

# Aylık Strateji

## Temmuz 2026

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

# ABD-İran anlaşması ve para politikası mesajları haziran ayında piyasalara yön vermiştir...

Öneri: AL

Haziran ayında küresel piyasaların ana gündem maddelerini Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler, enerji fiyatlarındaki oynaklık ve büyük merkez bankalarının para politikası adımları oluşturmuştur. ABD-İran hattında ayın ilk yarısında devam eden gerilim ve Hürmüz Boğazı'na ilişkin arz endişeleri petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskıyı sürdürürken, enerji fiyatlarındaki oynaklık küresel enflasyon görünümü ve para politikası beklentileri açısından yakından takip edilmiştir.

Ayın en önemli gelişmesi, ABD Başkanı Trump'ın 14 Haziran tarihinde İran ile savaşı sona erdirmeyi ve Hürmüz Boğazı'nda ticari geçişlerin yeniden normalleşmesini amaçlayan bir anlaşmaya varıldığını duyurması olmuştur. Anlaşma; çatışmaların durdurulması, deniz trafiğinin yeniden açılması ve nihai çözüm için müzakere sürecinin başlatılması çerçevesinde değerlendirilmiştir. Ancak, nükleer program, yaptırımların kalıcı şekilde kaldırılması ve bölgesel vekil güçlere ilişkin başlıkların sonraki görüşmelere bırakılması, anlaşmanın kalıcı normalleşmeden ziyade kırılğan bir ateşkes zemini sunduğuna işaret etmiştir. Nitekim 14 Haziran sonrasında nükleer denetimler ve Hürmüz geçiş koşulları konusunda görüş ayrılıklarının sürmesi, jeopolitik risklerin tamamen ortadan kalkmadığını göstermiştir. Ayın son bölümünde Körfez çevresinde kısa süreli karşılıklı saldırıların yaşanması ve ardından Doha'da yeni görüşmelerin gündeme gelmesi de sürecin kırılğanlığını teyit etmiştir.

Petrol fiyatlarında haziran boyunca ABD-İran hattındaki haber akışına paralel olarak yüksek oynaklık izlenmiştir. Ayın ilk yarısında çatışma riski ve Hürmüz kaynaklı arz endişeleriyle yüksek seviyelerde kalmayı sürdüren petrol fiyatları, anlaşma haberleri ve diplomatik temasların güç kazanmasıyla ayın ikinci yarısında belirgin biçimde geri çekilmiştir. Brent petrol fiyatının ay sonuna doğru 72-74 dolar bandına gerilemesi piyasalarda kısa vadeli rahatlama sağlarken, Hürmüz geçiş koşulları ve nükleer denetimlere ilişkin belirsizlikler, enerji fiyatları kaynaklı enflasyon risklerini gündemde tutmuştur.

Küresel para politikası tarafında Fed'in Powell sonrasında göreve gelen yeni Başkan Kevin Warsh yönetimindeki ilk toplantısı öne çıkmıştır. Fed, 16-17 Haziran tarihlerindeki toplantıda politika faizini %3,50-%3,75 aralığında sabit bırakmıştır. Kararın oy birliğiyle alınması, mevcut faiz seviyesine ilişkin Komite içinde kısa vadede geniş bir mutabakat bulunduğunu göstermiştir. Ancak, toplantının asıl önemi, Warsh'ın iletişim dili ve yeni Fed yaklaşımına ilişkin verdiği mesajlar olmuştur. Warsh, enflasyonun hedefin üzerinde seyrettiğini ve fiyat istikrarı sağlanmadan erken gevşeme sinyali verilmesinin uygun olmayacağını vurgulamıştır. Ayrıca, Fed'in daha az ileri yönlendirme yapan ve gelen verilere daha hızlı tepki veren bir çerçeveye geçebileceğine işaret etmiştir.

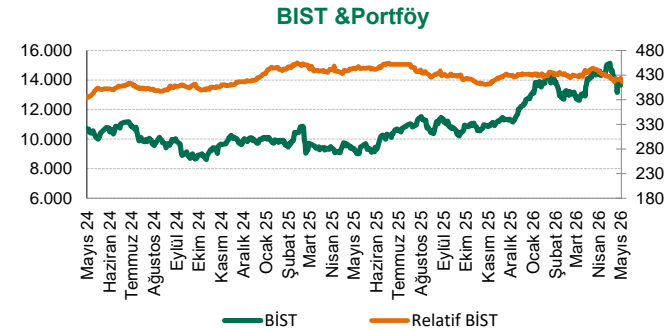
Avrupa tarafında enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerindeki etkileri ve büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskler öne çıkmıştır. ECB'nin haziran toplantısında Eylül 2023'ten bu yana ilk kez faiz artırımına gitmesi, enflasyonla mücadelede temkinli duruşun korunduğunu göstermiştir. Buna karşılık petrol fiyatlarında ayın ikinci yarısında görülen geri çekilme, ECB'nin temmuz toplantısında daha veri odaklı hareket edebileceği beklentilerini desteklemiştir. Asya tarafında Çin'de teşvik beklentileri gündemde kalırken, BoJ politika faizini beklentilere paralel olarak %1,00 seviyesine yükselterek son 30 yılın zirvesine çıkarmıştır.

Yurt içinde ise haziran ayında TCMB'nin faiz kararı, mayıs ayı enflasyon verileri, rezerv görünümü ve iç siyasi gelişmelere ilişkin haber akışı piyasaların odağında yer almıştır. Mayıs ayında TÜFE aylık bazda %1,71, yıllık bazda ise %32,61 artış kaydederek piyasa beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşmiştir. Buna karşın aylık enflasyonda nisan ayına göre belirgin yavaşlama izlenmesi, dezenflasyon sürecine ilişkin görünümü kısmen desteklemiştir. Yıllık enflasyonun yüksek seyrini koruması ise TCMB'nin temkinli duruşunu sürdürmesine neden olmuştur.

TCMB, 11 Haziran tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizini %37 seviyesinde sabit bırakmıştır. Karar metninde enflasyonun ana eğiliminin mayıs ayında bir miktar gerilediği belirtilirken, jeopolitik gelişmelerin enerji fiyatları kanalıyla enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam ettiği vurgulanmıştır. TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında kalıcı iyileşme sağlanana kadar sıkı duruşun sürdürüleceği mesajını korumuştur.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	14.122	3,36%	25,4%
BIST - 100, USD	303	1,3%	15,4%
MSCI Turkey	330.195	1,3%	15,8%
MSCI EMEA	259	-3,3%	0,0%
MSCI EM	1.723	-1,7%	22,7%
Gösterge Tahvil	39,96%	-378bps	274bps
USD/TL	46,5747	2,07%	8,70%
EUR/TL	53,0866	-0,07%	5,57%
F/K			
Bankacılık	5,7		
Sanayi	93,7		
Demir&Çelik	120,8		
GYO	12,4		
Telekom	10,0		
2026T F/K	15,4		

\*Kapanış 30 Haziran 2026



## TCMB'nin temmuz ayı toplantısında sıkı duruşunu sürdürmesi bekleniyor...

Temmuz ayında küresel piyasaların odağında ABD-İran anlaşmasının uygulanma süreci, Hürmüz Boğazı'ndan enerji akışının normalleşip normalleşmeyeceği, petrol fiyatlarının seyri ve merkez bankalarının para politikası adımları yer alacaktır. ABD'de açıklanacak enflasyon, istihdam ve büyüme verileri ile 28-29 Temmuz tarihlerindeki Fed toplantısı küresel risk iştahı açısından belirleyici olacaktır. Warsh yönetimindeki Fed'in daha az ileri yönlendirme ve daha veri odaklı politika mesajları dikkate alındığında, temmuz ayında açıklanacak verilerin faiz patikasına ilişkin beklentiler üzerindeki etkisi artabilir. Avrupa'da 23 Temmuz'daki ECB toplantısı, Çin'de ekonomik aktivite göstergeleri ve Japonya'da BoJ'un normalleşme sürecine ilişkin mesajları takip edilecektir.

Yurt içinde ise temmuz ayının ilk haftasında açıklanacak haziran ayı enflasyon verisi ve 23 Temmuz tarihindeki TCMB Para Politikası Kurulu toplantısı piyasaların ana gündem maddeleri arasında yer alacaktır. Enflasyonun ana eğilimi, enerji fiyatlarındaki geri çekilmenin maliyetler üzerindeki etkisi, iç talep görünümü, rezerv dinamikleri ve likidite koşulları para politikası beklentileri açısından belirleyici olacaktır. Diğer yandan, 7 Temmuz'da Ankara'da başlaması beklenen ve ABD Başkanı Trump'ın katılacağı NATO toplantılarına yönelik beklentiler ile 17 Temmuz'da Fitch'in ve 24 Temmuz'da Moody's'in Türkiye kredi notu gözden geçirmeleri piyasa üzerinde etkili olacaktır.

TCMB'nin haziran ayında politika faizini %37 seviyesinde sabit tutması, faiz indirimi beklentilerini temmuz ve sonrasında ötelemiştir. Yıllık enflasyonun yüksek seyri, jeopolitik riskler ve iç siyasi belirsizlikler nedeniyle TCMB'nin temmuz toplantısında da temkinli duruşunu koruması beklenmektedir. Buna karşın petrol fiyatlarındaki geri çekilme, iç talepteki yavaşlama ve haziran enflasyonunda olası olumlu gerçekleşme, yılın ikinci yarısında faiz indirim beklentilerini destekleyebilir.

BIST-100 Endeksi haziran ayında jeopolitik gelişmeler, merkez bankalarının yönlendirmeleri ve yurt içi haber akışına bağlı olarak dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Ay ortasında ABD-İran anlaşması, petrol fiyatlarındaki geri çekilme ve küresel risk iştahındaki toparlanma alımları desteklerken; ay sonunda ABD-İran arasındaki anlaşmanın uygulanmasına ilişkin belirsizlikler ve MSCI tarafından Türkiye'ye yapılan şeffaflık uyarısı ile artan kar satışları kazançları sınırlamıştır.

BIST-100 Endeksi 19 Haziran tarihinde 14.876,07 puan seviyesini test etmiştir. Ancak, jeopolitik risklerin yükselmesinin yanı sıra TCMB'nin faiz indirimlerinde aceleci olmayacağı beklentilerinin artması ve MSCI'nın Türkiye'ye yönelik eleştirilerinin etkisi ile hızlanan satışlar sonucunda kazançlarının bir kısmını geri veren BIST 100 Endeksi, Haziran ayını %3,36 artışla 14.121,83 puandan tamamlamıştır. Ay genelinde sektörel ayrışmalar öne çıkmış, Sınai Endeksi %2,10 gerilerken Banka Endeksi %15,92 artışla pozitif ayrılmıştır.

Petrol fiyatlarındaki geri çekilme, TCMB'nin sıkı duruşu ve yılın ikinci yarısında faiz indirim sürecinin yeniden başlayabileceğine yönelik beklentiler çerçevesinde, BIST-100 Endeksi'nin temmuz ayında dalgalı ancak yukarı yönlü tepki potansiyelini koruyan bir görünüm sergilemesini bekliyoruz. Orta Doğu'da ateşkesin kalıcı hale gelmesi, Hürmüz üzerinden enerji akışının normalleşmesi ve haziran enflasyonunun dezenflasyonu desteklemesi halinde, 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 değerimizi cari endekse göre %17 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi sürdürüyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2026T 10.79x ve 1.16x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 40% ve 54% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüze GARAN ve THYAO'yu ekliyoruz, FROTO'yu çıkartıyoruz.

### Piyasa Riskleri

- Başta Orta Doğu olmak üzere kriz bölgelerindeki çatışmaların bölgesel yayılım riskinin yeniden artması,
- Jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerinden küresel enflasyonu olumsuz etkilemesi,
- Fed, ECB ve BoJ başta olmak üzere büyük merkez bankalarının beklenenden daha sıkı para politikası sinyalleri vermesi,
- TCMB'nin enflasyon beklentilerinde bozulma görülmesi halinde sıkı duruşunu artırma riski,
- İç siyasi gelişmelere ilişkin haber akışının TL varlıklarda oynaklığı artırması,
- Türkiye'nin MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi kapsamından çıkarılması.

### Aylık Strateji

### Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	77,00	108,10	40,4%	20,3%	16,4%
ASELS.TI	345,00	495,00	43,5%	-9,3%	-12,2%
CIMSA.TI	47,10	70,55	49,8%	-7,0%	-10,0%
GARAN.TI	138,00	200,02	44,9%	0,0%	0,0%
MGROS.TI	669,50	910,00	35,9%	1,6%	-1,7%
SAHOL.TI	97,50	173,19	77,6%	6,0%	2,5%
TCELL.TI	107,40	150,00	39,7%	6,3%	2,9%
THYAO.TI	326,00	445,00	36,5%	0,0%	0,0%
TUPRS.TI	227,50	355,76	56,4%	-3,7%	-6,8%
YKBANK.TI	40,14	58,30	45,2%	21,0%	17,1%
Aylık Getiri				3,5%	0,8%

\*Kapanış 30 Haziran 2026

**Eklene**  
**GARAN**  
**THYAO**

**Çıkan**  
**FROTO**

**Değişmeyen**

**AKBNK**

**ASELS**

**CIMSA**

**MGROS**

**SAHOL**

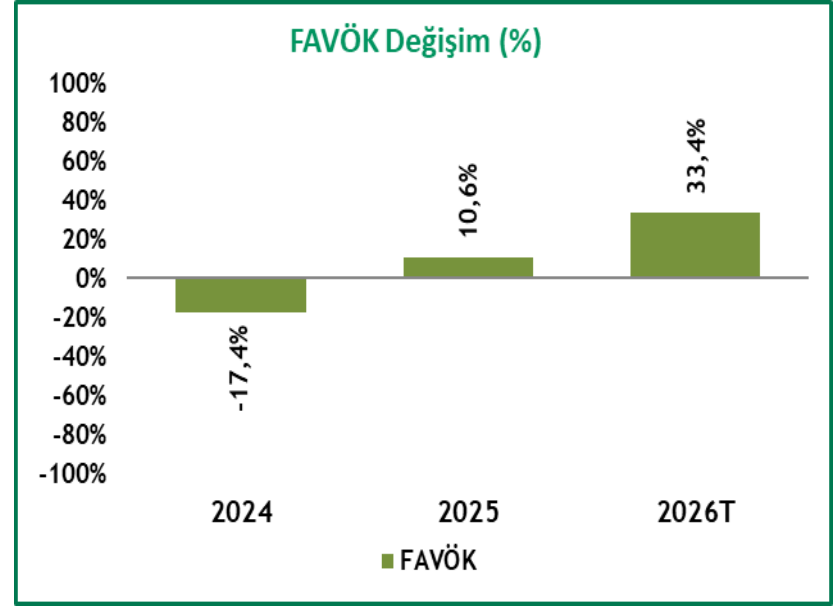
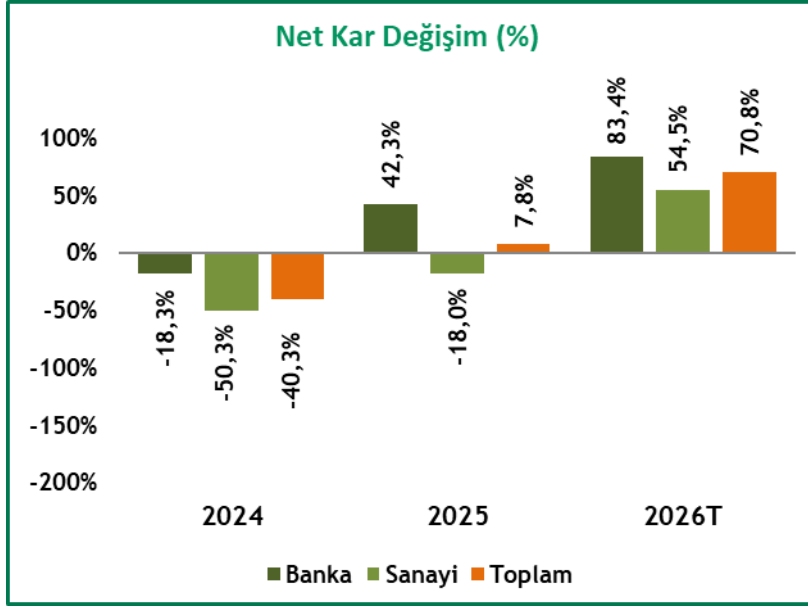
**TCELL**

**TUPRS**

**YKBANK**

### 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 10.79x ve 1.16x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 40% ve 54% iskontolu işlem görmektedir.

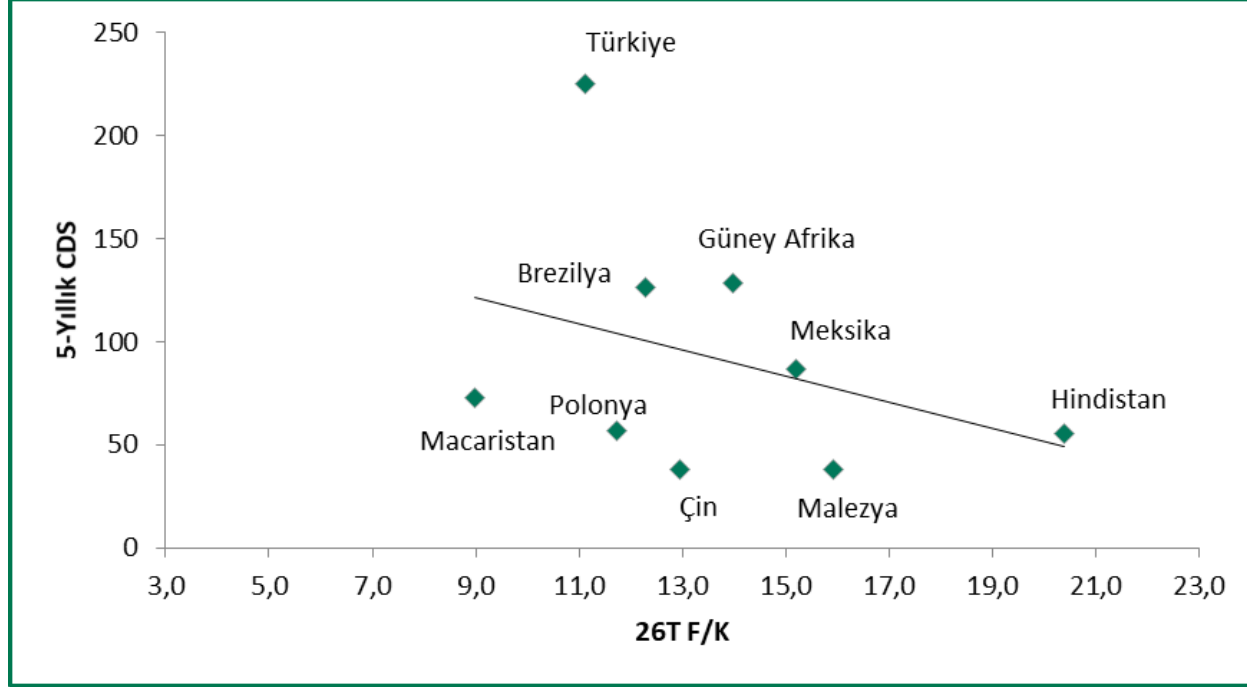
## Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %19,8'lik yükseliş göstermiş; MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %17,6 altında, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %6,6 üzerinde performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Türkiye</b>	1,3%	2,9%	19,8%	15,8%
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	-1,7%	23,3%	40,9%	22,7%
<b>MSCI EMEA</b>	-3,3%	0,9%	11,9%	0,0%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	-4,3%	10,8%	27,9%	11,5%
<b>MSCI Dünya</b>	-0,8%	13,3%	19,8%	8,9%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	-2,9%	19,9%	17,6%	5,9%
<b>MSCI EMEA</b>	-4,5%	-1,9%	-6,6%	-13,6%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	-5,5%	7,7%	6,8%	-3,8%
<b>MSCI Dünya</b>	-2,0%	10,1%	0,1%	-6,0%

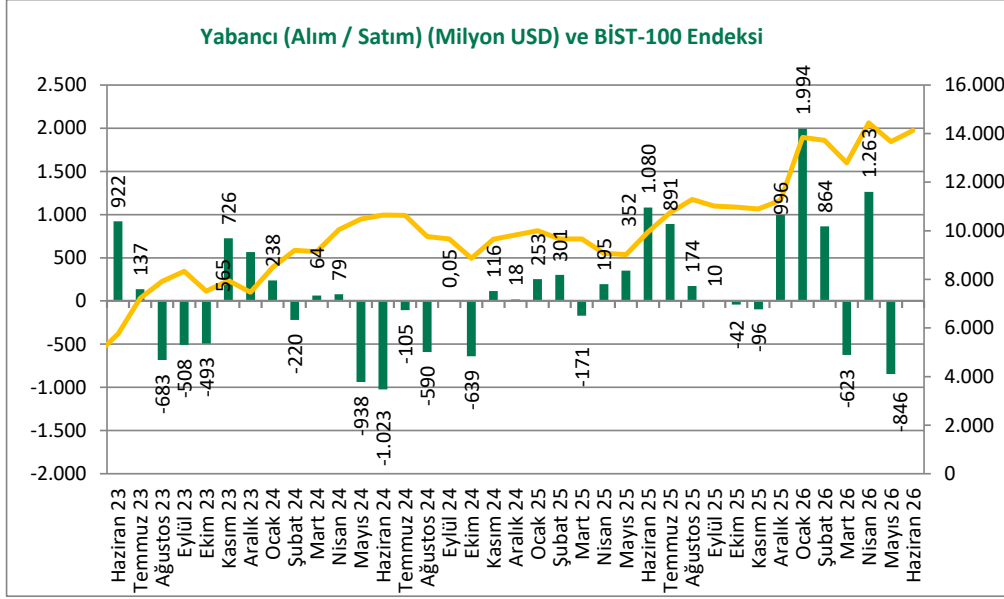
30 Haziran 2026 itibarıyla

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

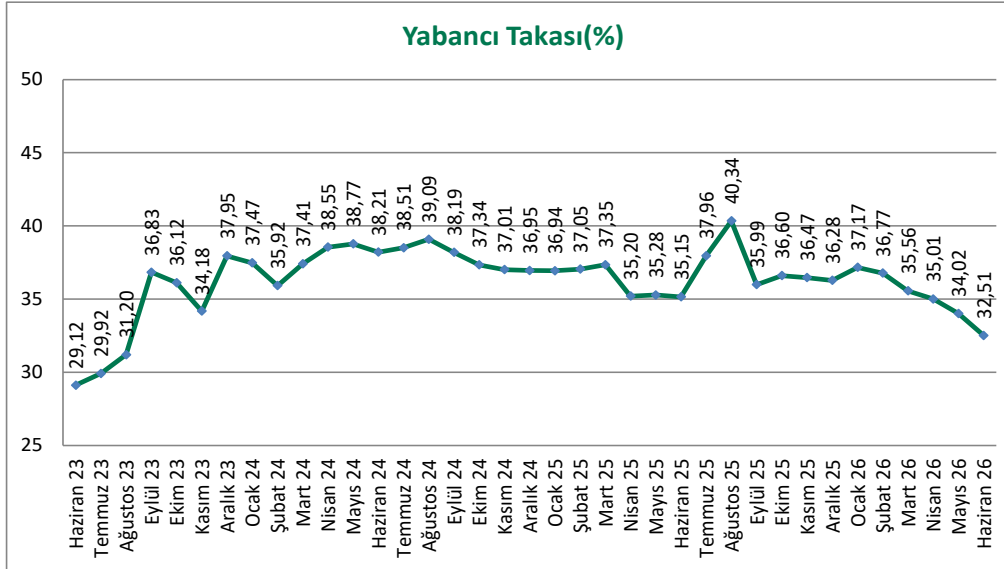


30 Haziran 2026 itibarıyla

# Yabancı payı...

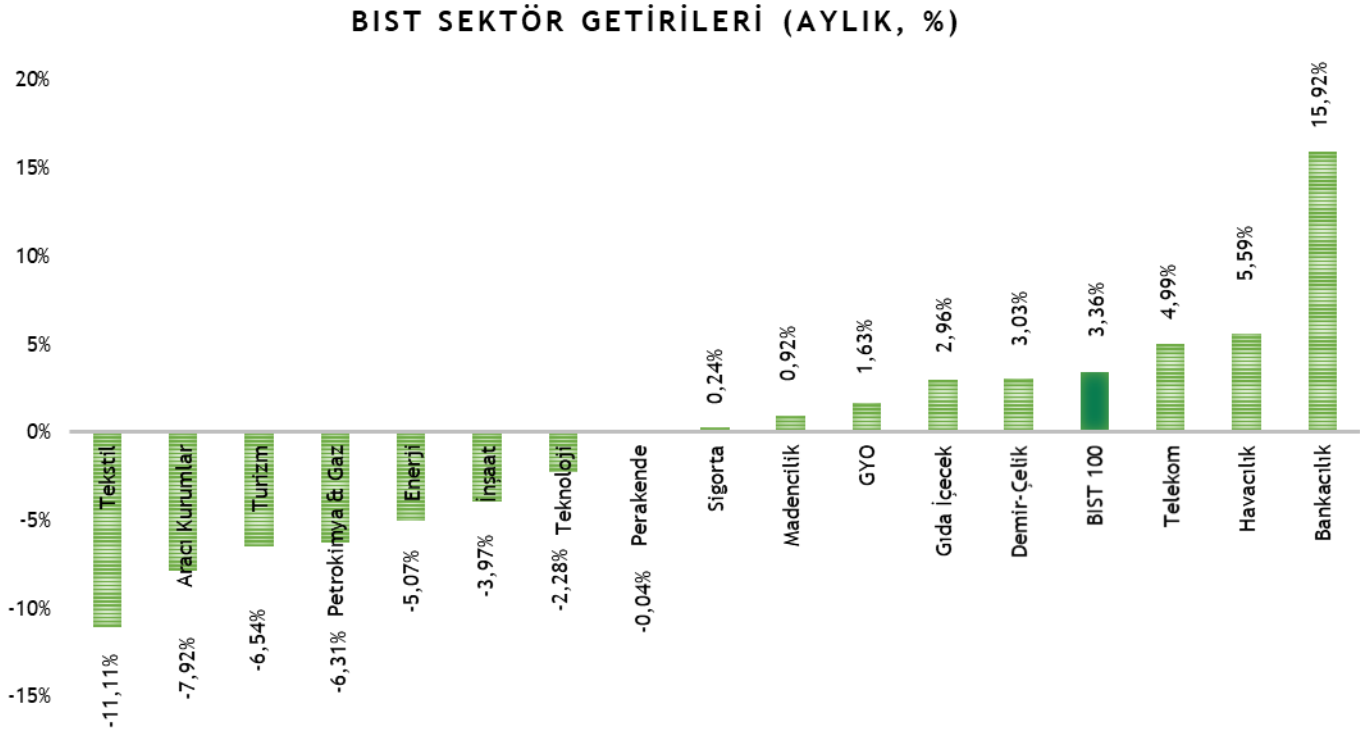


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Mayıs ayında toplamda 846 milyon dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Haziran ayında %32,51 seviyesine geriledi.

## Sektör Getirileri...



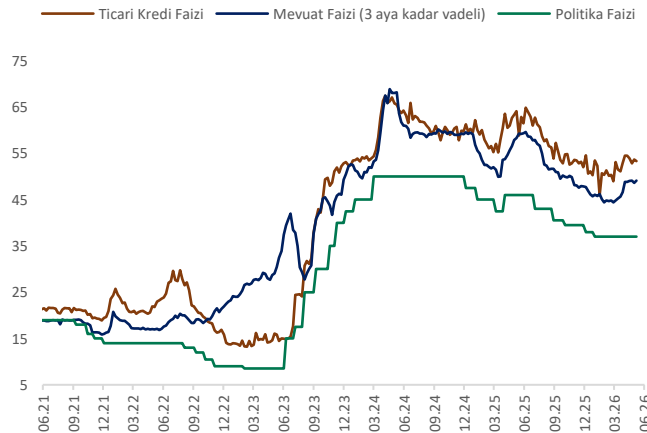
- Borsa İstanbul'da Haziran ayı itibarıyla en çok getiri sağlayan sektör yıllık %15,92 yükselişle bankacılık sektörü olmuştur.

# Makroekonomik Görünüm

## Merkez Bankası Faiz Kararı - Haziran

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini piyasa beklentisine paralel %37 seviyesinde sabit tuttu. Piyasa ve bizim beklentilerimize paralel bir karar açıklandı. Sınırlı da olsa piyasa da politika faizinin %40 seviyesine yükseltilmesi şeklinde beklentiler de mevcuttu. Fakat enflasyon ana eğiliminde yaşanan gerileme bu opsiyona gerek olmadığını göstermiştir. Mevcut durumda piyasa fonlamasının üst banttan yapılması zaten yeterince sıkı bir para politikası ve zımnı bir faiz artışı şeklinde değerlendiriliyor. Para politikasının yeterince sıkı olduğu bu ortamda gecikmeli etkilerin beklentiler kanalı üzerindeki aşağı yönlü etkisi gözlemlenecektir. Bu nedenle fonlamanın üst banttan yapılarak esnekliğin korunması ve faizlerin sabit tutulması yerinde bir karar. Enflasyon ana eğiliminde iyileşme yaşanması sınırlı da olsa merkez bankasının elini rahatlatmıştır. Fakat faiz indirimleri konusunda jeopolitik risklerin canlılığını koruması belirsizliği arttırmıştır. Bu ay kurul kararında en dikkat çekici kısım jeopolitik gelişmeler neticesinde enerji fiyatlarında yaşanan oynak ve yüksek seyir olarak öne çıkmıştır. 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. Ortadoğu'da gerilimin yeniden tırmanması enerji fiyatları üzerinden yukarı yönlü enflasyon riskini arttırırken, merkez bankalarının yeniden sıkılaştırmasına da öncülük etmiştir. Faiz artış ihtimallerinin güçlenmesini getiren bu durumun sınırlı da olsa bir süre daha piyasaların gündeminde olacağını tahmin ediyoruz. Petrol piyasasındaki fiyat hareketleri her ne kadar yüksek seyrini sürdürse de savaşın orta vadede sonlanacağı şeklinde vadeli piyasa fiyatlamaları görüyoruz. Merkez bankasının uzun süredir devam eden sıkı duruşunun pozitif etkileri arz yönlü küresel şoklarla sekteye uğramıştır. Bu nedenle piyasada oluşan sıkışma ve faiz indirimi beklentileri bir süre ertelendi. Fakat politika yapıcılar açısından erken yapılacak faiz indiriminin olumsuz sonuçları kısa vadeli pozitif etkilerinden daha baskın olabilir. Bu nedenle uzun süredir devam eden dezenflasyon politikasının sonuçlarını görmek açısından ihtiyatlı sıkı duruşun devamı yerinde bir karar. Yıl sonuna kadar küresel ve yerel risklerin sınırlandırıldığı bir ortamda toplam 400 baz puanlık faiz indirimiyle %33 seviyelerinde bir kapanış yapacağımızı tahmin ediyoruz.

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

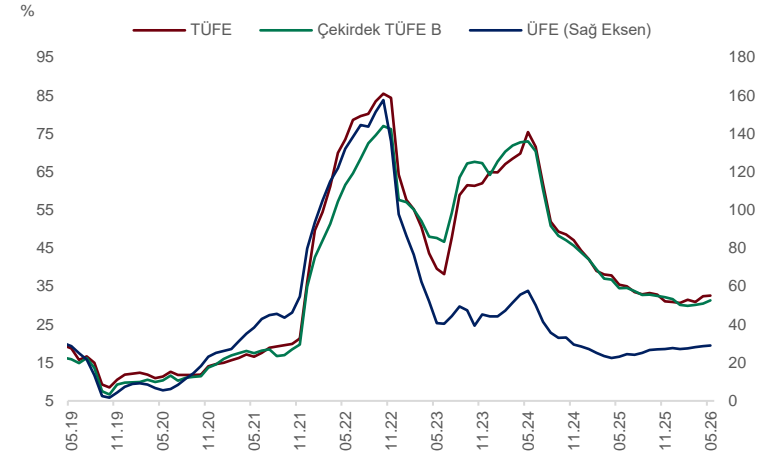


# Makroekonomik Görünüm

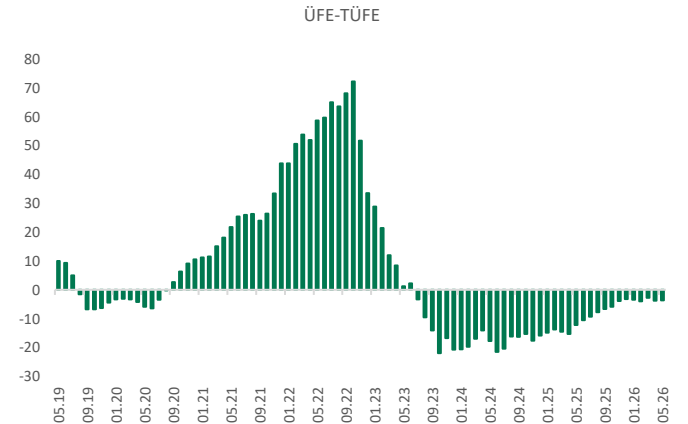
## Enflasyon – Mayıs

TÜFE mayısta bir önceki aya göre %1,71 artarken yıllık enflasyon %32,61 seviyesinde gerçekleşti (önceki %32,37). Mevcut gelişmeler dikkate alındığında hem yükselen alt endeksler katılmış durumda hem de hane halkını etkileyen sepet manşet enflasyonun üzerinde. TÜFE endeksinde %52,46 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ile oluşturulan bu endeks mayısta yıllık %37,01 yükseldi. Temel gider kalemlerinde hissedilen enflasyon, manşet rakamlardan belirgin şekilde yukarı yönlü ayrışıyor. Mayıs'ta fiyat dinamiklerindeki kırılmalar şu şekilde özetlenebilir. Gıda ve alkolsüz içeceklerde mayısta %0,48 bir düşüş gerçekleşirken aylık enflasyonu 0,12 puan aşağı çekmiştir. Giyim ve ayakkabı 2025 boyunca devam eden düşük seyrini telafi ederek aylık %11,29 yükselmiş durumda. Bu ay giyim ve ayakkabı kaleminden aylık enflasyona 0,75 puan katkı gelmiştir. Fakat yıllık enflasyon hala %14,08 gibi düşük seviyelerde. Ulaştırma aylık %2,03 ile bu ay enflasyona 0,35 puan katkı yaptı ve yıllık enflasyon %34,29 seviyesinde. Enerji fiyatlarındaki yüksek seyir yönetilen/yönlendirilen fiyatlara bu kalemler üzerinden belirgin şekilde yansıyor. Konut enflasyonu bu ay düşüş seyrine girse de hala manşet enflasyonun üzerinde. Aylık %2,28 yükselen konut aylık enflasyona 0,27 ve yıllık enflasyona 6,07 puan katkı yaptı. Yıllık 32,61 olan enflasyonun 20,3 puanı gıda, konut, ulaştırma kalemlerinden geliyor. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %2,87 olurken yıllık enflasyon %31,3 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek göstergelerdeki dezenflasyon hızı yıllık bazda değerlendirildiğinde manşet rakamlardan daha iyi. Gıda, enerji gibi geçici kalemler dışlandığında dezenflasyon daha iyi durumda. Özellikle gıda ve enerji şokları uygun yöntemlerle sakin bir patikaya evrilirse para politikasının sonuçlarını daha etkin şekilde almak mümkün. Son enflasyon raporundaki merkez bankası yıl sonu tahminlerindeki güncellemeler de birlikte düşünüldüğünde %30 seviyesinin altı görülmeden faiz indirimi konusunda ihtiyatlı bir yaklaşım sergileneceğini düşünüyoruz. Yıl sonu petrol fiyatlarında 75-80\$/varil seviyelerinde dengelenme yaşanacağını öngörüyoruz. Bu varsayım altında enflasyonun %26-30 bandına yükseleceğini ve yıl sonunda %28 seviyesinde kapanış yapacağımızı tahmin ediyoruz. Bu tahminlerin mevcut jeopolitik gerilimlerin sahada değil masada çözümleneceği ve sıkı para politikası duruşunun devamı halinde geçerli olduğunu belirtmek isteriz.

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



## ÜFE-TÜFE Makası

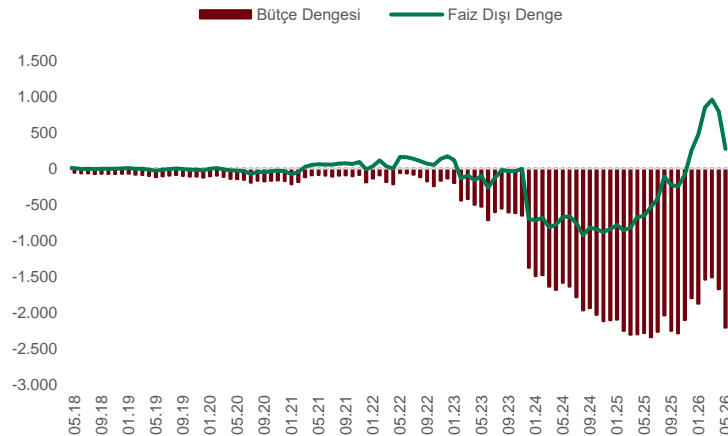


# Makroekonomik Görünüm

## Bütçe – Mayıs

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı mayıs ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.086,2 milyar TL, bütçe giderleri 1.384,4 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.255,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 298,2 milyar TL olurken faiz dışı denge 169,3 milyar TL açık vermiştir. Yılın ilk dört ayında ortalama 298 milyar TL olan gelir vergisi bu ay 91 milyar TL'ye gerilemiştir. Bu etkiden arındırıldığında bütçe performansı başa baş gidiyor diyebiliriz. Faiz giderleri de bu ay 128 milyar liraya gerilemiştir. Fakat ilk beş ay toplamı şeklinde baktığımızda bütçeden yapılan faiz ödemesi 1,26 trilyon TL ve oldukça yüksek bir seviye. Bütçe açığındaki tahminlerin neredeyse tamamı faiz giderlerinden oluşuyor ve birincil bütçe dengesi hala pozitif. Gider kalemlerinin detaylarını incelediğimizde personel giderleri nisan ayıyla yakın seviye diyebileceğimiz 407 milyar TL düzeyinde. Bu kalemler enflasyonun etkisini yansıttığından oynaklık düzeyi çok düşük. Faiz giderleri 128 milyar lira ile mayısta sert bir düşüş kaydetti fakat toplam düzeyde baktığımızda oldukça yüksek bir seviyede. Cari transferler 524 milyar düzeyinde yataya yakın. Bu kalem 500 milyar düzeyinde katılmış durumda. Bu ay BOTAŞ'a 25 milyar ve kamu bankalarına 24 milyar transfer yapılmıştır. Ayrıca bu ay emeklilere bayram ikramiyesi kapsamında 58 milyar transfer yapılmıştır. Sermaye transferleri, borç verme ve sermaye giderlerinde belirgin bir değişim göze çarpmıyor. Her ne kadar sıkı duruş birincil bütçe dengesini kontrol altında tutsa da borçlanma faizlerindeki yüksek seyir genel bütçe dengesini aşağı çekiyor. Bunun temel nedeni de enflasyondaki yüksek seyir ve dezenflasyonun henüz hedeflenen seviyelere gerilememesi. Son enflasyon raporunda da belirtildiği gibi tahminlerle uyumlu bir patikaya evrilen enflasyon hem mali disipline hem de fiyat istikrarına katkı yapacaktır. Jeopolitik gelişmelerde yaşanan pozitif havanın ÖTV gelirlerinde yeniden bir ivme yaratacağı aşikâr. Ayrıca yılın geri kalanında yapılacak faiz indirimleri de 2027-2028 bütçe performansına daha olumlu yansiyacaktır. Maliye politikası tarafında çözülmesi gereken birincil öncelik faiz giderlerinin bütçe ve mali disiplin üzerindeki baskısı. Bunun da nedeni para politikasının oldukça sıkı ve faizlerin yüksek seyretmesi. Özet olarak enflasyon tarafında yaşanacak olumlu gelişmeler önce para politikasının gevşemesine ve ardından maliye politikası tarafında bütçe performansına olumlu yansiyacaktır.

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

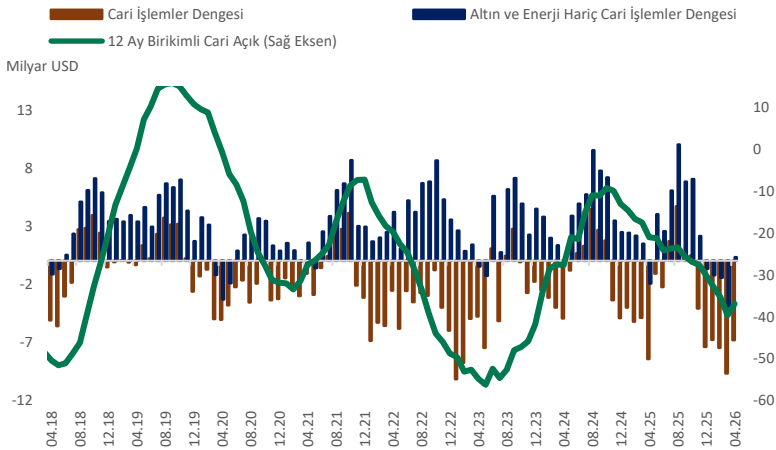


# Makroekonomik Görünüm

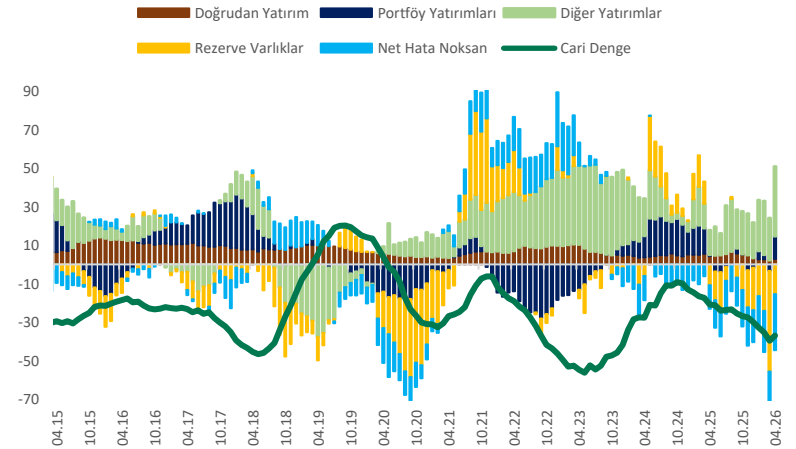
## Ödemeler Dengesi - Nisan

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre nisan ayı cari işlemler dengesi nisanda 5,7 milyar ABD doları açık verirken, yıllıklandırılmış cari açık 37 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşti. Hizmetler dengesinde mevsimsel pozitif etkiler devreye girerken dış ticaret açığı sakin seyrini sürdürüyor. Nisanda rezervler 12 milyar ABD doları yükseliş kaydederken portföy yatırımlarında 4 milyar net giriş gerçekleşmiştir. Nisan ayında marta göre sınırlı düşüş kaydeden aylık cari açık rakamlarında gevşeyen enerji fiyatlarının belirgin bir etkisi var. Özellikle zirve fiyatlarından düşüş sergileyen petrolün net enerji ithalatçısı olarak cari açık üzerindeki etkisi yadsınamaz. Ödemeler dengesi gelişmelerinin alt kalemlerini incelediğimizde dış ticaret açığı önceki aya göre yaklaşık 3 milyar ABD doları gerileyerek 6,8 milyar açık vermiştir. Hizmetler dengesinde bahar ve yaz aylarının pozitif etkisini hissedeceğimiz döneme giriyoruz. Nisanda hizmetler dengesi kaynaklı girişler 3,7 milyar ABD doları seviyesine yükseldi (önceki 2,6 milyar). 12 aylık birikimli baktığımızda dış ticaret açığı 74,8 milyar ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 62,8 milyar ABD doları olmuştur. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 319 milyon ABD doları fazla vermiştir. Önceki aylarda devam eden çekirdek göstergedeki bozulma bu ay pozitif dönmüş durumda. İlk çeyrek büyüme rakamları ve net iç talep sınırlı gerileme yaşasa da talepten bağımsız fiyat etkisiyle ithalatın belirgin şekilde yükseldiğini gördük. Aynı dönemde kış mevsimi etkisiyle hizmetler dengesindeki girişler cılız kaldığı için cari açıda sert yükseliş gerçekleşti. Fakat nisan ayındaki gerçekleşme ve haziran ayındaki yerel ve küresel atmosfere baktığımızda cari açık kırılganlık yaratmayacak seviyelerde yıl sonu kapanışı yapabilir. Bunda petrol fiyatlarındaki gevşeme ile birlikte sıkı para politikasının ortak bir etkisi olacaktır.

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



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

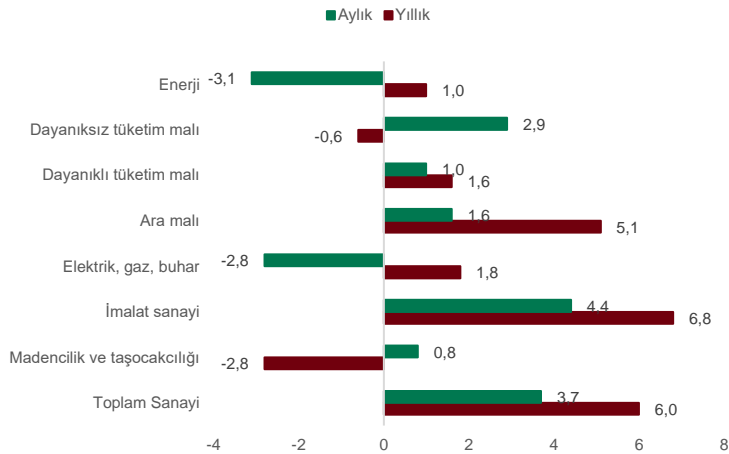


# Makroekonomik Görünüm

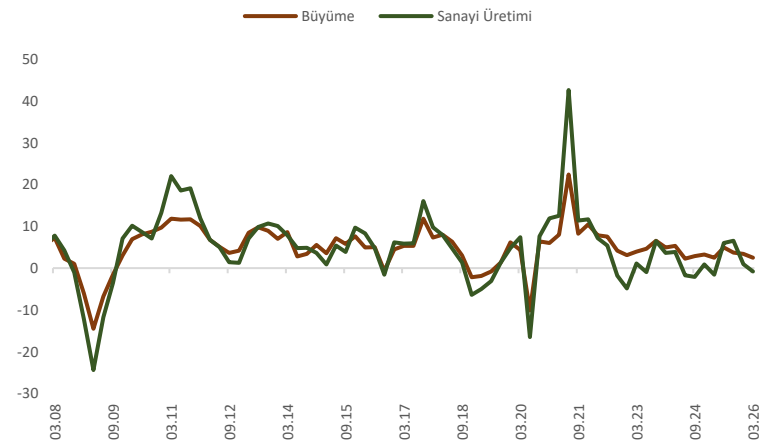
## Sanayi Üretimi - Nisan

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim nisan bir önceki aya göre %3,7 yükseliş kaydetti. Yıllık üretim ise %6 büyüdü. Geçen yıl nisan ayında yaklaşık %4 daralan üretim baz etkisiyle yıllık %6 ivme kazandı. İlk çeyrekte hasıla büyümesinde sınırlı geri çekilme yaşanırken sanayi üretimi daralmıştı. Hizmetler öncülüğünde büyüyen ekonominin üretim yanlı büyümeden sapması hem talep hem de fiyat şoklarını beraberinde getiriyor. Mevcut atmosferde büyümenin motoru iç talep ve tüketim iken ikinci çeyreğe üretim öncülüğünde pozitif bir havada başlamak fiyat dinamikleri üzerinde dezenflasyonu hızlandıracaktır. Henüz ikinci çeyreğin tamamı için bir tahmin yapmak güç olsa da mevcut ivmenin sınırlı da olsa devam etmesi önemli. Sıkı para politikası finans ve sigorta gibi hizmetleri pozitif etkilerken en belirgin negatif etkisi üretim göstergeleri üzerinde hissediliyor. Negatif arz şokları özellikle emtia piyasası üzerinden üretim göstergeleri üzerinde maliyet baskısı yaratmıştı. Bu da hem enflasyonu yukarı yönlü baskıladı hem de merkez bankalarını ek tedbirler almaya itti. Fakat Ortadoğu'daki gerilimin sakinleşmesi ve petrol fiyatlarındaki sert geri çekilme üretime tüm küresel ekonomilerde yeniden ivme kazandırabilir. Yılbaşındaki baz senaryomuzda ekonomik aktivitenin ve sanayi şirketlerinin ilk çeyrekte daha pozitif bir performans göstereceğini düşünüyorduk. Petrol fiyatlarındaki yüksek seyir tahminlerimizden yukarı yönlü sapsa da fiyatlardaki geri çekilme hızlanmış durumda. Bu nedenle 75-80\$/varil fiyatlarındaki yıl ortalaması dengelenmesi, enflasyonu üçüncü çeyrekte %30 seviyelerinin altına getirecektir. Bu senaryo kapsamında TCMB'nin faiz indirimleri konusunda elinin rahatlayacağını ve yıl sonuna kadar yaklaşık 400 baz puan indirim alanı açılacağını tahmin ediyoruz. Enflasyona öngörülemeyen ek bir şok gelmezse yıl sonunda TCMB tahminleriyle de uyumlu %28 seviyelerinde bir kapanış yapacağımızı tahmin ediyoruz. Yurtdışında özellikle üretim ve siparişlerde yaşanacak olumlu gelişmeler sanayi üretimi üzerinden büyümeyi destekleyecektir. Bu etki üretim yanlı olduğu için enflasyon etkisi de oldukça sınırlı. Bu kapsamda özellikle yerel ve küreselde yaşanacak beklentilerdeki iyileşmenin sanayi üretimine olumlu yansımalarının dezenflasyon programına da belirgin bir katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

### Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



### Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



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

## Getiri Potansiyeli: %40

## 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.

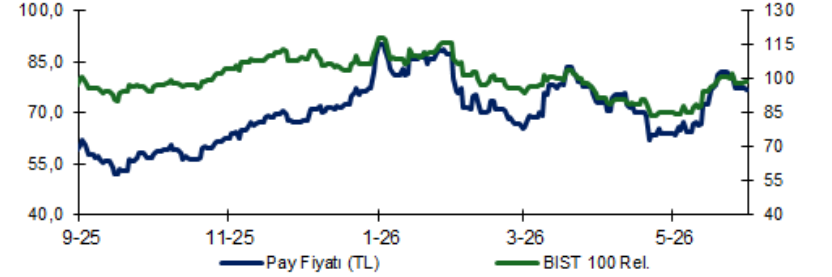
**Akbank için 2026 yılında %75 net kar büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 108,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımızı 30 Haziran 2026 kapanışına göre %40 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	400.400	Beta (12A)	1,37
Piyasa Değeri (USD mn)	8.601	Ort. Günlük Hacim	8.031
Kapanış	77,00	Yabancı Payı	46,4%
12 Ay Yüksek	90,60	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	51,40	Ağırlık	4,74%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	41.766	64.241	145.536	218.744
% Fark, Yıllık	-29,9%	53,8%	126,5%	50,3%
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	161.032
% Fark, Yıllık	-36,3%	35,1%	75,5%	60,3%

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%	33,1%

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



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	20,3	16,7	13,9	16,5
US\$ Getiri (%)	17,9	11,2	4,8	-0,5
BİST 100 Relatif Getiri (%)	16,4	5,7	-9,2	-17,9

Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: %43

## Beklentilerin üzerinde net kar...

Aselsan'ın net kar rakamı 1Ç26'da yıllık bazda %86,1 artarak TMS-29 etkisi dahil 5.539mn TL seviyesinde (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.

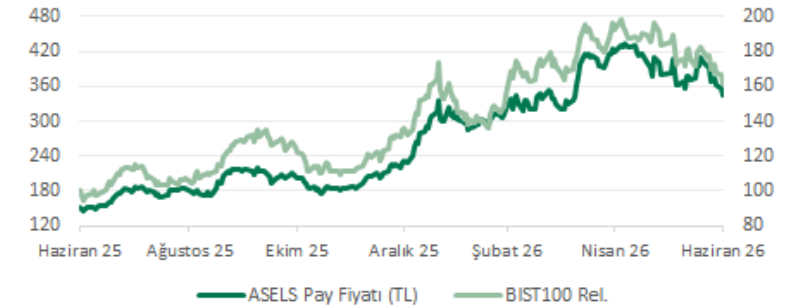
Aselsan'ın net satış gelirleri 1Ç26'da yıllık bazda %15 artışla 34.306mn TL seviyesine yükseldi. Açıklanan net satış geliri 33.950mn TL olan tahminimizin ve 34.150mn TL olan piyasanın medyan beklentisine paralel gerçekleşti. Yılın ilk üç ayında elde edilen hasılatla ÇELİKKUBBE, Radar, Elektronik Harp, 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 çeyreklik 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 30 Haziran 2026 kapanış fiyatına göre %43 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	345,00	
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.573.200	Son 12 Ay En Yüksek	450,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	33.778	Son 12 Ay En Düşük	145,31	
Firma Değeri (Mn TL)	1.595.284	Beta	0,92	
Firma Değeri (Mn \$)	34.275	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	197,7	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	52,4%	
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%	0,06%	0,11%
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	43,9
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	24,7
FD/Satışlar	1,5	2,0	5,4	6,3
F/DD	2,3	2,4	4,2	5,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-9,3	7,6	48,9	129,1
Ş Getiri (%)	-11,2	2,4	37,1	95,5
BIST-100 Relatif (%):	-12,2	-3,8	18,7	61,4



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: %50

## 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.

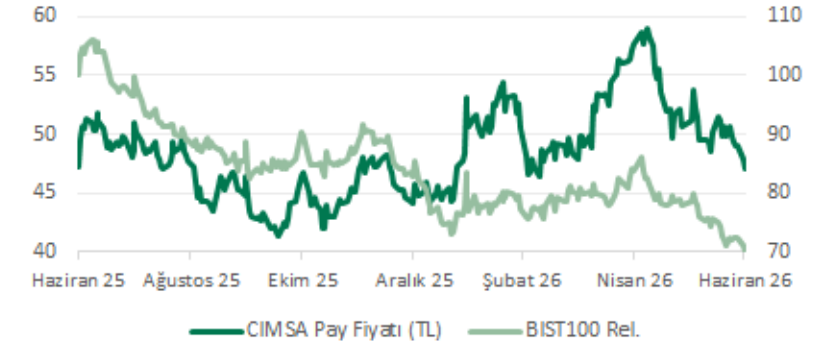
FAVÖK, operasyonel verimlilik artışı, alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji yatırımlarının katkısıyla yıllık bazda %2,7 artışla 1.470mn TL seviyesinde gerçekleşmiş, FAVÖK marjı ise 0,4 y.p. artış ile %12,6 seviyesine yükselmiştir. Şirketin alternatif yakıt kullanım oranı Türkiye'de %25, 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 fiyatımızı 30 Haziran 2026 kapanış fiyatına göre %50 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.**

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	47,10	
Piyasa Değeri (Mn TL)	44.537	Son 12 Ay En Yüksek	60,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	956	Son 12 Ay En Düşük	40,55	
Firma Değeri (Mn TL)	67.913	Beta	1,08	
Firma Değeri(Mn \$)	1.483	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	11,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,7%	
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%	2,0%
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	9,6
FD/FAVOK	8,2	11,4	7,5	6,2
FD/Satışlar	0,7	1,5	1,3	1,1
F/DD	1,5	1,8	1,2	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,0	-1,6	2,9	-0,4
S Getiri (%)	-9,0	-6,4	-5,3	-14,9
BIST-100 Relatif (%):	-10,0	-12,0	-18,0	-29,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

## Garanti Bankası'nı Model Portföyümüze Dahil Ediyoruz

Garanti BBVA, 1Ç26 solo finansal sonuçlarında 33,316 milyar TL net kar açıkladı (Ç/Ç: %25, Y/Y: %32 artış). Açıklanan net kar, beklentimizin %7, piyasa medyan beklentisinin %8 üzerinde gerçekleşti.

Garanti BBVA'nın net faiz gelirleri, TÜFE endeksli menkul kıymetlerin değerlemesinde kullanılan %23'lük enflasyon varsayımının TÜFEKS gelirlerini %47,5 oranında azaltmasına rağmen, çeyrek bazda %7 artış kaydetti. Fonlama tarafında swap maliyetleri %5,4 yükselirken, bu gelişmeler sonucunda swap dahil net faiz geliri %7,6 artarak 49,7 milyar TL seviyesine ulaştı. Bu doğrultuda bankanın net faiz marjı 5 baz puan artışla %5,75'e yükseldi.

Net ücret ve komisyon gelirleri, ödeme sistemleri gelirlerinin desteğiyle çeyrek bazda %2,6 oranında sınırlı bir artış kaydetti. Maliyet tarafında ise faaliyet giderleri aynı dönemde %3 yükseldi. Bu gelişmeler doğrultusunda, bankanın komisyon geliri/faaliyet giderleri oranı sınırlı bir gerilemeyle %85,6 seviyesine indi.

Aktif kalitesi tarafında, bankanın takipteki kredi oranı %3,5'ten %3,7 seviyesine sınırlı yükselirken, karşılık oranı %99'dan %96 seviyesine geriledi. Beklenen zarar karşılıkları sınırlı azalışla 14,175 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu doğrultuda, kur etkisi dahil net kredi riski maliyeti 240 baz puana geriledi (4Ç25: 263 bp). Sermaye yeterliliği tarafında ise çekirdek sermaye yeterlilik oranı %14,1'e, toplam sermaye yeterlilik oranı ise %18,8'e geriledi (4Ç25: %16,6 ve %21,9).

Garanti BBVA, 2026 yılına ilişkin beklentilerinin büyük ölçüde korunurken, yalnızca swap dahil net faiz marjına yönelik aşağı yönlü risklere dikkat çekti. Banka, TL kredilerde %30-35, yabancı para (YP) kredilerde ise %5-7 aralığında büyüme öngörmektedir. Aktif kalitesi tarafında net kredi riski maliyetinin %2-2,5 bandında gerçekleşmesi beklenirken, swap dahil net faiz marjı için +75 baz puanlık artış hedefi korunmaktadır. Öte yandan, net ücret ve komisyon gelirlerinde %30-35 büyüme öngörülürken, operasyonel giderlerin %45-50 aralığında artması beklenmektedir.

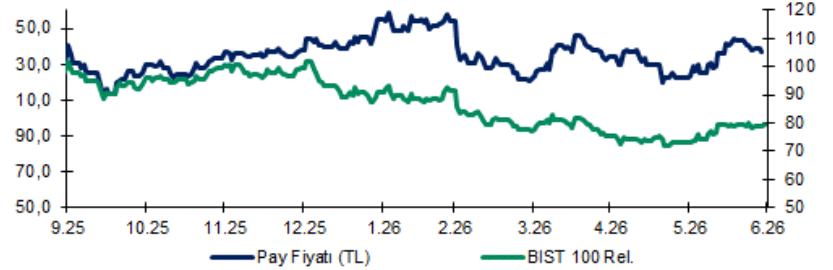
**Garanti Bankası için 2026 yılında %39 net kar büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 200,02 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımız 30 Haziran 2026 kapanışına göre %45 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	579.600	Beta (12A)	1,25
Piyasa Değeri (USD mn)	12.450	Ort. Günlük Hacim	4.446
Kapanış	138,00	Yabancı Payı	4,3%
12 Ay Yüksek	163,11	Halka Açıklık (%)	14,0%
12 Ay Düşük	110,92	Ağırlık	1,85%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	70.413	142.673	238.799	328.642
% Fark, Yıllık	1,2%	102,6%	67,4%	37,6%
Net ücret ve komisyon geliri	94.124	142.747	189.913	246.813
% Fark, Yıllık	130,9%	51,7%	33,0%	30,0%
Net kar	92.175	110.605	153.350	184.747
% Fark, Yıllık	5,5%	20,0%	38,6%	20,5%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2,2%	3,5%	3,6%	3,1%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,2%	2,1%	2,1%	2,5%
Net faiz marjı (Düzeltilmiş)	3,5%	4,9%	6,1%	6,3%
Ortalama aktif getirisi	4,0%	3,4%	3,5%	3,2%
Ortalama özkaynak getirisi	32,6%	29,1%	31,4%	29,9%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	5,7	5,2	3,8	3,1
F/DD	1,58	1,30	1,09	0,81



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	12,3	13,5	0,1	6,4
US\$ Getiri (%):	10,1	8,2	-7,9	-9,2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	8,6	2,8	-20,2	-25,1

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

## Getiri Potansiyeli: 36%

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

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 910,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Haziran 2026 kapanışıyla Migros, 2026T 3.5x FD/FAVÖK ve F/K 12.0x rasyoları ile işlem görmektedir.

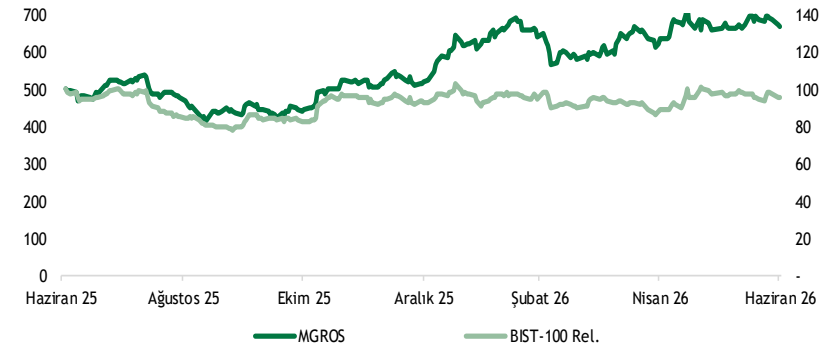
➤ Yüksek enflasyon ve yoğun rekabet ortamına rağmen çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle Migros'un FMCG pazar payını istikrarlı şekilde artırılabilmesini olumlu değerlendiriyoruz. Artan mağaza sayısı ve buna bağlı satış alanı büyümesi ile e-ticaret kanallarının net satışlara sağladığı pozitif katkının, 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 öngörülmektedir. RolC'in de artan kârlılık ve daha asset-light girişimlerin katkısıyla yukarı yönlü seyretmesi beklenmektedir.

Kod	MGROS TI / MGROS IS	Kapanış	669,50
Piyasa Değeri (mn TL)	121.216	Son 12 Ay En Yüksek	727,00
Piyasa Değeri (mn \$)	2.603	Son 12 Ay En Düşük	409,72
Firma Değeri (mn TL)	128.820	Beta	0,96
Firma Değeri (mn \$)	2.774	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	34,39
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	39,50

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	7,2	14,6	18,7	12,0
FD/FAVÖK	21,7	6,2	4,7	3,5
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 (%)	1,6	13,4	29,1	37,2
Ş Getiri (%)	-0,6	7,9	18,9	17,1
BIST-100 Relatif (%)	-1,7	1,4	3,0	-3,3



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 bedeli 185,64 mn ABD Doları seviyesindedir. (Satış işlemine ilişkin nihai pay devir bedeli, kapanıştaki net borç ve ilgili finansal düzeltmelere bağlı olarak kesinleşecektir.)

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 işlemi 18.06.2026 tarihinde tamamlanmış olup, ilgili paylar toplam 427,9 milyon ABD doları bedelle Heidelberg Materials AG'ye devredilmiştir. Şirket, satış bedelinin tamamının peşin olarak tahsil edildiğini duyurmuştur.

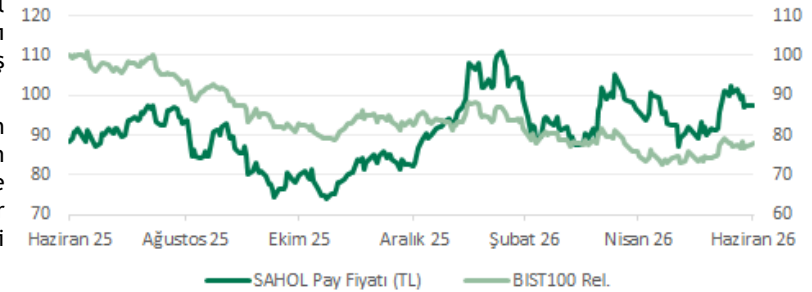
Holding CEO'su Kıvanç Zaimler, 21.04.2026 tarihli Bloomberg HT röportajında, portföyde yürütülen stratejik dönüşümün temel amacının Net Aktif Değeri büyümek ve özkaynak kârlılığını 120-150 baz puan artırmak olduğunu belirtmiştir. Kaynak tahsisinin yüksek getirili alanlara yönlendirileceğini vurgulayan 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 30 Haziran 2026 kapanış fiyatına göre %78 oranında getiri potansiyeli sunmaktadır.**

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	97,50		
Piyasa Değeri (Mn TL)	204.787	Son 12 Ay En Yüksek	113,18		
Piyasa Değeri (Mn S)	4.397	Son 12 Ay En Düşük	72,73		
Firma Değeri (Mn TL)	477.114	Beta	1,27		
Firma Değeri (Mn S)	10.531	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	72,8		
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,5%		
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 (%)		6,0	11,4	17,6	10,5
S Getiri (%)		3,7	6,0	8,3	-5,7
BIST-100 Relatif (%)		2,5	-0,4	-6,2	-22,2



Kaynak: KAP, FİNNET, 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: %40

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 medyan 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 medyan 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 fiyatlandırma 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.

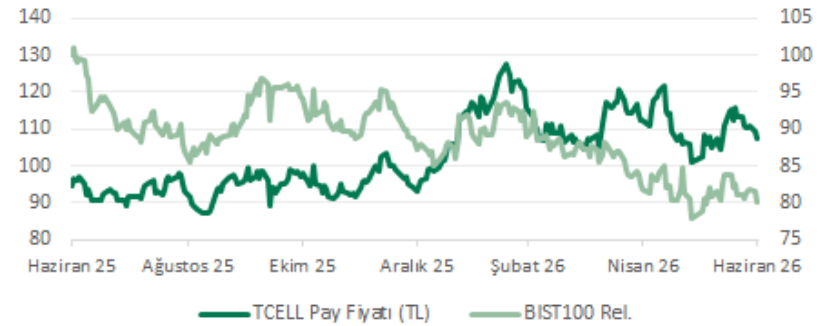
**TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 1Ç26'da yıllık bazda %3,2 artarak 28.300mn TL seviyesinde gerçekleşti.** Açıklanan FAVÖK, bizim 27.350mn TL seviyesindeki tahminimizin ve piyasanın 27.582mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin hafif üzerinde geldi. FAVÖK marjı ise 1Ç26'da %41,4 (1Ç25: %43,7) seviyesinde 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 30 Haziran 2026 kapanışına göre %40 yükseliş potansiyeli taşıyarak AL tavsiyemizi koruyoruz.**

Kod	TCELL.IS	Kapanış	107,40	
Piyasa Değeri (Mn TL)	236.280	Son 12 Ay En Yüksek	129,60	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.073	Son 12 Ay En Düşük	85,45	
Firma Değeri (Mn TL)	322.817	Beta	1,01	
Firma Değeri (Mn \$)	7.022	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	61,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	44,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	44,1%	
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%	2,88%	3,17%
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	9,7
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,5
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 (%)	6,3	2,7	15,4	13,8
\$ Getiri (%)	4,0	-2,3	6,2	-2,9
BIST-100 Relatif (%):	2,9	-8,2	-8,0	-19,8



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: %56

Petrol fiyatlarında normalleşmeye rağmen ürün marjları ve yüksek sezon etkisi yatırım tezini desteklemeye devam ediyor...

Küresel tarafta jeopolitik risklerden kaynaklanan petrol fiyatı oynaklığı devam ederken, Haziran ayında Brent petrol fiyatlarında belirgin bir normalleşme görülmüştür. Tüpraş'ın Temmuz ayı yatırımcı sunumuna göre Brent petrol fiyatı Mayıs ayındaki 107,6 ABD\$/varil seviyesinden Haziran ayında 5 yıllık ortalamaya paralel olarak 85,5 ABD\$/varil seviyesine gerilemiştir. Bu görünüm, önceki aylarda petrol fiyatlarında gözlenen jeopolitik risk priminin önemli ölçüde geri alındığına işaret ederken, rafineri marjları açısından ürün bazlı ayrışmanın önemini artırmaktadır.

Şirketin yayımladığı Temmuz ayı yatırımcı sunumuna göre, orta distilat ürün marjlarında zirve seviyelerden normalleşme eğilimi devam etmiştir. Motorin marjı Mayıs ayındaki 47,6 ABD\$/varil seviyesinden Haziran ayında 45,8 ABD\$/varil seviyesine gerilerken, jet yakıtı marjı 48,6 ABD\$/varil seviyesinden 42,1 ABD\$/varil seviyesine düşmüştür. Buna karşın, söz konusu marjların tarihsel ortalamaların üzerinde kalmaya devam etmesi, Tüpraş'ın ürün karması dikkate alındığında net rafineri marjı (NRM) görünümünü desteklemektedir. Benzin marjı ise Haziran ayında 31,4 ABD\$/varil seviyesinde güçlü seyrini korumuştur.

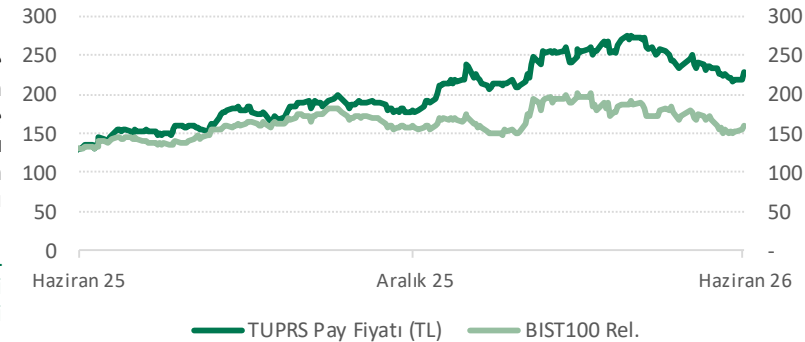
Öte yandan, ağır-hafif ham petrol fiyatı makasında Mayıs ayındaki olağanüstü genişlemenin ardından normalleşme görülmekle birlikte, Tüpraş'ın kompleks rafineri yapısı ham petrol optimizasyonu açısından destekleyici olmaya devam etmektedir. Fuel oil marjlarında görülen toparlanma da ürün marj kompozisyonu açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, Brent fiyatlarında yaşanan geri çekilmeye rağmen ürün marjları ve ham petrol makasındaki gelişmelerin rafineri kârlılığı açısından destekleyici 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 %7,5 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 normalleşme görülse de mevcut seviyelerin tarihsel ortalamaların üzerinde kalması, benzin marjındaki güçlü görünüm ve yüksek sezon etkisi, NRM görünümü açısından destekleyici unsurların devam ettiğine işaret etmektedir. Bu kapsamda, şirketin 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. Son dönemde hisse fiyatında görülen geri çekilmenin ardından hedef fiyatımız mevcut fiyat seviyelerine göre yaklaşık %56 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Güçlü nakit üretimi, yüksek temettü ödeme kapasitesi, yüksek sezon etkisi ve marj görünümünün finansallara yansımaya potansiyeli nedeniyle hisseyi model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

Kod	TUPRS.IS	Kapanış	227,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	438.346	Son 12 Ay En Yüksek	279,50	
Piyasa Değeri (Mn \$)	9.412	Son 12 Ay En Düşük	129,69	
Firma Değeri (Mn TL)	363.640	Beta	0,53	
Firma Değeri(Mn \$)	7.729	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	121,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	33,2%	
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%
FAVÖK	200.140	73.032	68.306	130.097
FAVÖK 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%	7,5%	17,4%
Net Borç / FAVÖK (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	4,6
FD/FAVÖK	2,2	4,3	5,3	2,8
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 (%)	-3,7	-7,9	28,4	75,9
Ş Getiri (%)	-5,8	-12,4	18,2	50,2
BIST-100 Relatif (%):	-6,8	-17,6	2,4	23,9



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

## Filo Yatırımları ve Ağ Gücüyle Desteklenen Büyüme...

➤ Jeopolitik risklerin gevşemesi ve petrol fiyatlarındaki geri çekilmenin ardından, THY'de risk/getiri dengesinin yeniden cazip hale gelebileceğini değerlendiriyor ve hisseyi model portföyümüze tekrar dahil ediyoruz. Şirket için hedef pay fiyatımız olan **445,00 TL**'yi ve **AL tavsiyemizi** koruyoruz. 30 Haziran 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%37'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2026T F/K 4.82x ve 2026T FD/FAVÖK 5.14x rasyolarıyla işlem görmektedir.

➤ THY, Mayıs 2026'da yolcu sayısını yıllık bazda %3,7 artırarak 7,9 milyon seviyesine taşırken, dış hat yolcu sayısı %3,5 artışla 5,1 milyona, iç hat yolcu sayısı ise %4,1 artışla 2,8 milyona yükselmiştir. Dış hat yolcularının toplam yolcu içerisindeki payı %64,6'ya ulaşırken, yolcu doluluk oranının yıllık 2,9 yp artışla %84'e yükselmesini operasyonel performans açısından olumlu değerlendiriyoruz. Kargo iş hacmindeki yıllık %8,6'lık artış ise şirketin gelir yapısını desteklemeye devam ediyor.

➤ THY'nin filo büyüklüğünün 2026'da yönetim beklentileriyle uyumlu şekilde 566 uçağa ulaşacağını öngörüyoruz (2025 sonu: 516 uçak; THY beklentisi: 570). 2026'da GTF kaynaklı NEO uçaklarının 2026 boyunca kademeli olarak geri dönmesi, önemli bir katalizör etkisi görürken; Air Europa yatırımının ağ genişlemesi ile yolcu & kargo katkısı yaratarak Latin Amerika-Avrupa-Türkiye ekseninde THY'nin büyüme potansiyeline pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz.

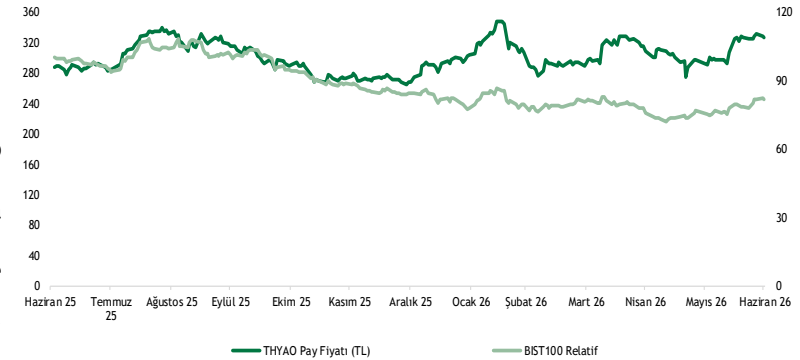
➤ 2026 yılının THY için güçlü talep zemini ile belirgin maliyet baskısının dengelendiği, yüksek oynaklığa açık bir yıl olacağını düşünüyoruz. Orta Doğu kaynaklı jeopolitik riskler, hava sahası kısıtları ve olağanüstü yüksek jet yakıtı fiyatlarının kısa vadede marjlar üzerinde önemli baskı yaratacağını hesaplıyoruz. Buna karşın, şirketin geniş uluslararası ağı, çevik kapasite yönetimi, kargo operasyonlarındaki güçlü konumu ve premium/uzun hat talebindeki dayanıklılığın kârlılığı desteklemeye devam edeceğini değerlendiriyoruz. Bu çerçevede ana riskin yakıt maliyetlerinin ve bölgesel operasyonel kesintilerin beklenenden uzun sürmesi olduğunu düşünürken, petrol fiyatlarında normalleşme, Körfez kapasite boşluğundan kazanılan pazar payının korunması ve Asya-kargo hattındaki güçlü momentumun devam etmesi halinde yukarı yönlü potansiyelin güçlenebileceğini hesaplıyoruz.

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

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	326,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	449.880	Son 12 Ay En Yüksek	352,50
Piyasa Değeri (Mn \$)	9.659	Son 12 Ay En Düşük	262,75
Firma Değeri (Mn TL)	980.274	Beta	0,91
Firma Değeri (Mn \$)	21.606	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	295,2
Halka Açıklık Oranı (%)	50,40	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	20,36

Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2023	2024	2025	2026T
Satış Gelirleri	20.942	22.669	24.096	27.385
Büyüme (%)	13,7%	8,2%	6,3%	13,6%
FAVÖK	5.533	5.059	5.059	4.204
FAVÖK Marjı (%)	26,4%	22,3%	21,0%	15,4%
Net Kar	6.021	3.425	2.910	2.003
Pay Başına Kar	4,36	2,48	2,11	1,45
Temettü Verimi	0,0%	2,3%	0,0%	0,0%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,3	1,1	1,6	2,4
Net Borç/Özsermaye (x)	0,5	0,3	0,4	0,4
Ort. Özsermaye Karlılığı	47,6%	19,6%	14,3%	9,0%
Ort. Aktif Karlılığı	18,1%	9,1%	6,7%	4,1%

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025	2026T
F/K	1,60	2,82	3,32	4,82
FD/FAVÖK	3,90	4,27	4,27	5,14
FD/Satışlar	1,03	0,95	0,90	0,79
F/DD	0,62	0,50	0,45	0,41
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	9,86	12,90	21,42	16,18
Ş Getiri (%)	7,49	7,40	11,78	-0,82
BIST-100 Relatif (%)	6,29	0,94	-3,18	-18,16



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

# Yapı Kredi Bankası (AL, Hedef Fiyat: 58,30 TL) Getiri Potansiyeli: %45

## 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 endekslili 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.

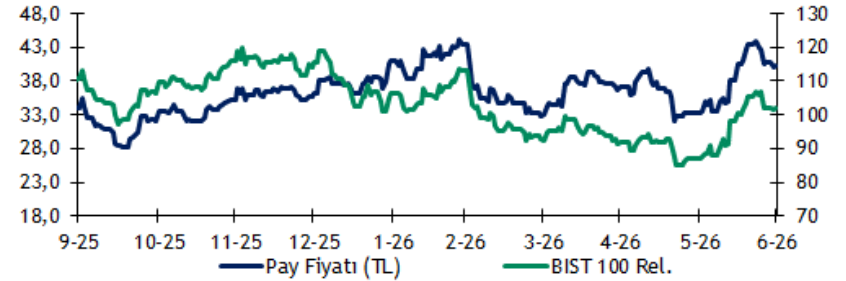
**Yapı Kredi Bankası için 12 aylık 58,30 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımız 30 Haziran 2026 kapanışına göre %45 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	339.065	Beta (12A)	1,44
Piyasa Değeri (USD mn)	7.283	Ort. Günlük Hacim	6.619
Kapanış	40,14	Yabancı Payı	29,9%
12 Ay Yüksek	44,50	Halka Açıklık (%)	39,0%
12 Ay Düşük	27,14	Ağırlık	3,01%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	13.860	55.536	120.096	208.940
% Fark, Yıllık	-79,3%	300,7%	116,2%	74,0%
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	148.422
% 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%	37,8%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	8,9	6,5	4,2	2,3
F/DD	1,3	1,2	1,0	0,7



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	21,0	21,6	10,8	26,6
US\$ Getiri (%)	18,6	15,9	2,0	8,1
BİST 100 Relatif Getiri (%)	17,1	10,1	-11,6	-10,8

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## Tavsiye Listesi

## Şeker Yatırım

## Tavsiye Listesi

1 Temmuz 2026

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD m TL	Hedef PD m TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	77,00	108,10	400.400	562.120	40,4%	6,39	1,32
GARAN	AL	138,00	200,02	579.600	840.084	44,9%	4,89	1,28
HALKB	TUT	42,94	48,80	308.514	350.617	13,6%	10,20	1,36
ISCTR	AL	14,81	23,16	370.250	578.999	56,4%	4,91	0,88
TSKB	AL	11,88	20,06	33.264	56.168	68,9%	2,98	0,72
VAKBN	AL	32,72	52,79	324.449	523.461	61,3%	4,99	0,98
YKBNK	AL	40,14	58,30	339.065	492.463	45,2%	6,06	1,25
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD m TL	Hedef PD m TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AGHOL	AL	34,58	46,74	84.214	113.823	35,2%	23,45	0,67
KCHOL	AL	193,50	318,51	490.696	807.702	64,6%	20,13	0,69
SAHOL	AL	97,50	173,19	204.787	363.759	77,6%	25,73	0,54
TAVHL	AL	282,25	440,00	102.536	159.845	55,9%	65,56	1,33
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD m TL	Hedef PD m TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	227,70	252,50	43.592	48.340	10,9%	68,82	1,60
AKSEN	AL	81,25	110,00	99.640	134.894	35,4%	26,96	1,55
ARCLK	AL	99,35	149,50	67.134	101.021	50,5%	-	0,92
ASELS	AL	345,00	495,00	1.573.200	2.257.200	43,5%	48,39	5,60
BIMAS	AL	365,25	482,50	438.300	579.002	32,1%	20,34	2,32
CCOLA	AL	83,05	103,40	232.380	289.322	24,5%	13,17	2,79
CIMSA	AL	47,10	70,55	44.537	66.712	49,8%	13,15	1,28
DOAS	AL	179,30	302,90	39.446	66.639	68,9%	13,33	0,58
EREGL	AL	40,48	42,24	283.360	295.710	4,4%	603,83	0,96
FROTO	AL	84,55	149,30	296.694	523.900	76,6%	9,57	1,80
KRDMD	TUT	39,80	45,00	31.053	35.109	13,1%	159,93	0,49
MGROS	AL	669,50	910,00	121.216	164.759	35,9%	17,88	1,37
OYAKC	AL	20,50	33,35	99.664	162.130	62,7%	13,18	1,44
PETKM	TUT	19,11	18,91	48.432	47.935	-1,0%	-	0,71
PGSUS	AL	175,10	271,90	87.550	135.950	55,3%	10,15	0,76
SELEC	TUT	209,70	140,00	130.224	86.942	-33,2%	112,56	3,78
SISE	AL	44,30	65,00	135.700	199.110	46,7%	13,41	0,53
TCELL	AL	107,40	150,00	236.280	330.000	39,7%	12,98	0,81
THYAO	AL	326,00	445,00	449.880	614.102	36,5%	3,46	0,47
TOASO	AL	308,00	435,00	154.000	217.500	41,2%	13,36	2,61
TTKOM	AL	61,40	90,00	214.900	315.000	46,6%	8,04	0,88
TUPRS	AL	227,50	355,76	438.346	685.470	56,4%	13,24	1,24
ULKER	AL	99,30	159,80	36.669	59.010	60,9%	11,11	0,75
VESBE	G.G.	6,66		10.656				0,27
ZOREN	TUT	2,76	4,30	13.800	21.500	55,8%	-	0,23

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