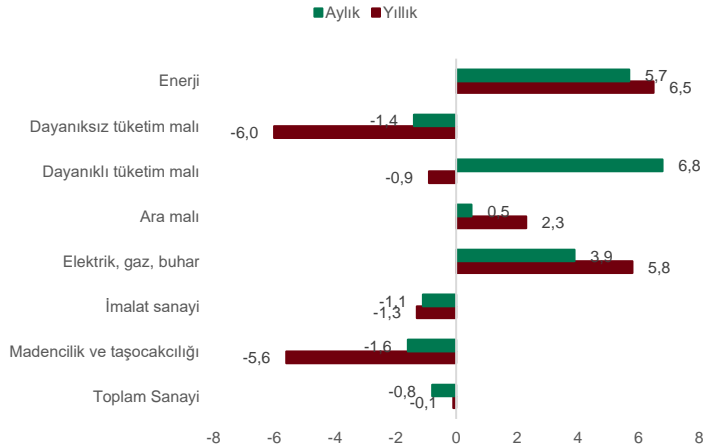


# Makroekonomik Görünüm

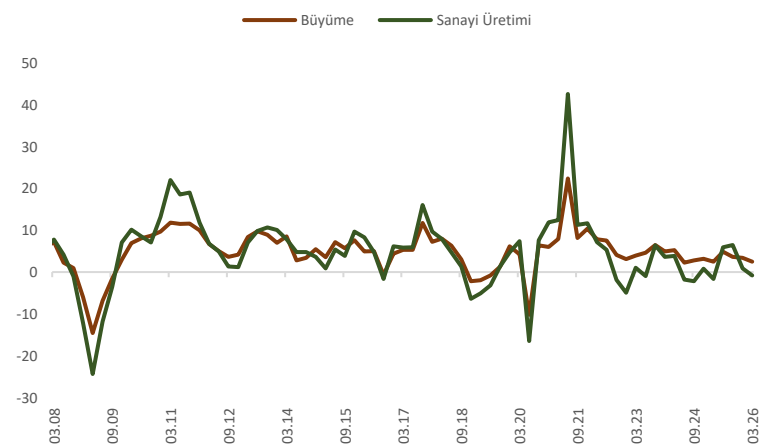
## Sanayi Üretimi - Mart

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim martta bir önceki aya göre %0,8 düşüş kaydetti. Yıllık üretim ise %1,1 daraldı. Şubat ayındaki toparlanmanın ardından mart verisinde sınırlı bir geri çekilme beklentimiz vardı. Beklentimize paralel bir veri geldiğini söyleyebiliriz. Fakat üretim verilerindeki bu seviyelerdeki yavaşlama hem sanayi şirketleri üzerinde aşağı yönlü baskıyı arttırıyor hem de GSYİH verisindeki üretim katkısını sınırlandırıyor. 2025 yılında büyüme verisi inşaat ve hizmetler gibi sektörlerin itici gücü ile sağlamlığını korumuştur. İlk çeyrek öncü sanayi göstergeleri ışığında bakarsak resim çok farklı değil. Hatta geçen yıla göre ilk çeyrekte yıllıklandırılmış veride sanayi üretimi daraldı. Parasal sıkı duruş ve makro ihtiyati tedbirler, üretim seviyesini potansiyelin altına çekerek toplam talebi dezenflasyonla uyumlu olacak şekilde ayarlamaya devam ediyor. Reel ekonomi üzerinde özellikle üretim ve arz yönlü göstergeleri belirgin şekilde etkileyen sıkı parasal duruş, ekonomik aktiviteyi aynı seviyede aşağı çekemiyor. Bu kapsamda çıktı açığı merkez bankası öngörülerinden daha güçlü seyrediyor diyebiliriz. Bunun da sonucu dezenflasyon patikasındaki yavaşlama ve enflasyonla mücadelenin daha fazla sabır gerektirmesi. Son dönem gelişmelerle para politikası etkileri birlikte değerlendirildiğinde arz yönlü negatif şoklar enflasyonu yukarı büyümeyi aşağı yönlü güncelleyen etkileri beraberinde getiriyor. Nisandaki ilk etki enflasyonda belirgin ve beklenti üzerinde bir yukarı hareketi tetikledi. Enflasyon üzerindeki net etkinin hangi boyutta olacağı ise iki koşula bağlı. Birincisi emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü seyrin ne kadar süreceği ve nerede dengeleneceği. İkinci etki ise büyümenin ve talebin fiyat artışları nedeniyle kısılması ve enflasyonu bir miktar aşağı çekmesi. İlk çeyrek büyüme verisinde üretim ve GSYİH ayrışsa da yıl sonuna kadar farkın kapanacağını tahmin ediyoruz.

### Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



### Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



## Akbank (AL, Hedef Fiyat: 108,10 TL)

Getiri Potansiyeli: %69

## Giderler ve Marj Dinamikleri Sınırlayıcı

Akbank, 1Ç26 solo finansal sonuçlarında 19,179 milyar TL net kar açıkladı (Ç/Ç: %4,6,Y/Y:%40 artış). Açıklanan net kar, 19,095 milyar TL seviyesindeki tahminimize ve piyasa beklentisine paralel gerçekleşti.

Akbank'ta net faiz gelirindeki artış ve trading gelirlerindeki güçlü yükseliş karlılığı desteklerken, faaliyet giderlerindeki artış ile komisyon gelirlerindeki daralma üzerinde baskı oluşturan başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Bankanın net faiz geliri çeyreklik bazda %12 artarken, swap maliyetleri aynı dönemde %17 yükseldi. Bu doğrultuda, swap dahil net faiz geliri %9,4 artışla 24,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Swap dahil net faiz marjı ise bu çeyrekte 10 bp iyileşerek %3,23'e yükselirken, TÜFE endeksli menkul kıymet gelirlerindeki %10'luk gerileme ve swap maliyetlerindeki artış marjdaki iyileşmeyi sınırladı.

Akbank'ın güçlü seyreden net ücret ve komisyon gelirleri, bu çeyrekte %7,2 daralarak 30,158 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, yıllık bazda ise %33 oranında artış kaydetti.

Faaliyet giderleri ise, ilk çeyreğe özgü personel ücret artışlarının etkisiyle çeyreklik bazda %19,4 artarak 34,5 milyar TL'ye yükseldi. Bu gelişmeler doğrultusunda, %112 seviyesinde bulunan komisyon/gider rasyosu %87,3 seviyesine geriledi.

Akbank'ta aktif kalitesi tarafında, takipteki kredi oranı 14 bp sınırlı artışla %3,8 seviyesine yükselirken, beklenen zarar karşılıkları çeyreklik bazda %19 artarak 9,5 milyar TL seviyesine yükseldi. Bu gelişmeler doğrultusunda, net kredi riski maliyeti (kur etkisi dahil) 207 bp seviyesinde gerçekleşti.

Diğer gelirler tarafında, iştirak gelirlerinde sınırlı bir gerileme gözlenirken, trading gelirlerindeki güçlü artış (%110) 10,967 milyar TL seviyesine ulaşarak öne çıktı.

Akbank, 2026 yıl sonu beklentilerini korumaya devam etti. Hatırlanacağı üzere banka, %30 TL kredi büyümesi, %10 YP kredi büyümesi, %4 swap dahil net faiz marjı, %30 komisyon geliri artışı ve yaklaşık %30 seviyesinde faaliyet gideri artışı öngörmektedir.

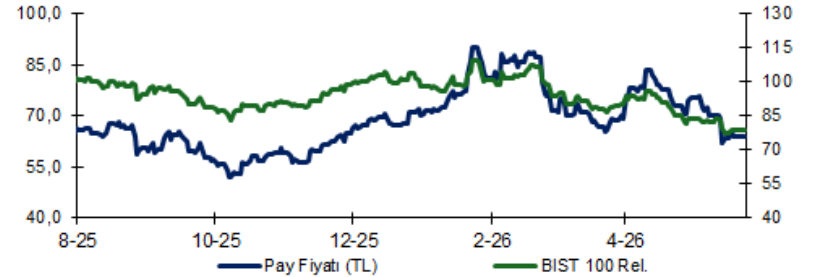
**Akbank için 2026 yılında %75 net kar büyümesi öngörüyor; 12 aylık 108,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımız 26 Mayıs 2026 kapanışına göre %69 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	332.800	Beta (12A)	1,38
Piyasa Değeri (USD mn)	7.293	Ort. Günlük Hacim	7.642
Kapanış	64,00	Yabancı Payı	50,5%
12 Ay Yüksek	90,60	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	49,22	Ağırlık	4,12%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	41.766	64.241	145.536	219.132
% Fark, Yıllık	-29,9%	53,8%	126,5%	50,6%
Net ücret ve komisyon geliri	69.162	114.402	152.921	193.153
% Fark, Yıllık	124,3%	65,4%	33,7%	26,3%
Net kar	42.366	57.247	100.449	161.296
% Fark, Yıllık	-36,3%	35,1%	75,5%	60,6%

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%	2,4%	1,1%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2,2%	2,5%	4,2%	4,9%
Ortalama aktif getirisi	2,0%	2,0%	2,6%	3,2%
Ortalama özkaynak getirisi	19,0%	21,5%	30,0%	32,2%

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



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-17,8	-28,0	4,0	27,1
US\$ Getiri (%):	-19,3	-30,9	-3,4	8,2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-13,4	-26,8	-16,9	-13,0

Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

## Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 495,00 TL)

## Getiri Potansiyeli: %30

## Beklentilerin üzerinde net kar...

Aselsan'ın net kar rakamı 1Ç26'da yıllık bazda %86,1 artarak TMS-29 etkisi dahil 5.539mn TL seviyesine (1Ç25: 2.977mn TL) gerçekleşti. Net kar rakamı 4.667mn TL olan medyan beklentisinin ve 4.375mn TL'lik tahminimizin üzerinde gerçekleşti. Şirket, 1Ç26 döneminde artan ciro büyümesi ve FAVÖK kârlılığının desteğiyle operasyonel performansını güçlendirirken, özellikle ertelenmiş vergi gelirinin katkısı net kârlılığı yukarı taşıyan ana unsur olmuştur. Bununla birlikte, finansman giderlerindeki ve parasal pozisyon kaynaklı kayıplardaki gerileme de kârlılığı destekleyen önemli unsurlar arasında yer almıştır.

Aselsan'ın net satış gelirleri 1Ç26'da yıllık bazda %15 artışla 34.306mn TL seviyesine yükseldi. Açıklanan net satış geliri 33.950mn TL olan tahminimizin ve 34.150mn TL olan piyasanın medyan beklentisine paralel gerçekleşti. Yılın ilk üç ayında elde edilen hasılatla ÇELİKKUBBE, Radar, Elektronik Harp, Askeri Haberleşme, Yapay Zeka Destekli Kent Güvenliği, Elektro-Optik ve Güdümlü Mühimmat Sistemleri belirleyici rol oynadı. TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, 1Ç26'da yıllık bazda %28,3 artışla 8.633mn TL (1Ç25: 6.730mn TL) olarak gerçekleşerek, hem piyasanın medyan beklentisi hem de bizim tahminimiz olan 8.487mn TL'nin hafif üzerinde gerçekleşti. Bununla birlikte, FAVÖK marjını 1Ç26'da %25,16'ye (1Ç25: %22,56) yükselten şirket, verimlilik uygulamaları sayesinde genel yönetim giderlerini %3 azaltmıştır. Ayrıca, büyümenin önemli göstergelerinden biri olan Alınan İş/Satışlar oranı 1Ç26'da 1,6 seviyesinde (1Ç25: 2,3) gerçekleşti.

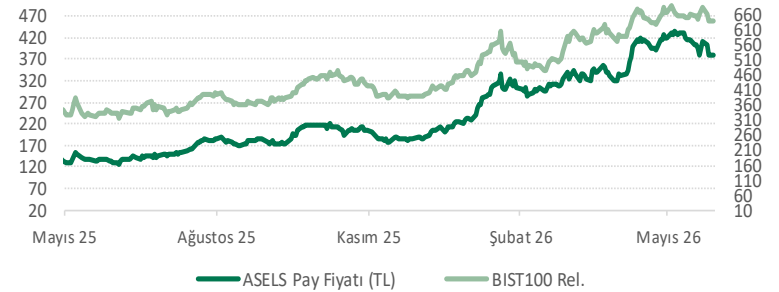
Yeni ihracat sözleşmelerinde ve bakiye siparişlerde tarihsel zirveler görüldü. ASELSAN'ın ürün ve sistemlerine yönelik küresel talep büyümeye devam etti. ASELSAN'ın 2026 yılının ilk çeyreğinde imzaladığı yeni ihracat sözleşmeleri yıllık bazda %69 artışla 629 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti (1Ç25: 372 Milyon ABD doları). ASELSAN'ın bakiye siparişleri de geçen yılın aynı dönemine göre %39 artışla 20,7 milyar dolar seviyesine ulaştı (1Ç25: 15 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 51%'i dolar, 43%'ü Euro ve 6%'sı ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

Net borçta çeyreksel artışa karşın yıllık bazda iyileşme görüldü. Şirket'in 2025/12 döneminde 15.373mn TL seviyesinde bulunan net borcu 2026/03 dönemi sonunda %44 artışla 22.084mn TL'ye yükseldi. Ancak 2026 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla net borç seviyesinde %16 azalma görüldü. Böylelikle, ASELSAN'ın 1Ç25'te 0,60x olan Net Borç/FAVÖK oranı 1Ç26'da 0,41x seviyesinde gerçekleşti.

Şirket 2026 yılı beklentilerini korudu- 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 495,00 TL olan hedef pay fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 26 Mayıs 2026 kapanış fiyatına göre %30 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	380,25	
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.733.940	Son 12 Ay En Yüksek	450,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	37.999	Son 12 Ay En Düşük	126,74	
Firma Değeri (Mn TL)	1.756.024	Beta	0,91	
Firma Değeri (Mn \$)	38.496	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	187,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	58,1%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	*2025A	2026T
Satış Gelirleri	153.042	173.140	198.566	252.500
Büyüme		13,1%	14,7%	27,2%
FAVÖK	33.330	43.548	52.082	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	26,2%	25,6%
Net Kar (Mn TL)	15.161	22.036	32.957	35.850
Pay Başına Kar	3,32	4,83	7,23	7,86
Temettü Verimi	0,18%	0,14%	0,05%	0,10%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,8	0,5	0,3	0,2
Net Borç / Özsermaye (x)	0,15	0,11	0,06	0,05
Ort. Özsermaye Karlılığı		11,5%	13,8%	13,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	8,0%	7,9%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	*2025A	2026T
F/K	28,1	21,6	35,3	48,4
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	27,1
FD/Satışlar	1,5	2,0	5,4	7,0
F/DD	2,3	2,4	4,2	6,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,0	22,3	64,1	179,3
\$ Getiri (%)	-4,6	17,5	54,4	138,0
BIST-100 Relatif (%)	2,3	24,2	35,3	91,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\*2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 70,55 TL)

Getiri Potansiyeli: %39

## Uluslararası operasyonlardaki güçlü seyirle desteklenen dayanıklı operasyonel performans...

Çimsa, 1Ç26 döneminde 641mn TL net kâr açıklamış olup, söz konusu rakam hem 527mn TL seviyesindeki beklentimizin hem de piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir. Net kâr yıllık bazda %80,4 artış kaydetmiş, net kâr marjı ise 2,5 y.p. iyileşme ile %5,5 seviyesine yükselmiştir. Net kârdaki artışta parasal kazançlardaki yükseliş ve finansman giderlerindeki gerileme belirleyici olmuştur.

Operasyonel tarafta yurt içi talep koşullarındaki zayıflama etkisini göstermiş olup, yurt içi satış hacmi yıllık bazda %6,8 daralmıştır. Buna karşın, uluslararası operasyonlar %10,9 oranında büyüme kaydetmiş, ABD'de devreye alınan gri çimento öğütme tesisinin katkısıyla konsolide satış hacmi %2,0 artış göstermiştir. Net satış gelirleri 11.632mn TL seviyesinde yatay bir seyir izlerken, brüt kâr 1.670mn TL seviyesine gerilemiş, brüt kâr marjı ise 1,1 y.p. düşüş ile %14,4 olarak gerçekleşmiştir.

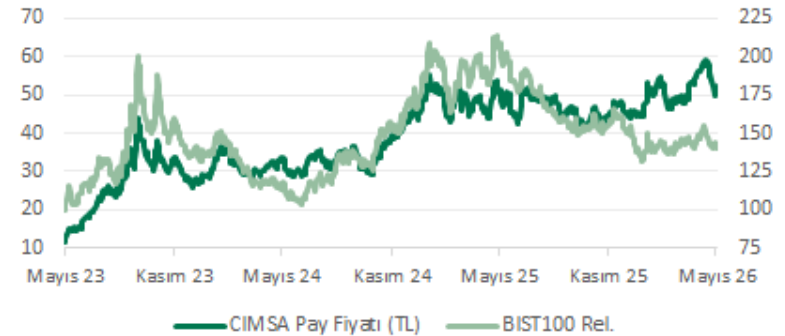
FAVÖK, operasyonel verimlilik artışı, alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji yatırımlarının katkısıyla yıllık bazda %2,7 artışla 1.470mn TL seviyesinde gerçekleşmiş, FAVÖK marjı ise 0,4 y.p. artış ile %12,6 seviyesine yükselmiştir. Şirketin alternatif yakıt kullanım oranı Türkiye'de %25, Buñol'da %31 ve Mannok'ta %77 seviyelerine ulaşmış olup, bu görünüm maliyet yapısını desteklemiştir.

1Ç26 dönemi itibarıyla Şirket'in konsolide net borcu 23.376mn TL seviyesine yükselmiş, Net Borç/FAVÖK oranı 2,82x olarak gerçekleşmiştir. İşletme sermayesinin satışlara oranı %15 seviyesinde yatay seyrini korurken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %4,6 seviyesine gerileyerek yatırım döngüsünde normalleşmeye işaret etmiştir.

İlk çeyrekte, zayıf yurt içi talep koşullarına rağmen uluslararası operasyonların katkısı ve verimlilik odaklı stratejiler sayesinde Şirket'in operasyonel kârlılığını koruduğu görülmektedir. Brüt kârlılıktaki sınırlı zayıflama ve yurt içi talepteki daralma kısa vadeli görünüm açısından izlenmesi gereken unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Çimsa'nın 2026 yılında 59.817mn TL satış geliri, 10.946mn TL FAVÖK ve 4.658mn TL net kâr elde etmesini bekliyoruz. **Şirket için 70,55 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 26 Mayıs 2026 kapanış fiyatına göre %39 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.**

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	50,65	
Piyasa Değeri (Mn TL)	47.894	Son 12 Ay En Yüksek	60,00	
Piyasa Değeri (Mn S)	1.050	Son 12 Ay En Düşük	40,55	
Firma Değeri (Mn TL)	71.270	Beta	1,09	
Firma Değeri (Mn S)	1.576	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	11,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	10,2%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	42.641	40.547	50.517	59.817
Büyüme		-4,9%	24,6%	18,4%
FAVOK	7.611	7.326	9.065	10.946
FAVOK Marjı	17,8%	18,1%	17,9%	18,3%
Net Kar (Mn TL)	5.180	3.871	3.414	4.658
Pay Başına Kar	38,35	4,09	3,61	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%	13,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,4%	3,4%	4,6%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	11,1	16,4	12,9	10,3
FD/FAVOK	8,2	11,4	7,9	6,5
FD/Satışlar	0,7	1,5	1,3	1,2
F/DD	1,5	1,8	1,2	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-9,6	-3,6	10,6	-0,8
S Getiri (%)	-11,1	-7,3	4,1	-15,5
BIST-100 Relatif (%):	-4,7	-2,1	-8,8	-32,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

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

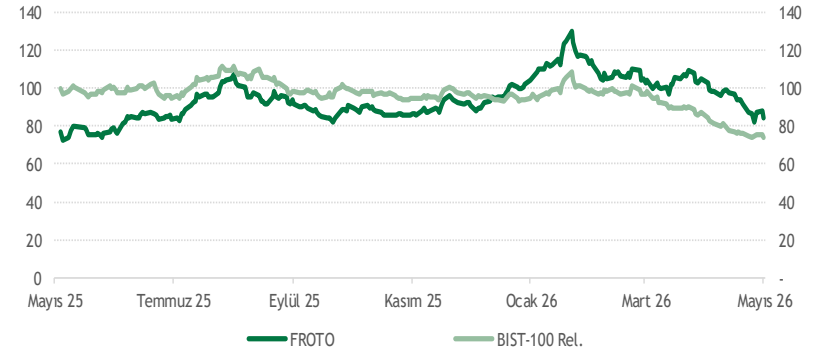
Getiri Potansiyeli: 77%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 149,30 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 26 Mayıs 2026 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2026T 5.7x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 6.5x 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 yatay 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	84,15	
Piyasa Değeri (mn TL)	295.291	Son 12 Ay En Yüksek	130,91	
Piyasa Değeri (mn \$)	6.471	Son 12 Ay En Düşük	71,54	
Firma Değeri (mn TL)	401.729	Beta	0,97	
Firma Değeri (mn \$)	8.869	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	38,11	
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,59	
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	* 2025	2026T
Satış Gelirleri	856.578	856.994	914.245	1.092.989
Büyüme	0,0%	0,0%	6,7%	19,6%
FAVÖK	88.818	57.423	57.336	70.446
FAVÖK Marjı	0,0%	6,7%	6,3%	6,4%
Net Kar	102.014	55.977	37.398	45.375
Pay Başına Kar	29,07	15,95	10,66	12,93
Temettü Verimi	6,8%	10,1%	5,1%	3,5%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,42	2,53	1,90	1,79
Net Borç/Özsermaye (x)	2,97	2,84	3,18	2,19
Ortalama Özsermaye Karlılığı	79,0%	35,2%	22,2%	23,2%
Ortalama Aktif Karlılığı	25,1%	12,1%	7,4%	8,9%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	* 2025	2026T
F/K	2,5	5,9	7,9	6,5
FD/FAVÖK	3,9	8,0	7,0	5,7
FD/Satışlar	0,4	0,5	0,4	0,4
F/DD	1,9	1,8	1,7	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-19,5	-26,6	-6,1	5,2
\$ Getiri (%)	-20,8	-29,5	-11,6	-10,4
BIST-100 Relatif (%)	-15,1	-25,5	-22,6	-28,1



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

\* 2023, 2024 & 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Migros (AL, Hedef Fiyat: 910,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 38%

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

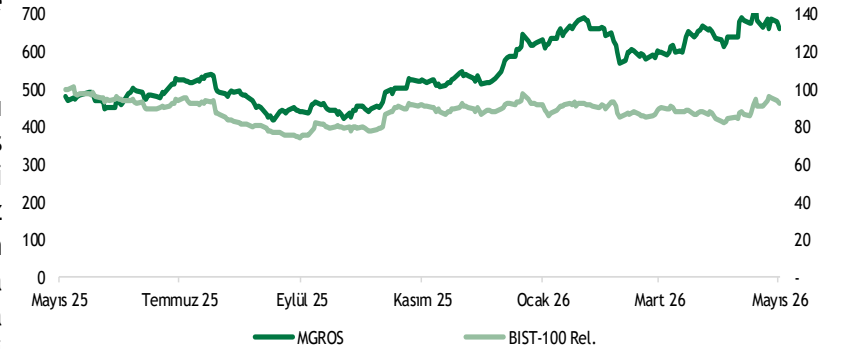
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 910,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 26 Mayıs 2026 kapanışıyla Migros, 2026T 3.4x FD/FAVÖK ve F/K 11.9x rasyoları ile işlem görmektedir.

➤ 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 ayrıştıran 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 öngörüldürken RoIC'in de artan kârlılık ve daha asset-light girişimlerin katkısıyla yukarı yönlü seyretmesi beklenmektedir.

Kod	MGROS T1/MGROS IS	Kapanış		659,00
Piyasa Değeri (mn TL)	119.315	Son 12 Ay En Yüksek		727,00
Piyasa Değeri (mn \$)	2.615	Son 12 Ay En Düşük		409,72
Firma Değeri (mn TL)	126.918	Beta		0,94
Firma Değeri (mn \$)	2.786	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		33,56
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		39,17
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	1,0%	1,5%	1,2%	2,5%
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	7,1	14,4	18,4	11,9
FD/FAVÖK	21,4	6,1	4,6	3,4
FD/Satışlar	0,4	0,3	0,3	0,2
F/DD	1,8	1,6	1,5	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	3,9	-0,2	27,1	35,1
\$ Getiri (%)	2,2	-4,0	19,6	15,1
BIST-100 Relatif (%)	9,6	1,4	4,8	-7,6



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2023 & 2024 & 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Holding Portföyünde Stratejik Dönüşüm: İştirak Satışlarıyla Yeni Dönem...

Sabancı Holding, 17.04.2026 tarihinde hâkim ortağı olduğu Carrefoursa'nın sermayesinin %57,12'sine tekabül eden 72.988.465,33 TL nominal değerli paylarının tamamının, 325 mn ABD Doları olarak belirlenen toplam şirket değeri üzerinden Yeni Mağazacılık A.Ş.'ye satış ve devrine ilişkin taraflar arasında anlaşmaya varıldığını duyurmuştur. Bu kapsamda söz konusu devir işleminden Holding payına düşen devir bedekli 185,64 mn ABD Doları seviyesindedir.

Şirket, 28.01.2026 tarihli özel durum açıklamasında Akçansa'da sahip olduğu ve sermayenin %39,72'sine karşılık gelen payların satışına yönelik olarak, borç ve nakit düzeltmelerine tabi olmak üzere 1,1 milyar ABD Doları şirket değeri üzerinden bağlayıcı teklif alındığını duyurmuştur. Mevcut ortaklık sözleşmesi kapsamında ön alım hakkını kullanan diğer hâkim ortak Heidelberg Materials AG, söz konusu teklifi esas alarak payları devralacağını 17.04.2026 tarihinde Şirket'e bildirmiştir. Söz konusu devir işleminden, Holding payına düşen devir bedeli 436,92 mn ABD Doları seviyesindedir.

Bu iki işlemten Holding'e sağlanacak toplam brüt nakit girişinin 622,56 mn ABD Doları seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. (Akçansa ve Carrefoursa satış işlemlerine ilişkin nihai pay devir bedelleri, kapanıştaki net borç ve ilgili finansal düzeltmelere bağlı olarak kesinleşecektir.)

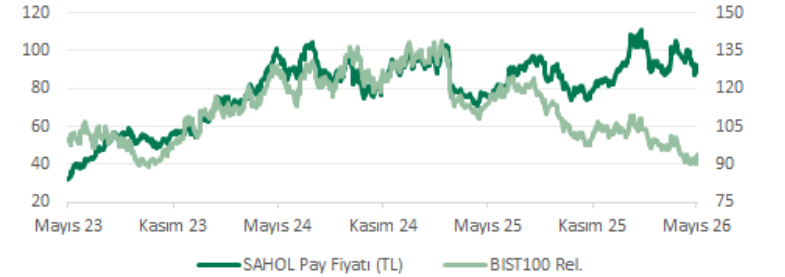
Holding CEO'su Kıvanç Zaimler, 21.04.2026 tarihli Bloomberg HT röportajında, portföyde yürütülen stratejik dönüşümün temel amacının Net Aktif Değeri büyütme ve özkaynak kârlılığını 120-150 baz puan artırmak olduğunu belirtmiştir. Kaynak tahsisinin yüksek getirili alanlara yönlendirileceğini vurgulayan Zaimler, potansiyel yeni yatırımların portföyün dayanıklılığını güçlendirirken, gelirler içinde döviz payını yükselten, Türkiye merkezli ancak ihracat odaklı ve küresel ölçekte entegre iş alanlarına yöneleceğini ifade etmiştir.

Güncel görünüm itibarıyla Holding portföyünün coğrafi dağılımında Net Aktif Değer'in yaklaşık %85'i Türkiye kaynaklıdır. Gelir kompozisyonu incelendiğinde ise toplam gelirlerin yaklaşık %80'inin Türk Lirası cinsinden elde edildiği görülmektedir. Portföyde devam eden stratejik dönüşüm kapsamında, gelir kompozisyonunun döviz bazlı gelirler lehine güçlendirilmesi ve portföyün makroekonomik dalgalanmalara karşı daha dirençli hale getirilmesi hedeflenmektedir.

2026 yılının ilk yarısında, Sabancı Holding'in gelirleri içerisinde önemli paya sahip olan bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler nedeniyle yurt içinde sürmesi beklenen faiz indirim sürecindeki gecikmeden sınırlı negatif etkilenmesini bekliyoruz. Diğer taraftan, gerçekleşen iştirak satışları ve potansiyel yeni yatırımların katkısıyla 2026 yılının Holding portföyü açısından belirgin bir stratejik dönüşüm yılına işaret ettiğini değerlendiriyoruz.

**Sabancı Holding (SAHOL) için 173,19 TL seviyesinde bulunan hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 26 Mayıs 2026 kapanış fiyatına göre %88 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.**

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	92,00		
Piyasa Değeri (Mn TL)	193.235	Son 12 Ay En Yüksek	113,18		
Piyasa Değeri (Mn S)	4.235	Son 12 Ay En Düşük	72,73		
Firma Değeri (Mn TL)	465.562	Beta	1,24		
Firma Değeri (Mn S)	10.369	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	71,8		
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	29,6%		
Anahtar Rakamlar (Mn TL)		2023*	2024*	2025*	
Satış Gelirleri		284.923	281.005	270.963	
Finans Sektörü Hasılatı		818.852	1.025.386	1.019.414	
Toplam Gelirler		1.103.775	1.306.391	1.290.377	
Büyüme			18,4%	-1,2%	
Konsolide Net Kar (Mn TL)		32.082	-22.289	4.174	
Pay Başına Kar		15,27	-10,61	1,99	
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	12A
TL Getiri (%)		-6,9	-11,0	11,0	20,2
S Getiri (%)		-8,4	-14,4	4,4	2,5
BIST-100 Relatif (%)		-1,8	-9,6	-8,5	-17,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 150,00 TL)

## Getiri Potansiyeli: %48

Turkcell, 1Ç26'da yıllık bazda %14,9 artışla 4.634mn TL net kar açıklamıştır (1Ç25: 4.033mn TL). Açıklanan net kar, bizim 4.554mn TL seviyesindeki tahminimize paralel gerçekleşirken, piyasanın 4.252mn TL seviyesindeki median beklentisinin üzerinde kalmıştır. Bu çeyrekte artan vergi yükü ve net esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki gerilemeye rağmen net kâr, 5G lisansının aktifleştirilmesine bağlı olarak kaydedilen daha yüksek parasal kazancın yanı sıra TOGG'un iyileşen katkısıyla desteklenmiştir. Turkcell, 1Ç26'da yıllık bazda %8,9 artışla 68.377mn TL net satış geliri elde etmiştir. Açıklanan net satış gelirleri, bizim 66.900mn TL seviyesindeki beklentimizin ve piyasanın 67.273mn TL seviyesindeki median beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşmiştir. Güçlü kurumsal performansın etkisiyle toplam gelirler istikrarlı bir büyüme kaydetmiştir. Artan donanım gelirleri ile veri merkezi ve bulut iş kolunda devam eden büyüme, gelir artışına katkı sağlayan ana unsurlar olmuştur. Paycell ise Grup gelirlerini desteklemeye devam etmiştir. Şirket, sürdürülen faturalı ve fiber odaklı stratejisinin katkısıyla güçlü abone performansını korurken, 661 bin net faturalı mobil abone kazanımıyla faturalı abone payını %81'e yükseltmiştir. Al-sat operasyonları dâhil toplam 36 bin net fiber abone kazanımı elde edilirken, Superbox tarafında 38 bin net yeni abone ile abone kazanımında hızlanma kaydedilmiştir. Ayrıca, 1Ç26 döneminde 138 bin yeni fiber hane erişimi eklenerek toplam fiber hane erişimi 6,5 milyona ulaşmış, fiber ARPU büyümesi ise yıllık bazda %9,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kurumsal gelirler, büyük ölçüde Dijital İş Servisleri gelirlerinde kaydedilen %64'lük artışın desteğiyle yıllık bazda %34 oranında güçlü büyüme göstermiştir. Söz konusu performans, büyük ölçekli projelerin başarıyla devreye alınmasına bağlı olarak artan donanım gelirleri sayesinde desteklenirken, Veri Merkezi ve Bulut gelirleri de yıllık bazda %21 artış kaydetmiştir. Bireysel segment tarafında ise büyüme daha sınırlı kalarak %2,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Faturalı abone bazındaki genişleme ve güçlü sabit ARPU performansı bu büyümeyi desteklerken, mobil ARPU (M2M hariç) geçen yılki yoğun rekabetçi fiyatlama ortamı ve süregelen yüksek enflasyonun etkisiyle bu çeyrekte yataya yakın bir seyir izlemiştir. Şirket'in toplam abone bazına baktığımızda, müşterilere özel alternatifler sunan segment bazlı tekliflerin katkısıyla 2026 yılının ilk çeyreğinde 642 bin artarak 44,5 milyona ulaşmıştır. Faturalı segmentte kaydedilen 661 bin net abone kazanımı, son 14 çeyreğin en güçlü toplam net mobil abone kazanımına işaret ederken, faturalı abonelerin toplam mobil abone bazı içindeki payı %81'e yükselerek 32 milyon seviyesini aşmıştır.

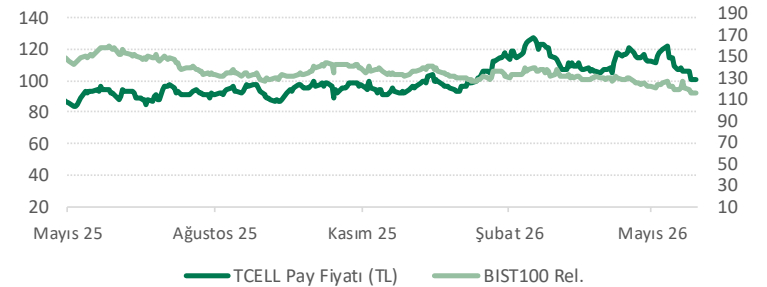
**TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 1Ç26'da yıllık bazda %3,2 artarak 28.300mn TL seviyesinde gerçekleşti.** Açıklanan FAVÖK, bizim 27.350mn TL seviyesindeki tahminimizin ve piyasanın 27.582mn TL seviyesindeki median beklentisinin hafif üzerinde geldi. FAVÖK marjı ise 1Ç26'da %41,4 (1Ç25: %43,7) seviyesinde gerçekleşti.

**Şirket'in net borç pozisyonu arttı.** YS25'te 16.383 milyon TL olan net borç, 1Ç26 itibarıyla 48.827 milyon TL'ye seviyesine yükseldi; net borç/FAVÖK oranı ise 0,42x olarak gerçekleşti.

**2026 yılı beklentilerini korudu.** 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.

**Beklentilerimiz doğrultusunda Turkcell (TCELL) hissesi için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 150,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımızı 26 Mayıs 2026 kapanışına göre %48 yükseliş potansiyeli taşıyan AL tavsiyemizi koruyoruz.**

Kod	TCELL.IS	Kapanış	101,00	
Piyasa Değeri (Mn TL)	222.200	Son 12 Ay En Yüksek	129,60	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.869	Son 12 Ay En Düşük	85,18	
Firma Değeri (Mn TL)	308.737	Beta	0,98	
Firma Değeri (Mn \$)	6.819	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	61,5	
Halka Açıklık Oranı (%)	44,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	74,1%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)				
	*2023A	*2024A	*2025A	2026T
Satış Gelirleri	214.120	228.808	252.012	320.250
Büyüme		6,9%	10,1%	27,1%
FAVÖK	97.852	101.814	115.398	130.380
FAVÖK Marjı	45,7%	44,5%	45,8%	40,7%
Net Kar (Mn TL)	26.107	33.882	19.372	24.300
Pay Başına Kar	11,87	15,40	8,81	11,05
Temettü Verimi	1,65%	2,77%	3,06%	3,37%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,54	0,40	0,25	0,20
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,15	0,10	0,07
Ort. Özsermaye Karlılığı		12,9%	7,0%	7,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,7%	3,7%	3,8%
Değerleme Çarpanları				
	*2023A	*2024A	*2025A	2026T
F/K	9,8	8,7	11,6	9,1
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,4
FD/Satışlar	0,7	1,1	1,0	1,0
F/DD	1,0	1,1	0,8	0,6
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-11,6	-16,4	8,5	6,7
Ş Getiri (%)	-13,1	-19,6	2,1	-9,1
BIST-100 Relatif (%):	-6,8	-15,1	-10,6	-27,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\*2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Tüpraş (AL, Hedef Fiyat: 355,76 TL)

## Getiri Potansiyeli: %51

Marjlarda zirve seviyelerden normalleşme görülse de operasyonel görünüm destekleyici kalmaya devam ediyor...

Küresel tarafta jeopolitik gelişmeler ve arz yönlü riskler petrol fiyatlarında oynaklığı yüksek tutmaya devam ederken, Mayıs ayı itibarıyla Brent petrol fiyatlarında önceki aya kıyasla kısmi geri çekilme görülmüştür. Tüpraş'ın Haziran ayı yatırımcı sunumuna göre Brent petrol fiyatı Nisan ayındaki 120,5 ABD\$/varil seviyesinden Mayıs ayında 107,6 ABD\$/varil seviyesine gerilemiştir. Buna rağmen, Brent fiyatlarının 5 yıllık ortalamaların üzerinde seyretmeye devam etmesi, rafineri ürün fiyatları ve marj görünümü açısından destekleyici bir zemin sunmaktadır.

Şirketin yayımladığı Haziran ayı yatırımcı sunumuna göre, orta distilat ürün marjlarında geçen aya kıyasla normalleşme eğilimi devam etmiştir. Motorin marjı Nisan ayındaki 54,4 ABD\$/varil seviyesinden Mayıs ayında 47,6 ABD\$/varil seviyesine gerilerken, jet yakıtı marjı 65,5 ABD\$/varil seviyesinden 48,6 ABD\$/varil seviyesine düşmüştür. Buna karşın, söz konusu marjların tarihsel ortalamaların belirgin şekilde üzerinde kalmaya devam etmesi, Tüpraş'ın ürün karması dikkate alındığında net rafineri marjı (NRM) görünümünü desteklemektedir. Benzin marjında ise önceki aya kıyasla güçlü bir toparlanma görülmüş, marj Mayıs ayında 31,3 ABD\$/varil seviyesine yükselmiştir.

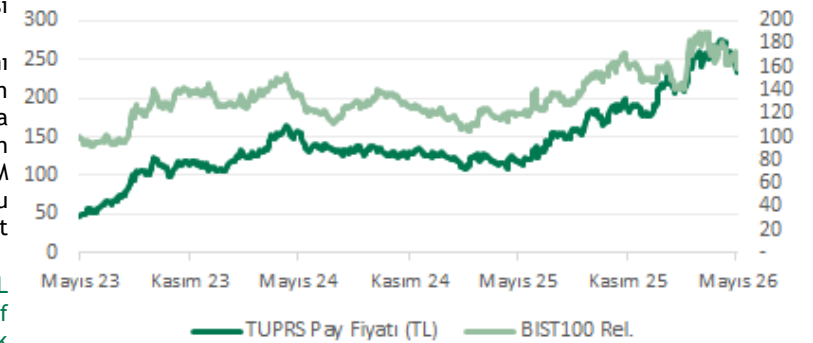
Öte yandan, ağır-hafif ham petrol fiyat makasındaki belirgin genişleme, Tüpraş'ın kompleks rafineri yapısı sayesinde marjlar üzerinde destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu gelişme, şirketin daha düşük maliyetli ağır ham petrol işleyebilme kabiliyeti sayesinde NRM üzerinde ilave katkı yaratma potansiyeli taşımaktadır. Bu çerçevede, orta distilat marjlarında görülen normalleşmeye rağmen ürün marj kompozisyonunun ve ham petrol makasındaki gelişmelerin rafineri kârlılığı açısından olumlu görünümü koruduğunu değerlendiriyoruz.

Bilanço tarafında güçlü nakit üretimi ve net nakit pozisyonu şirketin finansal esnekliğini desteklemeye devam etmektedir. Açıklanan toplam 33 milyar TL temettü planı, mevcut piyasa değeri üzerinden yaklaşık %8,6 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 öngörülmektedir. 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 zirve seviyelerden geri çekilme görülse de mevcut seviyelerin tarihsel ortalamaların üzerinde kalmaya devam etmesi ve ağır-hafif ham petrol makasındaki genişleme, NRM görünümü açısından yukarı yönlü potansiyelin korunduğuna işaret etmektedir. Bu kapsamda, şirketin uyguladığı ürün marjı ve stok hedge politikalarının artan emtia fiyat oynaklığına karşı kârlılığı destekleyici bir unsur olmaya devam ettiğini değerlendiriyoruz.

Beklentilerimiz doğrultusunda, Tüpraş için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 355,76 TL olarak koruyor ve "AL" önerimizi sürdürüyoruz. Mevcut fiyat seviyelerine göre hedef fiyatımız yaklaşık %51 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.IS	Kapanış	236,20	
Piyasa Değeri (Mn TL)	455.109	Son 12 Ay En Yüksek	279,50	
Piyasa Değeri (Mn S)	9.974	Son 12 Ay En Düşük	113,62	
Firma Değeri (Mn TL)	380.403	Beta	0,69	
Firma Değeri (Mn S)	8.291	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	118,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	34,6%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	1.427.697	1.167.251	913.742	1.100.525
Büyüme		-18,2%	-21,7%	20,4%
FAVOK	200.140	73.032	68.306	130.097
FAVOK Marjı	14,0%	6,3%	7,5%	11,8%
Net Kar (Mn TL)	111.419	26.381	32.488	95.401
Pay Başına Kar	404,78	13,69	16,86	49,51
Temettü Verimi	14,9%	9,1%	8,6%	16,8%
Net Borç / FAVOK (x)	-0,65	-1,08	-0,92	-0,22
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,31	-0,19	-0,16	-0,06
Ort. Özsermaye Karlılığı		6,4%	8,1%	21,5%
Ortalama Aktif Karlılığı		3,7%	5,0%	13,6%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	5,1	14,9	10,9	4,8
FD/FAVOK	2,2	4,3	5,6	2,9
FD/Satışlar	0,1	0,2	0,3	0,3
F/DD	1,4	1,0	0,9	0,9
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-12,2	13,9	33,3	98,5
\$ Getiri (%)	-13,6	9,5	25,5	69,2
BIST-100 Relatif (%)	-7,4	15,7	9,9	35,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/03'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Yapı Kredi Bankası (AL, HedefFiyat: 58,30 TL) Getiri Potansiyeli: %76

## Beklentilerin Üzerinde Karlılık

Yapı Kredi Bankası, 1Ç26 solo finansal sonuçlarında bizim ve piyasa medyan beklentisinin üzerinde 20,295 milyar TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar çeyrek bazda %119, yıllık bazda %78 artışa işaret ediyor.

Bankanın net karındaki artışta, net faiz gelirlerindeki güçlü yükseliş ile trading gelirlerindeki artış temel belirleyici unsurlar olarak öne çıkarken, beklenen zarar karşılıklarındaki sınırlı artış ve faaliyet giderlerindeki daralma karlılığı destekleyen diğer faktörler oldu.

Yapı Kredi'nin net faiz geliri çeyrek bazda %13 artarken, swap maliyetleri %7,6 yükseldi. Bu doğrultuda swap dahil net faiz geliri %20,5 artışla 23,1 milyar TL seviyesine ulaştı. Swap dahil net faiz marjı ise, TÜFE endeksli menkul kıymet getirilerindeki gerilemeye rağmen çeyrek bazda 40 baz puan artarak %3,21 seviyesine yükseldi.

Banka'nın net ücret ve komisyon gelirleri, 1Ç26'da çeyrek bazda sınırlı %0,94 daralarak 30,278 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, yıllık bazda %33,1 artış kaydetti.

Maliyetler tarafında ise faaliyet giderleri çeyrek bazda %5 gerileme kaydederken, yıllık bazda %35 artış gösterdi. Bu doğrultuda bankanın komisyon geliri/faaliyet giderleri rasyosu %89,5 seviyesine yükseldi.

Aktif kalitesi tarafında, Yapı kredi'nin takipteki kredi oranı 25 baz puan artarak %4,06 seviyesine yükselirken, beklenen zarar karşılıkları çeyrek bazda %4,6 oranında sınırlı artışla 9,47 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu doğrultuda bankanın kur etkisi dahil net kredi riski maliyeti 13 bp gerileyerek 204 bp seviyesine indi.

Yapı Kredi, 2026 yılına ilişkin beklentilerini korumaya devam etti. Hatırlanacağı üzere banka, TL kredilerde %30+ büyüme, yabancı para (YP) kredilerde ise düşük tek haneli büyüme öngörmektedir. Marj tarafında, 2026 yılında 100 baz puanın üzerinde iyileşme beklenmektedir.

Bunun yanı sıra banka, komisyon gelirlerinde enflasyon oranına paralel bir artış öngörürken, faaliyet giderlerinde %35 ve altı seviyede bir büyüme hedeflemektedir. Son olarak, kredi riski maliyetinin 150-175 baz puan aralığında gerçekleşmesi beklenmektedir.

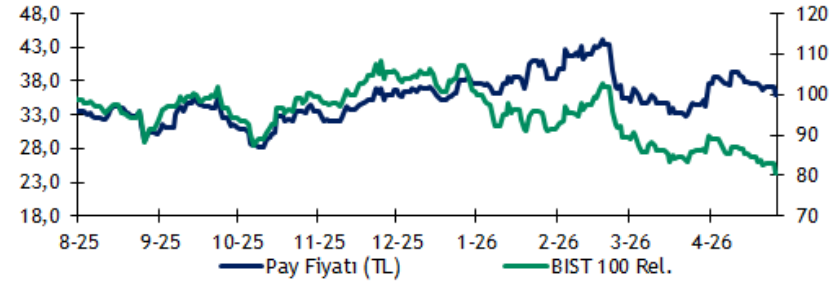
**Yapı Kredi Bankası için 12 aylık 58,30 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemiz koruyoruz.** Hedef fiyatımız 26 Mayıs 2026 kapanışına göre %76 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	280.104	Beta (12A)	1,43
Piyasa Değeri (USD mn)	6.138	Ort. Günlük Hacim	6.579
Kapanış	33,16	Yabancı Payı	32,1%
12 Ay Yüksek	44,50	Halka Açıklık (%)	39,0%
12 Ay Düşük	25,32	Ağırlık	2,60%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	13.860	55.536	120.096	208.838
% Fark, Yıllık	-79,3%	300,7%	116,2%	73,9%
Net ücret ve komisyon geliri	73.097	110.297	143.239	178.199
% Fark, Yıllık	112,0%	50,9%	29,9%	24,4%
Net kar	29.017	47.090	80.295	148.345
% Fark, Yıllık	-57,3%	62,3%	70,5%	84,8%

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%	2,7%	1,5%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	0,7%	2,3%	3,6%	4,7%
Ortalama aktif getirisi	1,4%	1,7%	2,1%	3,0%
Ortalama özkaynak getirisi	15,7%	21,1%	27,6%	33,7%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	2,4	8,9	6,5	3,5
F/DD	0,9	1,3	1,2	0,8



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	-11,9	-24,7	-4,4	27,8
US\$ Getiri (%)	-13,5	-27,7	-11,3	8,7
BİST 100 Relatif Getiri (%)	-7,1	-23,5	-23,7	-12,6

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

# Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım								
Tavsiye Listesi								
1 Haziran 2026								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	64,00	108,10	332.800	562.120	68,9%	5,31	1,10
GARAN	AL	122,90	200,02	516.180	840.084	62,8%	4,35	1,14
HALKB	TUT	42,10	48,80	302.479	350.617	15,9%	10,01	1,34
ISCTR	AL	13,14	23,16	328.500	578.999	76,3%	4,36	0,78
TSKB	AL	11,08	20,06	31.024	56.168	81,0%	2,78	0,67
VAKBN	AL	30,84	52,79	305.807	523.461	71,2%	4,70	0,92
YKBNK	AL	33,16	58,30	280.104	492.463	75,8%	5,00	1,03
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AGHOL	AL	33,60	46,74	81.828	113.823	39,1%	22,78	0,65
KCHOL	AL	189,10	318,51	479.538	807.702	68,4%	19,67	0,67
SAHOL	AL	92,00	173,19	193.235	363.759	88,2%	24,28	0,51
TAVHL	AL	251,75	440,00	91.456	159.845	74,8%	58,47	1,19
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	225,62	252,50	43.554	48.340	11,9%	68,76	1,60
AKSEN	AL	80,00	110,00	98.107	134.894	37,5%	26,55	1,53
ARCLK	AL	103,70	149,50	70.073	101.021	44,2%	-	0,96
ASELS	AL	380,25	495,00	1.733.940	2.257.200	30,2%	53,33	6,17
BIMAS	AL	373,00	482,50	447.600	579.002	29,4%	20,77	2,37
CCOLA	AL	80,05	103,40	223.986	289.322	29,2%	12,70	2,68
CIMSA	AL	50,65	70,55	47.894	66.712	39,3%	14,14	1,38
DOAS	AL	184,80	302,90	40.656	66.639	63,9%	13,73	0,60
EREGL	AL	39,18	42,24	274.260	295.710	7,8%	584,44	0,93
FROTO	AL	84,15	149,30	295.291	523.900	77,4%	9,53	1,80
KRDMD	TUT	39,74	45,00	31.006	35.109	13,2%	159,69	0,48
MGROS	AL	659,00	910,00	119.315	164.759	38,1%	17,60	1,35
OYAKC	AL	20,82	33,35	101.220	162.130	60,2%	13,39	1,46
PETKM	TUT	22,10	18,91	56.010	47.935	-14,4%	-	0,82
PGSUS	AL	170,10	271,90	85.050	135.950	59,8%	9,86	0,73
SELEC	AL	103,40	140,00	64.211	86.942	35,4%	55,50	1,86
SISE	AL	45,21	65,00	140.295	199.110	43,8%	13,86	0,55
TCELL	AL	101,00	150,00	222.200	330.000	48,5%	12,21	0,76
THYAO	AL	296,75	445,00	409.515	614.102	50,0%	3,15	0,42
TOASO	AL	296,00	435,00	148.000	217.500	47,0%	12,84	2,51
TTKOM	AL	61,25	90,00	214.375	315.000	46,9%	8,02	0,88
TUPRS	AL	236,20	355,76	455.109	685.470	50,6%	13,75	1,29
ULKER	AL	115,80	159,80	42.762	59.010	38,0%	12,95	0,87
VESBE	TUT	6,77	11,50	10.832	18.400	69,9%	-	0,28
ZOREN	TUT	3,09	4,30	15.450	21.500	39,2%	-	0,25

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 şekilde 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](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)