

Aylık Strateji

Eylül 2026

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

Jeopolitik gelişmeler, küresel enflasyon görünümü ve merkez bankaları beklentileri ağustos ayında piyasalara yön verdi...

Öneri: AL

Ağustos ayında küresel piyasaların ana gündemini ABD-İran hattındaki çatışmalar, Hürmüz Boğazı'ndan enerji sevkiyatının normalleşmesine yönelik diplomatik girişimler, ABD'nin ticaret ortaklarına yönelik tarife politikaları ve büyük merkez bankalarının eylül ayı para politikası kararlarına ilişkin beklentiler oluşturdu. Jeopolitik gelişmelere bağlı olarak enerji fiyatlarında yüksek oynaklık sürerken, ABD'de istihdam piyasasındaki zayıflama ve tüketici enflasyonundaki gerilemeye karşın Fed'in yakından takip ettiği PCE enflasyonunun yüksek seyretmesi faiz görünümüne ilişkin belirsizliği korumuştur. Yapay zekâ yatırımları ve teknoloji şirketlerinin güçlü finansal sonuçları ise küresel hisse senedi piyasalarını destekleyen ana unsurlardan biri olmuştur.

ABD-İran hattında temmuz ayında yeniden tırmanan gerilim ağustos ayında da devam ederken, Hürmüz Boğazı'nın yeniden düzenli gemi trafiğine açılmasına yönelik diplomatik girişimler hız kazandı. Ayın ilk bölümünde İran ile Umman arasında yürütülen görüşmelerden sonuç alınmazken, ABD'nin İran'a yönelik ekonomik yaptırımları artırması taraflar arasındaki doğrudan müzakere ihtimalini zayıflattı. Ayın son haftasında Katar Başbakanı'nın Tahran temsilatörlerinden İran, boğazdaki normal gemi trafiğinin yeniden sağlanmasına yönelik koşulları belirlemeyi kabul ederken İran ile Umman ortak bir deniz geçiş koridoru oluşturulması konusunda prensipte anlaştı. Bununla birlikte Hürmüz Boğazı'ndaki gemi trafiğinin savaş öncesi seviyelerin yalnızca %5-15'i civarında kalması enerji arzına ilişkin risklerin devam ettiğine işaret etti.

ABD'de temmuz ayında tarım dışı istihdam 23 bin kişi azalırken, işsizlik oranı iş gücüne katılım oranındaki gerilemenin etkisiyle %4,1'e düştü. Tüketici fiyatları aylık bazda %0,1 artarken yıllık enflasyon %3,4'e, çekirdek enflasyon ise %2,5'e geriledi. Buna karşın Fed'in tercih ettiği enflasyon göstergesi olan PCE fiyat endeksi yıllık bazda %3,7, çekirdek PCE ise %3,3 artarak fiyat baskılarının tamamen ortadan kalkmadığına işaret etti. Temmuz ayında perakende satışların aylık %0,6 gerilemesi de tüketim tarafında yavaşlama sinyali vermiştir. Ağustos ayında FOMC toplantısı gerçekleştirilmezken, Jackson Hole toplantısında konuşan Fed Başkanı Kevin Warsh, enflasyonun ikna edici bir hızda yavaşlamadığını vurgulayarak, fiyat istikrarı sağlanana kadar para politikasında kararlılıkla hareket edeceklerini belirtti. Konuşmasında şahin tonda mesajlar veren Warsh, temel enflasyonun net bir şekilde ve yeterli hızda %2 hedefine doğru ilerlediğinden emin olunması gerektiğini, aksi takdirde Fed'in alması gereken tedbirler olacağını vurguladı. Jackson Hole öncesinde %30-35 seviyelerinde bulunan Fed'in faizleri Eylül ayında artırma ihtimali Warsh'ın konuşması sonrası %60 seviyelerine ulaştı.

Avrupa'da temmuz ayı manşet enflasyonu %2,9'a yükselirken çekirdek enflasyon %2,5 seviyesinde gerçekleşti. Euro Bölgesi ekonomisinin ikinci çeyrekte %0,4 büyümesi ve ekonomik aktivitenin dirençli seyretmesi Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) eylül toplantısında yeniden faiz artırımına gidebileceği beklentilerini güçlendirdi. Temmuz toplantısına ilişkin AMB tutanaklarında da enflasyon görünümünde yeterli iyileşme sağlanmaması halinde ek sıkılaştırmanın gündeme geleceği mesajı öne çıktı. Çin'de ise temmuz ayında sanayi üretimi yıllık %4,5, perakende satışlar %0,6 artarak beklentilerin altında kalmış, sabit sermaye yatırımlarındaki %6,7'lik daralma iç talep ve gayrimenkul sektörüne ilişkin endişeleri artırmıştır. Japonya'da Tokyo çekirdek enflasyonunun ağustosta %1,8'e yükselmesi ve BoJ'dan gelen sıkılaştırma mesajları, eylül toplantısında yeni bir faiz artırım ihtimalini gündemde tutmuştur.

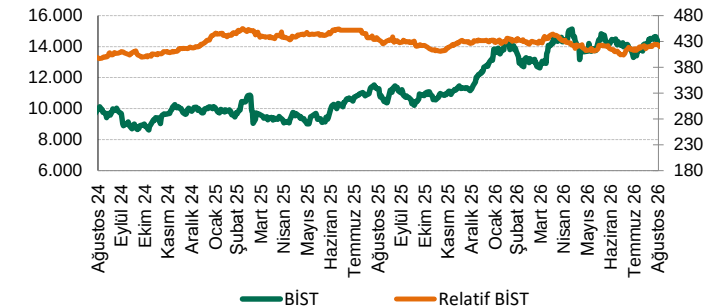
Yurt içinde temmuz ayında TÜFE aylık bazda %1,78, yıllık bazda %31,75 artarken, yıllık enflasyondaki kademeli gerileme dezenflasyon sürecinin devam ettiğine işaret etmiştir. İmalat PMI temmuz ayında 47,1'den 47,7'ye yükselmesine karşın 50 eşik değerinin altında kalarak imalat sektöründeki zayıf faaliyet koşullarının sürdüğünü gösterdi. Haziran ayında cari denge 4,19 milyar dolar açık verirken, altın ve enerji hariç cari denge 1,46 milyar dolar fazla verdi. Ağustos ayında tüketici güven endeksi 90,8 seviyesinde gerçekleşti. 31 Ağustos'ta açıklanan ikinci çeyrek GSYH verisine göre Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %2,3 büyüdü. Öte yandan Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yatırım fonlarının işleyişine ilişkin yeni düzenlemeler yayımlanırken, portföy yönetim şirketlerinin sermaye gereklilikleri ve borsa dışında gerçekleştirilecek belirli büyüklükteki pay satışlarına ilişkin yeni sınırlamalar getirildi.

Ağustos ayında PPK toplantısı gerçekleştirilmezken, TCMB'nin 13 Ağustos'ta yayımladığı yılın üçüncü Enflasyon Raporu para politikası görünümü açısından öne çıkmıştır. TCMB, 2026 yıl sonu enflasyon tahminini %26'dan %28'e yükseltirken, ara hedefini %24 seviyesinde korumuş; 2027 ve 2028 yıl sonu enflasyon hedeflerini sırasıyla %15 ve %9 olarak açıklamıştır. Başkan Fatih Karahan, dezenflasyon sürecindeki yavaşlamaya dikkat çekerek fiyat istikrarı sağlanana kadar gerekli sıklıkla korunacağı mesajını yinelemiştir. TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'nde 2026 yıl sonu enflasyon beklentisi %29,21'den %29,43'e yükselirken, on iki ay sonrası beklenti %23,95'ten %23,69'a gerilemiştir. Rezervlerdeki toparlanma da devam etmiş; 21 Ağustos haftasında toplam rezervler 188,4 milyar dolara, swap hariç net rezervler 55,9 milyar dolara yükselmiştir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	14.334	6,51%	27,3%
BIST - 100, USD	298	4,7%	13,2%
MSCI Turkey	346.188	8,0%	21,5%
MSCI EMEA	278	5,7%	7,1%
MSCI EM	1.719	3,2%	22,4%
Gösterge Tahvil	39,93%	-212bps	271bps
USD/TL	48,1745	1,75%	12,44%
EUR/TL	55,8652	2,53%	11,10%
F/K			
Bankacılık	5,2		
Sanayi	40,2		
Demir&Çelik	35,0		
GYO	17,0		
Telekom	8,7		
2026T F/K	13,8		

*Kapanış 31 Ağustos 2026

BIST & Portföy



TCMB haftalık repo ihalelerine yeniden başlarken, eylül toplantısı faiz beklentilerinin odağında...

Eylül ayında küresel piyasaların odağında, ABD-İran ve Rusya-Ukrayna jeopolitik risklerindeki seyir, merkez bankalarının toplantıları ve ABD'nin ticaret ortaklarıyla yaşadığı tarife gerilimleri yer alacaktır. ABD'de açıklanacak ağustos ayı istihdam ve enflasyon verilerinin ardından 15-16 Eylül'de gerçekleştirilecek FOMC toplantısı para politikası beklentileri açısından belirleyici olacaktır. Avrupa'da 9-10 Eylül ECB toplantısı ve olası faiz artırımına ilişkin mesajlar, Japonya'da 17-18 Eylül BoJ toplantısı ve Çin'de ekonomik aktivite verileri yakından takip edilecektir. Enerji fiyatlarının seyri ve büyük merkez bankalarının aynı ay içerisinde alacağı kararlar küresel risk iştahı açısından eylül ayının oynak geçebileceğine işaret etmektedir.

Yurt içinde ise 3 Eylül'de açıklanacak ağustos ayı enflasyon verisi ile TCMB'nin 10 Eylül tarihli Para Politikası Kurulu toplantısı piyasaların ana gündem maddelerini oluşturacaktır. Enflasyonun ana eğilimi, enerji maliyetlerinin yurt içi fiyatlara yansımaları, iç talepteki görünüm ve rezervlerdeki seyir, TCMB'nin faiz kararı açısından belirleyici olacaktır. Temmuz ayı cari denge verisi, sanayi üretimi, iş gücü piyasasına ilişkin göstergeler ve rezerv gelişmeleri de yurt içi varlık fiyatlamaları açısından yakından takip edilecektir.

TCMB, ağustos ayında PPK toplantısı gerçekleştirmesi ve politika faizi %37 seviyesinde kalmıştır. Bununla birlikte Banka, 23 Ağustos'ta Türk lirası likidite yönetimi kapsamında 1 Mart'tan itibaren ara verilen bir hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlanmasına karar vermiştir. Böylece piyasa fonlaması, %40 seviyesindeki gecelik borç verme faizi yerine yeniden %37 seviyesindeki politika faizinden yapılmaya başlanmıştır. Söz konusu adım, para politikasının operasyonel çerçevesinde normalleşme sinyali olarak değerlendirilirken, eylül ayına yönelik faiz indirimi beklentilerini de desteklemiştir. Bununla beraber, yılın üçüncü Enflasyon Raporu'nda 2026 yıl sonu enflasyon tahmininin yukarı yönlü revize edilmesi ve enerji fiyatlarındaki oynaklığın sürmesi ise TCMB'nin temkinli yaklaşımını korumasını gerektirecektir. Bu çerçevede, 10 Eylül toplantısında alınacak karar açısından ağustos ayı enflasyonu, enflasyonun ana eğilimi ve likidite koşullarındaki gelişmeler belirleyici olacaktır.

BİST 100 Endeksi ağustos ayını %6,51 yükselişle 14.334 seviyesinden tamamlamıştır. Sektörel bazda BIST Sınai Endeksi ağustos ayında %8,33 seviyesinde yükseliş kaydederken, bankacılık endeksi %8,73 yükselmiştir.

Eylül ayında, enflasyon verileri, TCMB'nin faiz kararı, rezerv görünümü, enerji fiyatları ve Hürmüz Boğazı'na ilişkin haber akışı yurt içi piyasaların yönü açısından belirleyici olacaktır. Enflasyondaki gerilemenin devam etmesi, petrol fiyatlarının aşağı yönlü seyretmesi ve rezerv birikiminin sürmesi halinde BIST-100 Endeksi'nde pozitif görünümün korunabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte güçlü ağustos performansının ardından olası kâr realizasyonları, jeopolitik belirsizliklerdeki artış ve TCMB'nin sıkı para politikası duruşunun sürdürme ihtimali kısa vadeli oynaklığı artırabilir. Bu çerçevede orta ve uzun vadeli görünüm açısından seçici ve kademeli alım yönündeki görüşümüzü sürdürüyoruz.

Bu beklentilerin ışığında; BIST-100 Endeksi için 12 aylık 16.500 puan hedefimizi koruyoruz. 31 Ağustos kapanışı itibarıyla hedef değerimiz yaklaşık %15 getiri potansiyeline işaret ederken, AL önerimizi sürdürüyoruz.

MSCI Turkey Endeksi 2026T 8.74x ve 1.02x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 24% ve 54% iskontolu işlem görmektedir. 24 Ağustos tarihli son güncellememizde model portföyümüzde değişikliğe giderek TUPRS'ı portföyden çıkardık, EKGYO'yu ise model portföyümüze dahil ettik. Söz konusu değişikliğin ardından bu ay model portföyümüzde ilave bir revizyona gitmiyor ve mevcut kompozisyonumuzu koruyoruz.

Temel Piyasa Riskleri

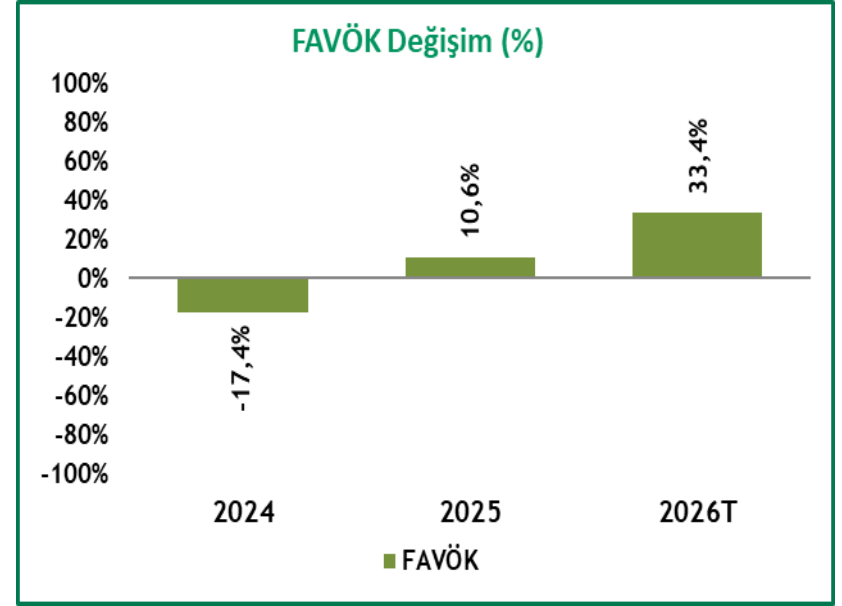
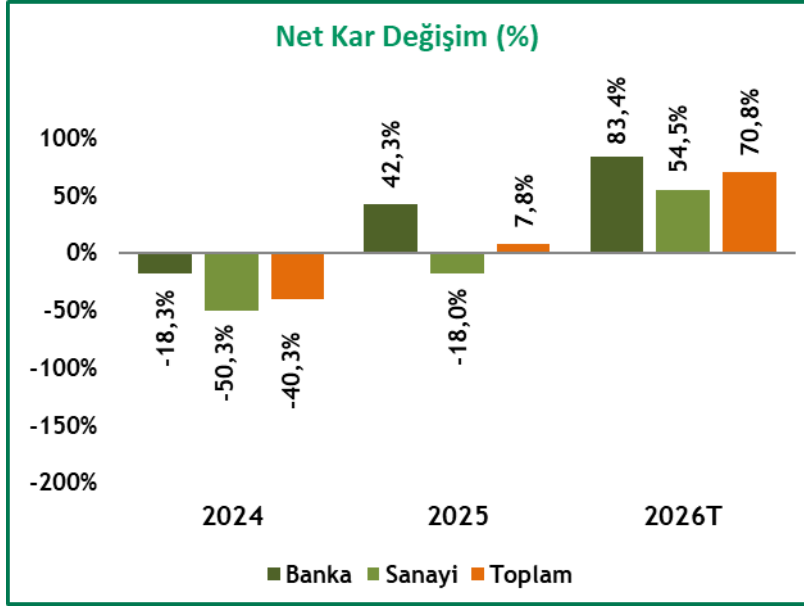
- Başta Orta Doğu olmak üzere kriz bölgelerindeki çatışmaların bölgesel yayılım riskinin artması,
- Jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerinden küresel enflasyonu olumsuz etkilemesi,
- Fed, ECB ve BoJ başta olmak üzere büyük merkez bankalarının beklenenden daha sıkı para politikası sinyalleri vermesi,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

Aylık Strateji

Model Portföy					
Portföy	Kapanış	Hedef F.	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	71,85	96,76	34,7%	13,3%	6,4%
ASELS.TI	386,25	495,00	28,2%	12,9%	6,0%
CIMSA.TI	44,68	70,55	57,9%	-0,4%	-6,4%
EKGYO.TI	20,00	32,84	64,2%	11,7%	4,8%
GARAN.TI	130,90	182,99	39,8%	6,1%	-0,4%
MGROS.TI	533,50	910,00	70,6%	-14,7%	-19,9%
SAHOL.TI	93,20	172,63	85,2%	10,3%	3,6%
TCELL.TI	95,05	150,00	57,8%	-4,9%	-10,7%
THYAO.TI	302,25	445,00	47,2%	-3,7%	-9,6%
YKBNK.TI	36,52	51,10	39,9%	11,5%	4,7%
Aylık Getiri				4,2%	-2,2%

*Kapanış 31 Ağustos 2026

Eklenen	Çıkan	Değişmeyen
-	-	AKBNK
		ASELS
		CIMSA
		EKGYO
		GARAN
		MGROS
		SAHOL
		TCELL
		THYAO
		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 8.74x ve 1.02x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 24% ve 54% iskontolu işlem görmektedir.

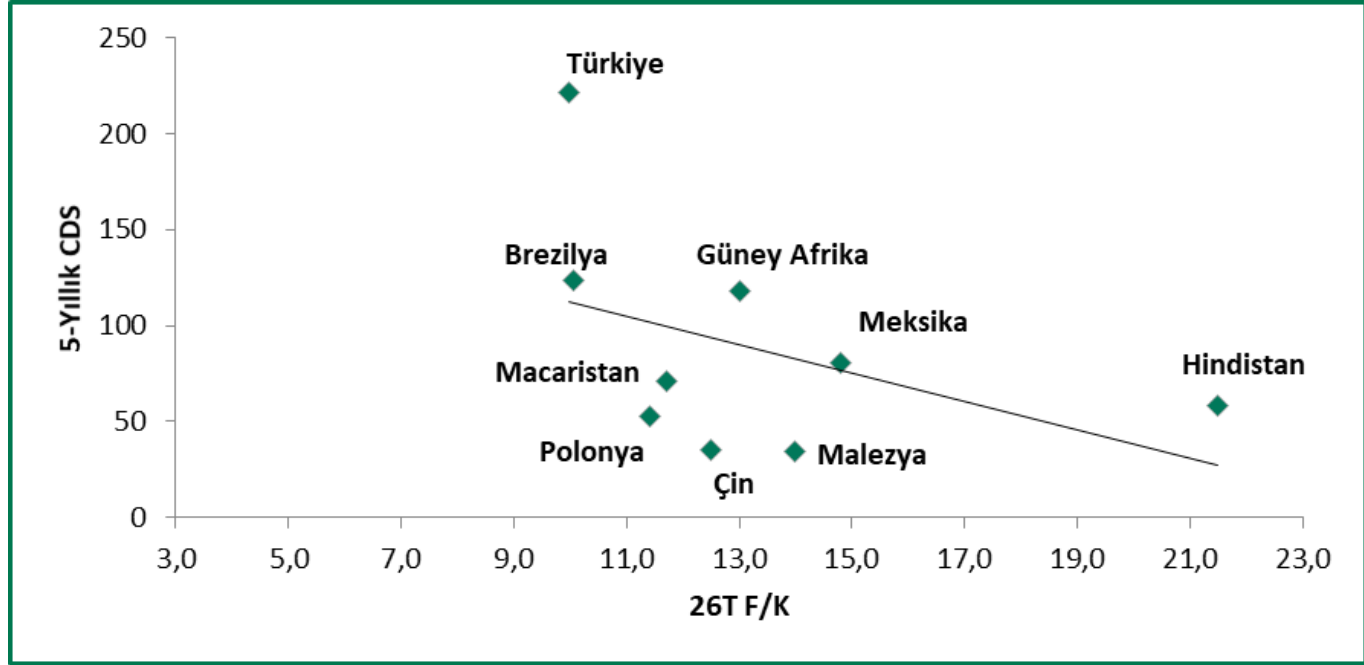
Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %15,9'luk yükseliş göstermiş; MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %17,9, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %0,8 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	8,0%	6,2%	15,9%	21,5%
MSCI Gelişen Pazarlar	3,2%	-1,9%	36,6%	22,4%
MSCI EMEA	5,7%	3,5%	16,8%	7,1%
MSCI Doğu Avrupa	3,4%	6,9%	44,0%	24,6%
MSCI Dünya	2,5%	2,1%	18,9%	12,1%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-4,4%	-7,6%	17,9%	0,8%
MSCI EMEA	-2,1%	-2,5%	0,8%	-11,8%
MSCI Doğu Avrupa	-4,3%	0,7%	24,3%	2,6%
MSCI Dünya	-5,1%	-3,8%	2,6%	-7,7%

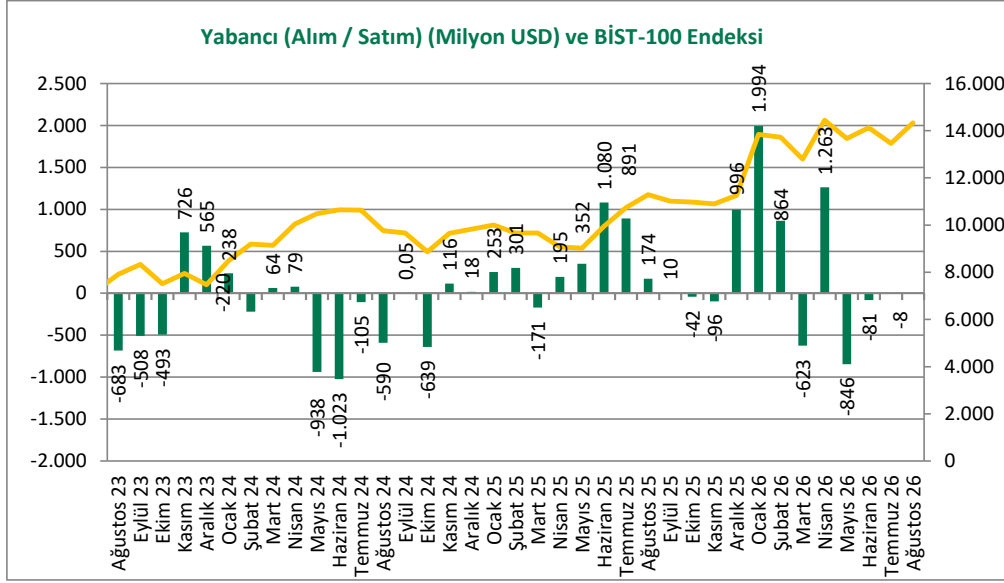
31 Ağustos 2026 itibarıyla

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

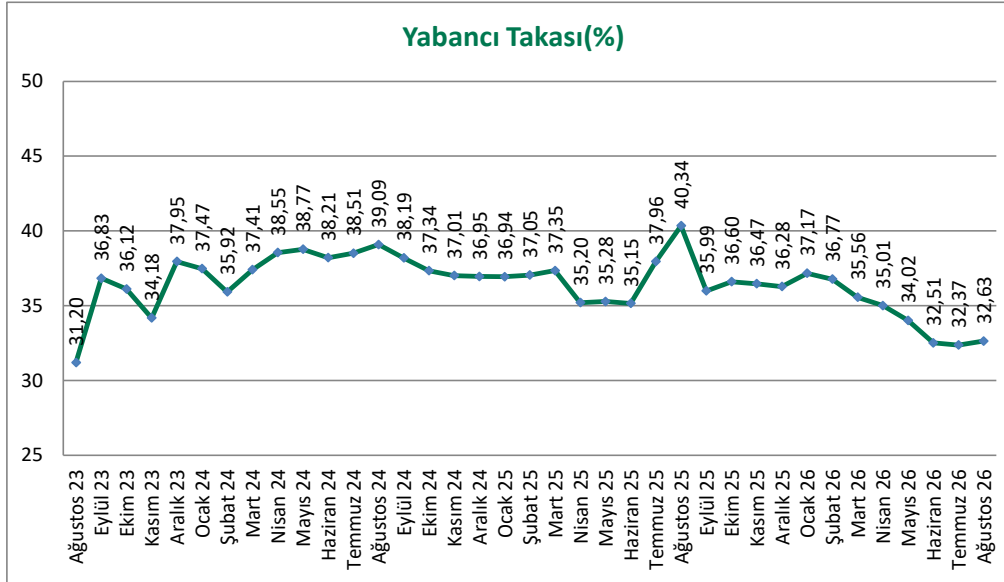


31 Ağustos 2026 itibarıyla

Yabancı payı...

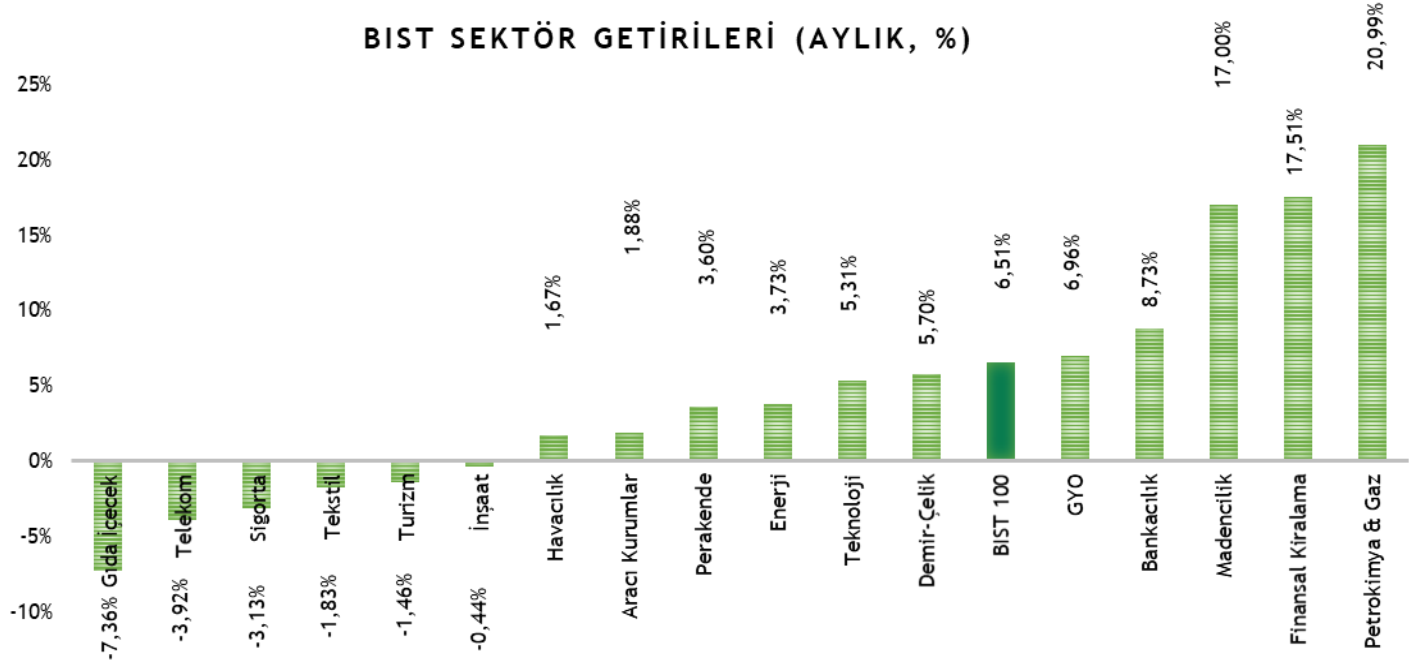


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Temmuz ayında toplamda 8 milyon dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Ağustos ayında %32,63 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...



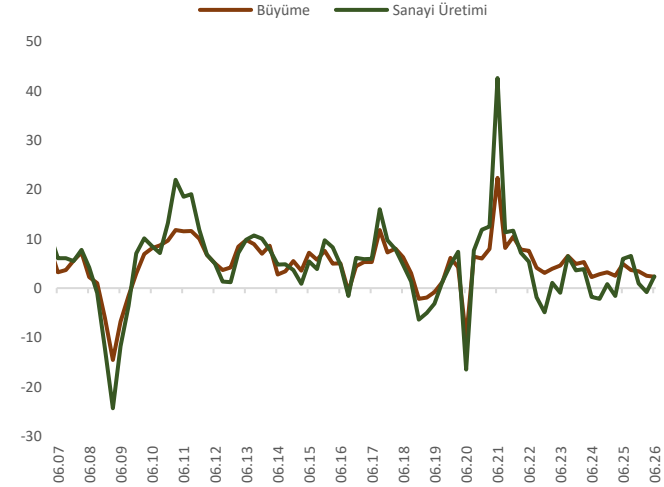
- Borsa İstanbul'da Ağustos ayı itibarıyla en çok getiri sağlayan sektör aylık %20,99 yükselişle Petrokimya & Gaz sektörü olurken en çok düşüş gösteren sektör ise aylık %7,36'lık düşüşle Gıda-İçecek sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Büyüme/2026 – 2.Çeyrek

Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,3 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %1,1 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2026 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %2,3 arttı. Üretim yöntemiyle Gayrisafi Yurt İçi Hasıla tahmini, 2026 yılının ikinci çeyreğinde cari fiyatlarla bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %36,0 artarak 19 trilyon 869 milyar 747 milyon TL oldu. GSYH'nin ikinci çeyrek değeri cari fiyatlarla ABD doları bazında 438 milyar 347 milyon olarak gerçekleşti. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2026 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; tarım, ormancılık ve balıkçılık sektörü %13,3, bilgi ve iletişim faaliyetleri %8,6, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %4,0, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %3,3, diğer hizmet faaliyetleri %3,2, sanayi sektörü %2,4, finans ve sigorta faaliyetleri %2,1, gayrimenkul faaliyetleri %2,1, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %2,0, ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmetleri %0,5 arttı. İnşaat sektörü ise %1,9 azaldı. Yerleşik hane halklarının nihai tüketim harcamaları 2026 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak %3,5 arttı. Devletin nihai tüketim harcamaları %1,8 azalırken gayrisafi sabit sermaye oluşumu ise %0,6 arttı. Mal ve hizmet ihracatı, 2026 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak %3,4, ithalatı ise %6,4 azaldı. Büyümenin alt bileşenlerine baktığımızda nihai tüketim harcamaları ikinci çeyrekte büyümeye 2,3 puan katkı yaparken büyümenin ana motoru olmaya devam ediyor. Hükümet harcamaları büyümeye -0,2 ile negatif aşağı yönlü etki yaptı. Kamu maliyesi büyümeyi aşağı çekici ve dezenflasyona katkı sağlayan bir patika takip ediyor. Bu alanda faiz giderleri arındırıldığında bütçe dinamikleri para politikası ile uyumlu. Yatırım harcamalarından büyümeye gelen katkı 0,2 puan seviyesinde ve yatırım yanlı büyümeden uzak bir kompozisyon takip ediyoruz. Bu alan sürdürülebilir büyüme için en kritik gösterge ve düşük seyrini devam ettiriyor. İkinci çeyrekte belirgin düşüş dış ticaret verilerinde. Hem ihracat hem de ithalat daralmış durumda. Fakat ithalattaki daralma ihracatın üzerine çıkınca net ihracat büyümeye pozitif katkı vermiş gibi görünüyor. Son olarak stoklar büyümeyi -0,5 puan aşağı çekici etki yaptı. Harcama yönlü GSYİH hesaplamasında dikkat çekici detay hemen hemen tüm harcama kalemlerinde bir soğuma ve yavaşlama söz konusu. Bu da sıkı parasal duruşun hedeflediği ve talep yanlı enflasyonist baskıları dizginleyen politikaların sonucu. Yıl sonuna kadar bu soğumanın kademeli olarak devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Büyüme ve Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)

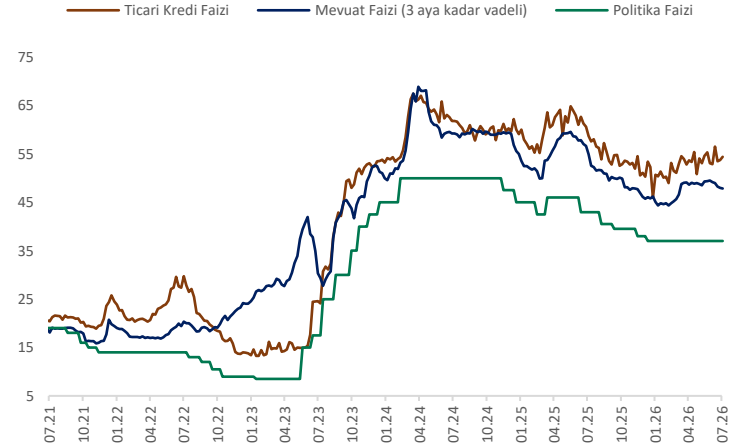


Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Temmuz

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), Temmuz toplantısında politika faizini piyasa beklentisine paralel %37 seviyesinde sabit tuttu. Piyasada sınırlı bir indirimin gelebileceği konusunda da fikir ayrılıkları mevcuttu. Fakat jeopolitik gelişmeler neticesinde enerji fiyatlarındaki artış bu ihtimali ortadan kaldırdı. Karar metninin detaylarında da haziran ayında enflasyon ana eğilimindeki gerileme ve temmuz ayında geçici bir yükseliş vurgusu yapılmıştır. Böylece faiz indirim ihtimali olumlu ve pozitif gelişmeler yaşansa bile eylül toplantısına ertelenmiş oldu. Para politikasının yeterince sıkı olduğu bu ortamda gecikmeli etkilerin beklentiler kanalı üzerindeki aşağı yönlü etkisi gözlemlenecektir. Bu nedenle fonlamanın üst banttı yapılarak esnekliğin korunması ve faizlerin sabit tutulması yerinde bir karar. Enflasyon ana eğiliminde iyileşme yaşanması sınırlı da olsa merkez bankasının elini rahatlatmıştır. Fakat önceki kurul kararında da değinildiği gibi enerji fiyatlarında yaşanan oynak ve yüksek seyir enflasyonda yukarı yönlü endişeleri arttırıyor. Ayrıca iktisadi faaliyetlerdeki zayıf seyrin belirginleştiği belirtilmiş, enflasyona aşağı yönlü katkıların da bu alandan geleceğine işaret edilmiştir. 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 sıkılaşmasına da öncülük etmiştir. Faiz artış ihtimallerinin güçlenmesini getiren bu durumun sınırlı da olsa bir süre daha piyasaların gündeminde olacağını tahmin ediyoruz. 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 sınırlandığı bir ortamda toplam 400 baz puanlık faiz indirimiyle %33 seviyelerinde bir kapanış yapacağımızı tahmin ediyoruz. Jeopolitik gelişmelerin hızı ve enerji fiyatlarının enflasyon görünümüne yapacağı katkı faiz kararlarındaki en belirgin gösterge olacaktır. Enerji fiyatlarının enflasyona yapacağı katkı belirginleştikçe sıkı parasal duruş süresi uzayacaktır.

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

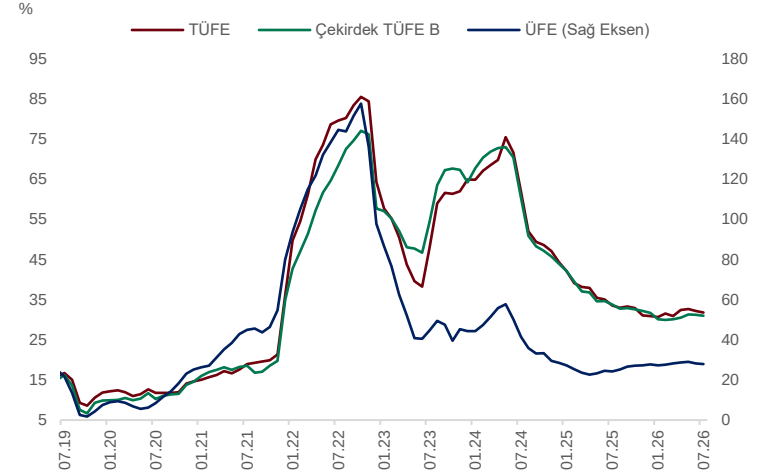


Makroekonomik Görünüm

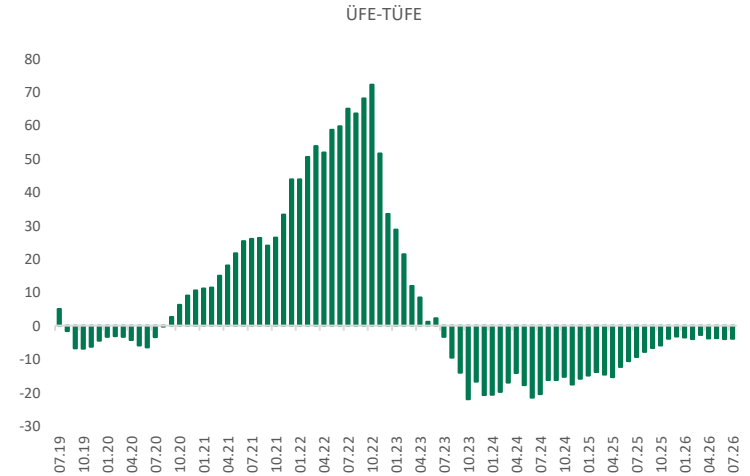
Enflasyon – Temmuz

TÜFE temmuzda bir önceki aya göre %1,78 artarken yıllık enflasyon %31,75 seviyesinde gerçekleşti (önceki %32,11). Gerçekleşen seviyeler bizim beklentilerimizin de sınırlı altında kaldı. Takip ettiğimiz çekirdek enflasyon göstergeleri olan B endeksi aylık %1,66 seviyesine geriledi. Bu seviyeler TCMB yıl sonu tahminleriyle uyumlu seviyeler. Bu ay yönetilen ve yönlendirilen fiyatlardan enflasyona belirgin bir katkı geldiğini söyleyebiliriz. Bu etkiyi çekirdek endekslerden görmek mümkün. Yönetilen/yönlendirilen fiyatları dışlayan çekirdek göstergelerdeki aylık enflasyon %1,39 ve manşet rakamlardan belirgin şekilde ayrışıyor. Temmuz ayındaki yayılım endeksine baktığımızda 117 alt endeks yükseliş kaydederken 50 alt endeks düşüş gösterdi. Düşük 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 temmuzda yıllık %36,01 yükseldi. Maliye politikası eliyle yapılan düzenlemeler nedeniyle fiyatlardaki yukarı yönlü yapışkanlık devam ediyor. Yıllık 31,75 olan enflasyonun 19,32 puanı gıda, konut, ulaştırma kalemlerinden geliyor. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %1,66 olurken yıllık enflasyon %30,98 düzeyinde gerçekleşti. Aylık enflasyonda çekirdek göstergeler manşet enflasyondan 0,8 puan daha düşük seyredirken yıllık enflasyon baz etkisi nedeniyle daha yüksek. Enerji fiyatlarında temmuz ayında yaşanan yukarı yönlü seyrir, yönetilen/yönlendirilen fiyatlar üzerinden yapılan düzenlemelerle manşet enflasyonu yukarı itmiştir. Arz şokları sakin seyre döndüğünde enflasyon ana eğiliminde yavaşlamanın belirginleşeceği bir atmosfer bizi bekliyor. Temmuz ayında savaşın ve jeopolitik gerginliklerin yeniden alevlenmesi geçici bir şok daha getirmiş ve faiz indirimleri bir süre daha ertelenmiştir. Gerginliklerin gevşediği ve negatif arz şoklarının sakinleştiği bir ortamda ertelenen faiz indirimlerinin de agresif şekilde hayata geçirileceğini düşünüyoruz. Reel faiz son yıllarda olduğu gibi bu yıl da pozitif seyrini sürdürecektir. Fakat baz senaryomuza göre reel faizin seyri gelecek dönemde daha dar bir bantta hareket edebilir. Bu yıl için %29 seviyesinde bir enflasyon ve %33 seviyesinde bir politika faizi kapanışı yapacağımızı tahmin ediyoruz.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

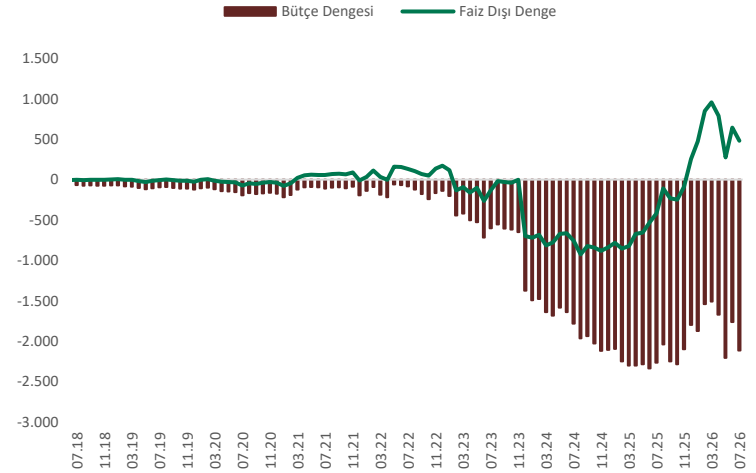


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Temmuz

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı temmuz ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.412,4 milyar TL, bütçe giderleri 1.790,5 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.463,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 378,1 milyar TL olurken faiz dışı denge 51,3 milyar TL açık vermiştir. Temmuz ayı ile birlikte hem gelir hem de gider tarafında yapılan ayarlamaların etkisi dikkat çekiyor. Enflasyon düzeltmesi kapsamında personel giderlerinde yaşanan artış beklenen bir etki idi. Bu düzenlemeden sonra personel giderlerinin 450 milyar TL seviyesinde katılacağını söyleyebiliriz. Fakat faiz giderleri ocak ayı hariç tutulduğunda ortalama 200 milyar seviyesinde iken temmuzda 326 milyar seviyesine yükselmiştir. Buna ek olarak, cari transferler yılın ilk altı ayında 500 milyar seviyesinde katılmış iken temmuzda 611 milyar seviyesine yükseldi. Son olarak sermaye transferlerinde yılın ilk yarısındaki ortalama seviyeden iki kat artış söz konusu ve yaklaşık 150 milyar seviyesine yükselmiş durumda. Temmuz ayındaki bu seviye etkisinden kaynaklı; personel (55 milyar), cari transfer (110 milyar), faiz (125 milyar) ve sermaye transferleri (75 milyar) ek baskılarla toplam 365 milyar artış yaşadı. Bu etkilerden arındırıldığında çekirdek bütçe göstergelerinde hala iyi durumda olduğumuzu söyleyebiliriz. Burada dikkat çekmek istediğimiz nokta, maliye politikasının vergi tahsilatı ya da gider politikalarında bozulma yok. Fakat para politikasının yarattığı enflasyon etkisinin hem giderleri en az enflasyon kadar arttırması hem de borçlanma maliyetleri nedeniyle yüksek faiz gideri yaratması bütçe açığını tetikliyor. Bu nedenle daha önceki raporlarımızda da dikkat çektiğimiz gibi para politikası ve dezenflasyon sürecinde yaşanacak pozitif gelişmeler maliye politikasındaki iyileşmeleri de beraberinde getirecektir. Bu geçici etkilerden arındırıldığında bütçenin 2027-2028 döneminde enflasyondaki gerilemeyle birlikte mali disiplin çıpasına yakınsayacağı baz senaryomuzu koruyoruz.

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

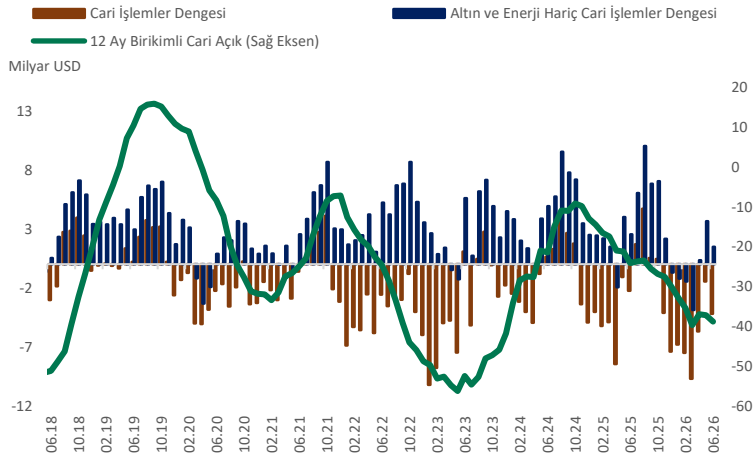


Makroekonomik Görünüm

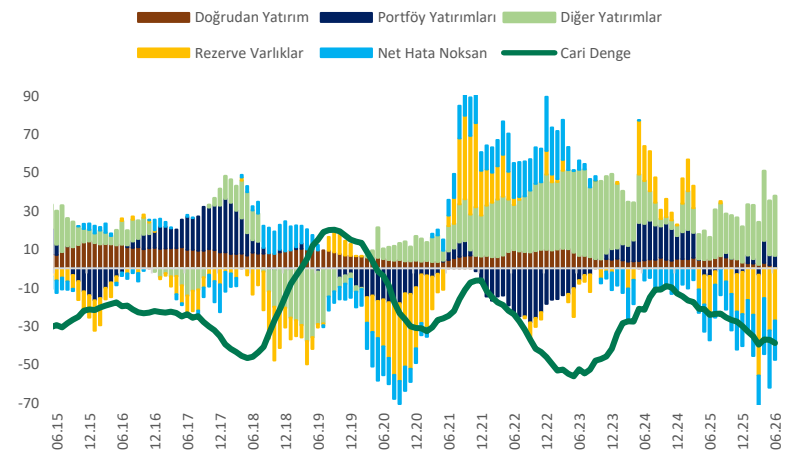
Ödemeler Dengesi - Haziran

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre haziran ayı cari işlemler dengesi 4.194 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 38.888 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Piyasa beklentisinin (4,95 milyar USD açık) altında 4,8 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Bizim beklentilerimizin de altında gerçekleşen cari açık, enerji fiyatlarındaki artışın ödemeler dengesi üzerindeki etkisinin endişe dildiği kadar yüksek olmadığını gösteriyor. Ayrıca haziran verilerinden itibaren yapılan net hata noksan ve finans hesabındaki revizyonlar da cari açığın finansman kalitesindeki iyileşmeyi gözler önüne seriyor. Ödemeler dengesi gelişmelerinin alt kalemlerini incelediğimizde dış ticaret açığı 8,5 milyar seviyesine yükselmiştir. Burada artan petrol fiyatlarının ithalat üzerindeki baskısını görüyoruz. Hizmetler dengesindeki mevsimsel etkiler güçlü şekilde sürüyor ve haziran ayındaki girişler 6,9 milyar ABD doları düzeyinde. 12 aylık birikimli baktığımızda dış ticaret açığı 76,5 milyar ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63,7 milyar ABD doları olmuştur. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 1.462 milyon ABD doları fazla vermiştir. Çekirdek dangedeki seyrin pozitif devam etmesi, altın ve enerji fiyatlarındaki oynak seyirden arındırıldığında ödemeler dengesindeki sağlamlığa işaret ediyor. Özellikle kırılganlık yaratan kalemlerde oynaklığın azalması bu trendin devamını sağlayacaktır. Fakat ithal fiyatların yüksek seyretmesi dış ticaret açığı üzerindeki baskıyı arttırıyor. Bu etkinin sınırlı da olsa iç talepteki zayıflama ile telafi edilmesini bekliyoruz. Jeopolitik gelişmelerde en kötünün geride kaldığını varsayarsak dış ticaret açığına gecikmeli etkiler azalarak devam edecektir. Mevcut uygulamalar kapsamında 2026 yılsonu cari açık beklentimizi 45 milyar USD seviyesine koruyoruz.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

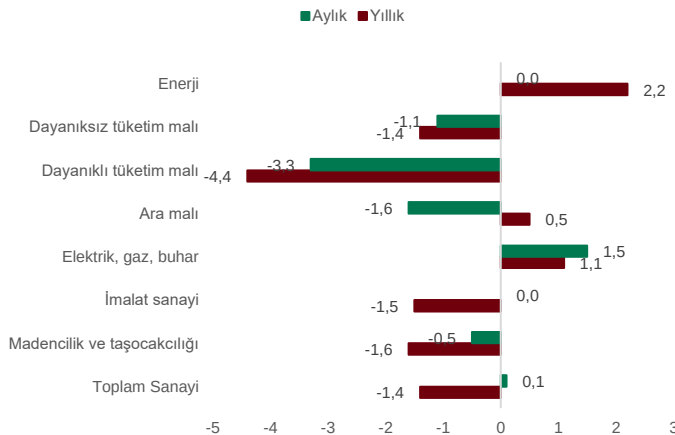


Makroekonomik Görünüm

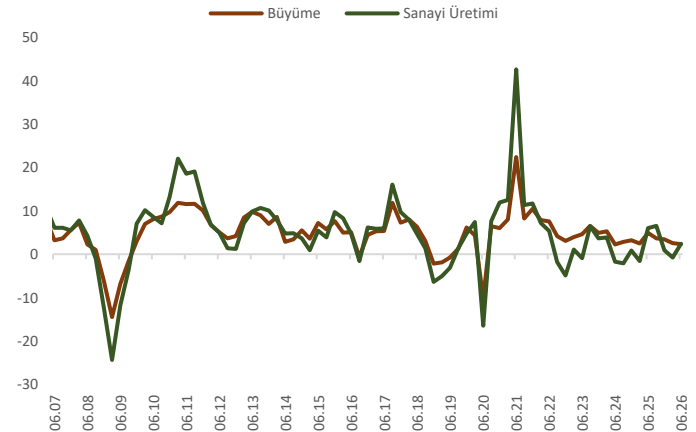
Sanayi Üretimi - Haziran

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim haziranda bir önceki aya göre %0,1 artış kaydetti. Yıllık üretim ise %1,4 daraldı. Haziran ayındaki beklentimiz aylık üretimde sınırlı bir toparlanma ve yıllık üretimde pozitif gölgeye geçilmesi yönündeydi. Gerçekleşen seviyeler ise üretim verisindeki yavaşlamanın beklentilerin de altında kaldığını gösteriyor. Özellikle yakından takip ettiğimiz imalat sanayi, dayanıklı tüketim malları gibi uzun vadeli büyüme ve istihdam piyasasının temel taşı olan sektörlerde uzun süredir negatif bir atmosfer hâkim. TCMB raporlarında da dikkat çekildiği gibi ekonomik aktivitedeki yavaşlama hem üretim hem de talep tarafında gecikmeli de olsa reel ekonomik göstergelere kademeli yansımaya devam ediyor. İlk çeyrekte üretimin büyümeden negatif şekilde ayrıştığını görmüştük. Henüz büyüme verileri elimizde olmasa da öncü göstergeler büyümede yavaşlama da yaşansa hala pozitif seyrin devam ettiğini gösteriyor. Gerçekleşen sanayi üretimindeki durumla birlikte değerlendirildiğinde üretimdeki negatif sapmanın ilk yarıda da devam ettiğini söyleyebiliriz. Bu kapsamda, hizmetler, finans ve konut gibi büyümenin dinamiği olan sektörlerdeki fiyat hareketleri kontrol altına alındığında para politikasında sınırlı bir gevşeme ve üretim yanlı büyümeye geçiş görebiliriz. Her ne kadar temel öncelik enflasyon kontrol altına alınincaya kadar negatif çıktı açığının devamı üzerine kurulu olsa da büyüme kompozisyonundaki gelişmeler reel ekonomik göstergelerde belirgin ayrışmaları beraberinde getiriyor. Sanayi üretimi ve sektörlerdeki ertelenmiş talep eylül ve sonrasında kademeli olarak canlanacaktır. Bu kapsamda yılın son çeyreği ve sonrasında sanayi ve üretim yanlı sektör ve şirketlerin finansal piyasalarda da pozitif ayrışacağı bir döneme geçilecektir.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef Fiyat: 96,76 TL)

Getiri Potansiyeli: %35

Komisyon Geliri Karı Destekledi, Marj Baskısı Sürüyor

Akbank, 2Ç26 solo finansal sonuçlarında 15,2 milyar TL net kar açıkladı (Ç/Ç: -%20,7, Y/Y:%36,6 artış). Açıklanan kar, 15,0 milyar TL seviyesindeki piyasa beklentisiyle uyumlu gerçekleşirken, 12,1 milyar TL'lik tahminimizin %25,2 üzerinde kaldı. Beklentimizin aşılmasında, komisyon gelirlerindeki toparlanma belirleyici oldu.

Banka'nın net faiz geliri çeyrekssel bazda %4,9 artışla 42,6 milyar TL'ye yükselirken, swap maliyetleri %13,5 artarak 18,1 milyar TL'ye yükseldi. Bu doğrultuda swap dahil net faiz geliri %0,7 gerileyerek 24,5 milyar TL olarak gerçekleşti. Swap dahil net faiz marjı 19 bp daralarak %3,04 seviyesine geriledi. Bu daralmada; TL kredi getirisi %31,5'te yatay seyrederken, TL vadeli mevduat maliyeti 403 bp artışla %38,3'e yükseldi. Marjı destekleyen tek unsur TÜFE endekslı menkul kıymet gelirinin %39 artışla 20,8 milyar TL'ye yükselmesi oldu. Bu çeyrek özelinde, TÜFEKS değerlemesi tek başına nfm'nin 2,58 puanını oluşturuyor. TÜFEKS hariç swap dahil nfm ise %1,28'den %0,47'ye geriledi.

Komisyon performansı çeyreğin en güçlü yanı olarak öne çıktı. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyrekssel %13,6, yıllık %32,8 artışla 34,3 mlr TL'ye ulaştı.

Faaliyet giderleri yılın ilk çeyreğine özgü personel zam etkisinin ardından 2Ç26'da %1,3 azalarak 34,1 mlr TL'ye geriledi (Yıllık +%32,4). Akbank'ın komisyon/gider rasyosu %87,3'ten %100,6 seviyesine yükseldi.

Aktif kalitesinde ılımlı bozulma gerçekleşti. Takipteki kredi oranı yatay seyirle %3,84 seviyesinde gerçekleşti. Fakat bu, dönem içinde 7,5 milyar TL brüt takipteki alacak portföyünün 1,2 milyar TL bedelle satılmasının 35 bp'lik iyileştirici etkisini içerdiğini belirtmek isteriz. Bu doğrultuda net kredi riski maliyeti 205 bp'den 256 bp seviyesine yükseldi.

Akbank, 2026 yıl sonu beklentilerini aşağı yönlü revize etti; Swap dahil net faiz marjı %4'ten %3,2-3,5'e, özkaynak karlılığını yüksek %20'ler'den %23-25'e, YP kredi büyümesini %10 üzeri'den yüksek tek haneye, gider/gelir oranını %40'ların alt bandından, %40'ların üstün bandına çekti. Diğer beklentiler sabit bırakıldı.

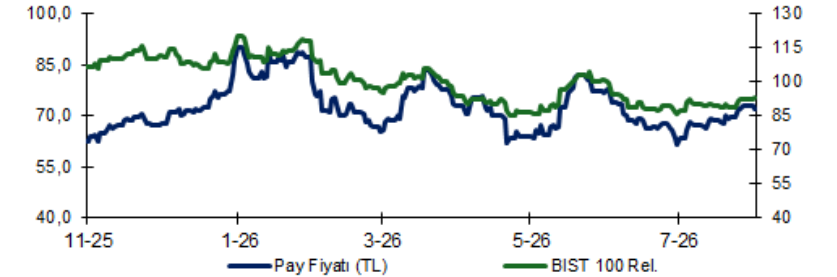
Açıklanan 2Ç26 finansallarını, beklentilere paralel gelen finansal sonuçlar çerçevesinde "Nötr" olarak değerlendiriyoruz. 12 aylık 96,76 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 kapanışına göre %35 yükseliş potansiyeli sunmaktadır. Banka 2026T 3,9x F/K ve 0,96x F/DD çarpanlarıyla ve %28,9 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.

Piyasa Değeri (TLmn)	373.620	Beta (12A)	1,36
Piyasa Değeri (USD mn)	7.772	Ort. Günlük Hacim	8.859
Kapanış	71,85	Yabancı Payı	41,9%
12 Ay Yüksek	90,60	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	51,40	Ağırlık	4,37%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	41.766	64.241	113.483	162.759
% Fark, Yıllık	-29,9%	53,8%	76,7%	43,4%
Net ücret ve komisyon geliri	69.162	114.402	154.159	197.808
% Fark, Yıllık	124,3%	65,4%	34,8%	28,3%
Net kar	42.366	57.247	96.888	143.459
% Fark, Yıllık	-36,3%	35,1%	69,2%	48,1%

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	2,9%	3,7%	3,5%	3,4%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,4%	2,3%	2,0%	1,6%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2,2%	2,5%	3,4%	3,7%
Ortalama aktif getirisi	2,0%	2,0%	2,6%	2,9%
Ortalama özkaynak getirisi	19,0%	21,5%	28,9%	30,6%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	8,0	6,5	3,9	2,6
F/DD	1,40	1,20	0,96	0,74



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	13,3	12,3	-17,7	8,6
US\$ Getiri (%):	11,6	6,6	-25,1	-7,4
BİST 100 Relatif Getiri (%):	6,4	7,0	-21,3	-14,4

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: %28

Güçlü sipariş birikimi ve ihracat odaklı büyüme yüksek görünürlük sağlıyor...

Aselsan'ı model portföyümüzde tutmamızın temelini, savunma sanayisindeki yapısal büyümeden yararlanma potansiyeli, güçlü sipariş birikimi ve ihracat pazarlarında artan etkinliği oluşturmaktadır. Şirket'in geniş ürün portföyü ve yüksek teknolojik yetkinliği, yurt içi ihtiyaçların yanı sıra küresel savunma harcamalarındaki artıştan da pay almasını sağlamaktadır. Uzun vadeli sözleşmeler gelir görünürlüğünü güçlendirirken, ihracatın artan katkısı büyümeyi daha dengeli hale getirmektedir.

Sipariş göstergeleri yatırım tezimizi desteklemeye devam etmektedir. 1Y26'da imzalanan yeni sözleşmeler yıllık %72 artışla 4,9mlr ABD dolarına, bakiye siparişler ise %45 artışla 23,2mlr ABD dolarına ulaşmıştır. Alınan İşler/Satışlar oranının 2,5x olması, teslimatların üzerinde yeni iş alındığını göstermektedir. 2Ç26'da yurt dışı satışların %152,6 artarak 10.183mn TL'ye ulaşması da Aselsan'ın uluslararası pazarlardaki konumunun güçlendiğini teyit etmiştir.

2Ç26 sonuçları, sipariş büyümesinin finansal performansa yansıdığını göstermiştir. Net satış gelirleri %32,6, FAVÖK %32,2 ve ana ortaklık net kârı %61,3 artmıştır. FAVÖK marjı %27,0 seviyesindeki güçlü seyrini korurken net kâr hem beklentimizin hem de piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir. Finansman giderleri ile net parasal pozisyon kaybındaki gerileme de net kârı desteklemiştir.

İlk yarı performansı, 2026 hedefleri açısından güçlü bir görünüme işaret etmektedir. Şirket, 2026 yılında TMS-29 etkisi dahil %10'un üzerinde reel satış büyümesi ve %24'ün üzerinde FAVÖK marjı beklemektedir. 1Y26'da elde edilen %25 reel büyüme ve %26,3 FAVÖK marjı, hedeflere ulaşılması konusunda rahat bir alan sağlamaktadır. Planlanan 50mlr TL ve üzerindeki yatırım harcamasının üretim kapasitesi ile uzun vadeli büyümeyi desteklemesini bekliyoruz.

Yoğun yatırım dönemine rağmen bilanço kaldıraç seviyesinin kontrollü kalmasını olumlu değerlendiriyoruz. Net Borç/FAVÖK oranının 0,55x seviyesinde bulunması yatırım programı açısından finansal esneklik sağlamaktadır. Bununla birlikte, yatırım harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacındaki artış nakit akışı açısından izlenmelidir.

Güçlü sipariş birikimi, hızlanan ihracat ve 2026 hedeflerine kıyasla kuvvetli ilk yarı performansının büyüme görünürlüğünü desteklemektedir. Aselsan için 495,00 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %28 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	386,25	
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.761.300	Son 12 Ay En Yüksek	450,00	
Piyasa Değeri (Mn S)	36.561	Son 12 Ay En Düşük	168,49	
Firma Değeri (Mn TL)	1.795.124	Beta	0,94	
Firma Değeri(Mn S)	37.287	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	230,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	52,5%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	163.776	185.283	212.492	252.500
Büyüme		13,1%	14,7%	18,8%
FAVÖK	35.668	46.602	55.735	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	26,2%	25,6%
Net Kar (Mn TL)	16.224	23.581	35.269	35.850
Pay Başına Kar	3,56	5,17	7,73	7,86
Temettü Verimi	0,18%	0,14%	0,05%	0,09%
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%	13,4%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	8,0%	7,7%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	28,1	21,6	35,3	49,1
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	27,7
FD/Satışlar	1,4	1,9	5,0	7,1
F/DD	2,3	2,4	4,2	6,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	12,9	1,6	66,7	111,0
S Getiri (%)	11,1	-3,7	48,6	79,8
BIST-100 Relatif (%):	6,0	-3,2	31,0	66,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 70,55 TL)

Getiri Potansiyeli: %58

Uluslararası büyüme ve maliyet disiplini marj görünümünü destekliyor...

Çimsa'yı model portföyümüzde tutmamızın temelini, uluslararası operasyonlarla güçlenen coğrafi çeşitlilik, katma değerli ürün odağı ve maliyet verimliliği oluşturmaktadır. ABD'deki yeni gri çimento öğütme tesisi ile Mannok ve Buñol operasyonları, yurt içi talepteki dalgalanmaların etkisini sınırlarken daha dengeli bir büyüme profili sunmaktadır. Alternatif yakıt ve yenilenebilir enerji yatırımları da enerji maliyetlerine karşı dayanıklılığı ve orta vadeli marj görünümünü desteklemektedir.

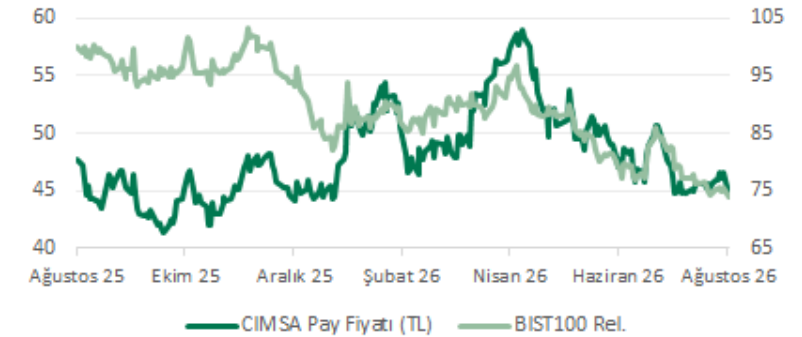
2Ç26 sonuçları, uluslararası çeşitliliğin ve maliyet disiplininin katkısını teyit etmiştir. Yurt içi satış hacmi %6,8 daralırken, uluslararası satış hacmi ABD gri çimento öğütme tesisinin katkısıyla %7,8 artmış ve konsolide hacim %0,9 büyümüştür. Net satış gelirleri %9,7 gerilemesine rağmen faaliyet giderlerindeki %13'lük düşüş FAVÖK marjını 1,5 y.p. artırarak %20,2'ye taşımıştır.

Net kâr performansı finansal giderlerdeki gerilemeyle beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. 2Ç26 döneminde ana ortaklık net kârı %40,3 artışla 1.329mn TL'ye ulaşırken, FAVÖK 2.619mn TL ile beklentilerin hafif üzerinde kalmıştır. Parasal kazançtaki artış ve net finansman giderlerindeki düşüş net kârı desteklemiştir.

Uluslararası operasyonların katkısının 2026 tahminlerimizi desteklemesini bekliyoruz. Çimsa'nın 2026 yılında 59.817mn TL satış geliri, 10.946mn TL FAVÖK ve 4.658mn TL net kâr elde etmesini öngörüyoruz. Net Borç/FAVÖK oranının 2,82x'ten 2,54x'e gerilemesi olumlu olmakla birlikte, ilk yarıdaki 1.592mn TL negatif işletme nakit akışı ve azalan nakit pozisyonu yakından izlenmelidir.

Coğrafi çeşitlilik, maliyet verimliliği ve yüksek katma değerli ürün karmasının zayıf yurt içi talebe karşı koruma sağladığını düşünüyoruz. Çimsa için 70,55 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %58 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	44,68	
Piyasa Değeri (Mn TL)	42.249	Son 12 Ay En Yüksek	60,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	877	Son 12 Ay En Düşük	40,55	
Firma Değeri (Mn TL)	68.503	Beta	1,03	
Firma Değeri(Mn \$)	1.441	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	10,8	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,8%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	45.632	43.391	54.060	59.817
Büyüme		-4,9%	24,6%	10,6%
FAVOK	8.144	7.840	9.701	10.946
FAVOK Marjı	17,8%	18,1%	17,9%	18,3%
Net Kar(Mn TL)	5.543	4.143	3.653	4.658
Pay Başına Kar	41,04	4,38	3,86	4,93
Temettü Verimi	3,2%	1,2%	1,4%	2,2%
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%	12,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,4%	3,4%	4,4%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	11,1	16,4	12,0	9,1
FD/FAVOK	8,2	11,4	7,1	6,3
FD/Satışlar	0,7	1,4	1,2	1,1
F/DD	1,5	1,8	1,1	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-0,4	-11,8	-2,4	-6,3
\$ Getiri (%)	-1,9	-16,4	-13,0	-20,1
BIST-100 Relatif (%):	-6,4	-15,9	-23,3	-26,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma
* 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Emlak Konut (AL, Hedef Fiyat: 32,84 TL)

Getiri Potansiyeli: %64

Faizlerde normalleşme ve güçlü varlık tabanı değer açığa çıkarma potansiyeli sunuyor...

Emlak Konut'u faizlerde normalleşme temasına yüksek duyarlılığı ve cazip risk-getiri profili nedeniyle 24 Ağustos 2026 tarihinde model portföyümüze ekledik. Dezenfasyonla birlikte faiz oranlarında beklediğimiz kademeli gerilemenin konut finansman koşullarını iyileştirerek ertelenmiş talebi destekleyebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in geniş arsa ve proje portföyü, yüksek geliştirme kapasitesi ve TOKİ ile stratejik ilişkisi talepteki olası toparlanmadan faydalanma potansiyelini artırmaktadır.

Güçlü varlık tabanı ve yüksek NAD iskontosu yatırım tezimizin ikinci ayağını oluşturmaktadır. 5,61 milyon m² büyüklüğündeki ve 128,07mlr TL ekspertiz değerindeki ihale edilmemiş arsa portföyü uzun vadeli değer yaratımını desteklemektedir. Devam eden Gelir Paylaşımı projelerindeki 131,52mlr TL minimum garanti edilen şirket payı geliri ise orta vadeli gelir görünürlüğünü güçlendirmektedir.

Ön satış performansı, raporlanan finansallardan daha güçlü bir operasyonel görünümüne işaret etmektedir. Emlak Konut 1Y26'da arsa satışları dahil 50,7mlr TL toplam ön satış gerçekleştirerek 145,45mlr TL'lik 2026 hedefinin %34,9'una ulaşmıştır. Şirket 2026 yılında 135,25mlr TL bağımsız bölüm ön satışı, 7.801 adet satış ve 13,1mlr TL net kâr hedeflemektedir. İlk yarıda net kâr hedefinin %18'ine ulaşmış olsa da satış ve teslimat takviminin ikinci yarıya ağırlık vermesi beklenmektedir.

2Ç26'daki kârlılık zayıflığı yatırım tezini gölgelememektedir. Net kâr %87,2 azalırken FAVÖK marjı %20,0'ye gerilemiştir. Bu görünümde düşük marjlı doğrudan arsa satışlarının gelir karmasındaki artışı, yükselen finansman giderleri ve ön satışların UFRS 15 kapsamında teslimde hasılatla dönüşmesi etkili olmuştur. Güçlü ön satışların finansallara yansımaları açısından ikinci yarı teslimatları belirleyici olacaktır.

Artan borçluluk ve yüksek faiz ortamının uzaması başlıca risklerdir. Net finansal borç 63.405mn TL'ye yükselirken, 650mn ABD doları tutarındaki beş yıl vadeli sukuk ihracı borç vadesini uzatmış ve finansman kaynaklarını çeşitlendirmiştir. Faizlerde gerileme, NAD iskontosunun daralması, yeni proje lansmanları ve kentsel dönüşüm faaliyetleri temel katalistlerdir.

Faiz normalleşmesine yüksek duyarlılık, güçlü arsa portföyü ve ön satış görünümünün Emlak Konut için değer açığa çıkarma potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. 32,84 TL hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %64 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	EKGYO.IS	Kapanış	20,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	76.000	Son 12 Ay En Yüksek	26,36
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.578	Son 12 Ay En Düşük	17,13
Firma Değeri (Mn TL)	98.045	Beta	1,24
Firma Değeri (Mn \$)	2.051	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	70,0
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	18,2%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)			
2023A*			
Satış Gelirleri	63.416	2024A*	117.559
Büyüme			139,1%
FAVÖK	10.263	2025A*	25.893
FAVÖK Marjı	16,2%		22,0%
Net Kar (Mn TL)	-9.067		7.068
Pay Başına Kar	-2,39		1,86
Temettü Verimi	0,0%		2,9%
Net Borç / FAVOK (x)	-2,46		1,38
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,20		0,23
Ort. Özsermaye Karlılığı			4,7%
Ortalama Aktif Karlılığı			2,0%
Değerleme Çarpanları			
2023A*			
F/K	-	2024A*	11,0
FD/FAVOK	3,3		3,8
FD/Satışlar	0,2		1,3
F/DD	0,4		0,5
Getiri			
1A			
TL Getiri (%)	11,7	3A	0,7
S Getiri (%)	9,9	YBB	-15,3
BIST-100 Relatif (%)	4,8	12A	-21,7



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Garanti BBVA (AL, Hedef Fiyat: 182,99 TL)

Getiri Potansiyeli: %40

Güçlü Komisyon Geliri, Marj Görünümünde Aşağı Yönlü Riskler

Garanti BBVA, 2Ç26 solo finansal sonuçlarında 30,4 milyar TL net kar açıkladı (Ç/Ç: -%8,8, Y/Y: %7,3). Açıklanan kar, 27,9 milyar TL'lik tahminimizin %8,8 üzerinde gerçekleşti. Beklentimizin aşılmasında, komisyon gelirlerindeki güçlü artış ve beklenenden düşük faaliyet gideri belirleyici oldu.

Banka'nın net faiz geliri çeyrekssel bazda %5,6 gerileyerek 57,4 milyar TL'ye gerilerken, swap maliyetleri %5 azalarak 10,5 mld TL'ye geriledi. Bu çerçevede, swap dahil net faiz geliri %5,8 gerileyerek 46,9 milyar TL olarak gerçekleşti (yıllık %57,2 artış). Swap dahil net faiz marjı 71 bp daralarak %5,05 seviyesine geriledi. Bu daralmada; TL kredi getirisi 109 bp artışla %33,5'e yükselirken, TL vadeli mevduat maliyetinin 251 bp artışla %37,2'ye yükselmesi temel belirleyici oldu. Marjı destekleyen unsur TÜFE endekslili menkul kıymet gelirinin değerlendirme kaynaklı %34,4 artışla 8,1 milyar TL'ye yükselmesi oldu.

Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreğin güçlü unsuru olarak öne çıktı. Komisyon gelirleri çeyrekssel %12,3, yıllık %35,5 artışla 46,7 milyar TL'ye ulaştı. Faaliyet giderleri yılın ilk çeyreğindeki personel zam etkisinin ardından 2Ç26'da %1,8 gerileyerek 47,7 milyar TL'ye geriledi (yıllık +%36). Bu doğrultuda Garanti Bankası'nın komisyon gider rasyosu %85,6'dan %97,9 seviyesine yükseldi.

Aktif kalitesi tarafında, takipteki kredi oranı %3,69 seviyesinden %4,08'e yükseldi. Bu doğrultuda net kredi riski maliyeti 240 bp'den 325 bp seviyesine yükseldi (Çeyreklik). Banka bu artışı teminatsız kredi portföyünden kaynaklanan girişler ve yeniden yapılandırma düzenlemesinin sona ermesiyle açıkladı.

Garanti BBVA, 2026 yıl sonu beklentilerinde revizyona gitmedi; TL kredi büyümesi (%30-35), YP kredi büyümesi (orta tek haneli), net kredi risk maliyeti (solo %2-2,5), net ücret büyümesi (%30-35) ve faaliyet gideri büyümesi (%45-50) kalemlerinin tamamı "beklentiye paralel" olarak korundu. Ancak banka, swap dahil net faiz marjında (+75 bp genişleme) ve ortalama özkaynak karlılığında (reel pozitif orta tek haneli) aşağı yönlü risk notu düştü.

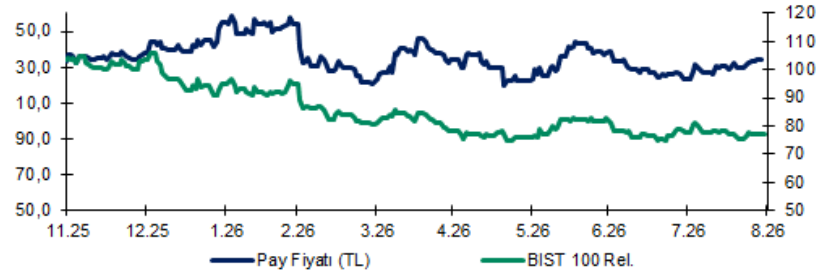
Garanti Bankası için 2026 yılında %34 net kar büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 182,99 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 kapanışına göre %40 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	549.780	Beta (12A)	1,20
Piyasa Değeri (USD mn)	11.436	Ort. Günlük Hacim	4.601
Kapanış	130,90	Yabancı Payı	4,2%
12 Ay Yüksek	163,11	Halka Açıklık (%)	14,0%
12 Ay Düşük	110,92	Ağırlık	1,73%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	70.413	142.673	222.861	276.480
% Fark, Yıllık	1,2%	102,6%	56,2%	24,1%
Net ücret ve komisyon geliri	94.124	142.747	192.706	244.100
% Fark, Yıllık	130,9%	51,7%	35,0%	26,7%
Net kar	92.175	110.605	147.957	176.659
% Fark, Yıllık	5,5%	20,0%	33,8%	19,4%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2,2%	3,5%	4,3%	3,6%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,2%	2,1%	2,3%	2,0%
Net faiz marjı (Düzeltilmiş)	3,5%	4,9%	5,7%	5,4%
Ortalama aktif getirisi	4,0%	3,4%	3,4%	3,0%
Ortalama özkaynak getirisi	32,6%	29,1%	30,4%	28,4%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	5,7	5,4	3,7	3,1
F/DD	1,58	1,36	1,03	0,77



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	6,1	6,5	-14,9	-5,5
US\$ Getiri (%):	4,4	1,1	-22,5	-19,4
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-0,4	1,5	-18,6	-25,6

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: 71%

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

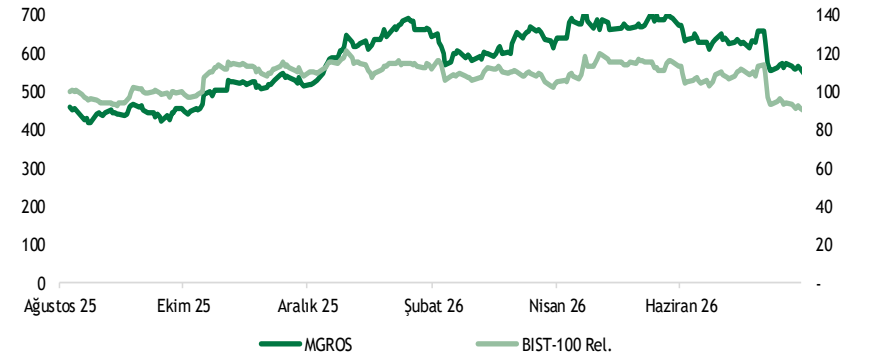
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 910,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Ağustos 2026 kapanışıyla Migros, 2026T 2.7x FD/FAVÖK ve F/K 9.8x rasyoları ile işlem görmektedir.

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

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

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

Kod	MGROS TI/MGROS IS	Kapanış	533,50	
Piyasa Değeri (mn TL)	96.592	Son 12 Ay En Yüksek	727,00	
Piyasa Değeri (mn \$)	2.005	Son 12 Ay En Düşük	409,72	
Firma Değeri (mn TL)	103.043	Beta	0,89	
Firma Değeri (mn \$)	2.144	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	36,91	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	36,08	
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	* 2025	2026T
Satış Gelirleri	404.043	452.821	486.055	559.148
Büyüme	0,0%	12,1%	7,3%	15,0%
FAVÖK	6.993	24.347	32.172	38.741
FAVÖK Marjı	0,0%	5,4%	6,6%	6,9%
Net Kar	19.818	9.772	7.615	9.863
Pay Başına Kar	109,46	53,97	42,06	54,48
Temettü Verimi	1,3%	1,8%	1,5%	3,1%
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,81	-0,09	0,14	0,05
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,07	-0,03	0,05	0,02
Ortalama Özsermaye Karlılığı	0,0%	11,6%	8,3%	9,9%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,0%	4,5%	3,2%	3,9%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	* 2025	2026T
F/K	4,9	9,9	12,7	9,8
FD/FAVÖK	14,7	4,2	3,2	2,7
FD/Satışlar	0,3	0,2	0,2	0,2
F/DD	1,2	1,3	1,2	0,9
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-14,7	-19,0	2,9	11,4
\$ Getiri (%)	-16,0	-23,3	-8,3	-5,1
BIST-100 Relatif (%)	-19,9	-22,8	-19,2	-12,3



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 & 2024 & 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 172,63 TL)

Getiri Potansiyeli: %85

Portföy dönüşümü ve yüksek NAD iskontosu değer açığa çıkarma potansiyelini güçlendiriyor...

Sabancı Holding'i model portföyümüzde tutmamızın temelini, yüksek NAD iskontosu, çeşitlendirilmiş iştirak yapısı ve devam eden portföy dönüşümü oluşturmaktadır. Holding, kaynaklarını daha yüksek getirili ve döviz geliri yaratan iş alanlarına yönlendirerek özkaynak kârlılığını 120-150 baz puan artırmayı hedeflemektedir. Bu stratejinin portföy kalitesini ve makroekonomik dalgalanmalara karşı dayanıklılığı güçlendirebileceğini düşünüyoruz.

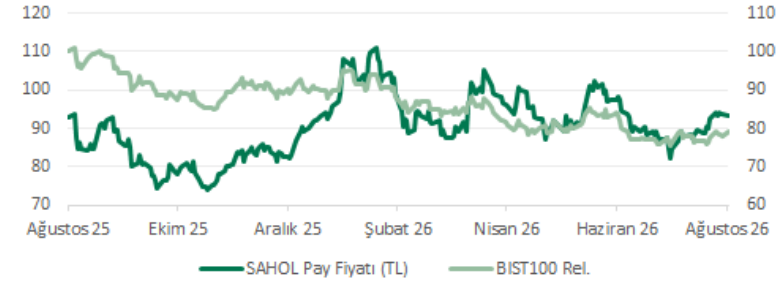
Akçansa ve CarrefourSA çıkışları portföy sadeleşmesini hızlandırmıştır. Akçansa'daki %39,72 payın 427,9mn ABD dolarına satılması nakit yaratırken, CarrefourSA çıkışı bilanço dönemi sonrasında tamamlanmıştır. İşlemler sonrasında hesapladığımız 672,44mn ABD doları solo net nakit, yeni yatırımlar ve sermaye tahsisi açısından önemli bir esneklik sağlamaktadır. Yeni kaynakların kullanım alanı, yatırım tezinin başlıca katalizörlerinden biri olacaktır.

2Ç26 sonuçları, tek seferlik satış kazancının yanı sıra operasyonel toparlanmaya da işaret etmiştir. Konsolide gelirler reel olarak %9,4 gerilemesine rağmen FAVÖK %25,9 artmış; bankacılık ve banka dışı FAVÖK sırasıyla %28,9 ve %11,6 büyümüştür. Ana ortaklık net kârı, Akçansa satış kazancının da katkısıyla 14.160mn TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini belirgin aşmıştır. Bankacılık katkısındaki toparlanma ve malzeme teknolojilerindeki güçlü performans sonuçları desteklemiştir.

2026 yılını Holding portföyü açısından stratejik bir dönüşüm dönemi olarak değerlendiriyoruz. Güncellenen portföy yapısı ve iştirak değerleriyle toplam hedef NAD'ı 10.867mn ABD doları, solo net nakit pozisyonunu 672,44mn ABD doları olarak hesaplıyoruz. Değerlememizde hedef NAD'a %30 iskonto uyguluyoruz. Yeni yatırımların getirisi, bankacılıktaki toparlanmanın devamı ve Holding iskontosundaki olası daralma hisse performansı açısından belirleyici olacaktır.

Portföy dönüşümü ve güçlü solo nakit pozisyonunun değer açığa çıkarma potansiyelini desteklediğini düşünüyoruz. Buna karşılık yeni yatırımlarda sermaye tahsisi ve uygulama riski ile faiz indirim sürecindeki olası gecikmeler izlenmelidir. Sabancı Holding için 172,63 TL hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %85 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	93,20
Piyasa Değeri (Mn TL)	195.755	Son 12 Ay En Yüksek	113,18
Piyasa Değeri (Mn S)	4.063	Son 12 Ay En Düşük	72,73
Firma Değeri (Mn TL)	489.717	Beta	1,29
Firma Değeri (Mn S)	10.375	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	73,7
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	26,8%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)			
	2023*	2024*	2025*
Satış Gelirleri	304.906	300.713	289.967
Finans Sektörü Hasılatı	876.281	1.097.301	1.090.910
Toplam Gelirler	1.181.187	1.398.014	1.380.877
Büyüme		18,4%	-1,2%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	34.333	-23.852	4.467
Pay Başına Kar	16,35	-11,36	2,13
Temettü Verimi	4,5%	2,7%	1,6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,10	0,33	0,67
Ort. Özsermaye Karlılığı	7,0%	-5,1%	1,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,7%	-0,5%	0,1%
Değerleme Çarpanları			
	2023*	2024*	2025*
F/K	8,0	0,0	46,6
FD/Satışlar	0,2	0,3	0,4
F/DD	0,6	0,7	0,5
Getiri			
	1A	3A	YBB
TL Getiri (%)	10,3	1,3	12,4
S Getiri (%)	8,6	-4,0	0,2
BIST-100 Relatif (%):	3,6	-3,4	-11,7



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

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

Getiri Potansiyeli: %58

Güçlü abone tabanı, dijital büyüme ve 5G yatırımları orta vadeli görünümü destekliyor...

Turkcell'i model portföyümüzde tutmamızın temelini, tekrarlayan gelir yapısı, güçlü abone kalitesi, 5G yatırımları ve telekom dışı dijital iş kollarının büyümesi oluşturmaktadır. Yüksek faturalı abone payı ve düşük müşteri kayıp oranı gelir dayanıklılığını desteklerken, artan veri kullanımı, fiber, Veri Merkezi ve Bulut, Dijital İş Servisleri ile Techfin faaliyetleri orta vadeli büyüme alanlarını genişletmektedir. 5G yatırımlarının da kapasite ve hizmet kalitesi üzerinden uzun vadeli veri monetizasyonunu desteklemesini bekliyoruz.

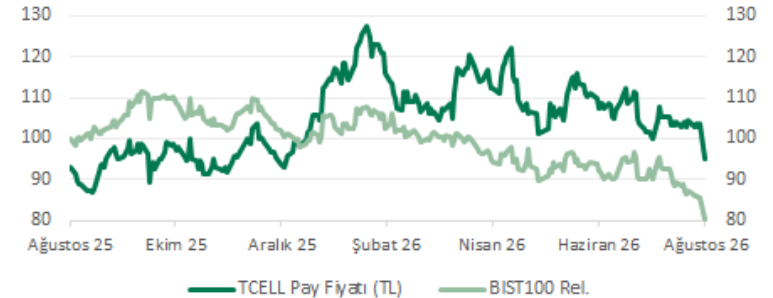
Abone göstergeleri ve dijital iş kolları yatırım tezini desteklemeye devam etmektedir. Toplam abone bazı 2Ç26'da 44,8 milyona, mobil abone sayısı ilk kez 40 milyonun üzerine çıkmıştır. Faturalı abone sayısı %8 artarken mobil abone kayıp oranı %1,6'ya gerilemiştir. Dijital İş Servisleri gelirleri %33,1, Paycell gelirleri %21,9 büyürken Paycell işlem hacmi %67,3 artmıştır.

2Ç26 finansalları büyümenin sürdüğünü, ancak 5G geçişinin kısa vadeli maliyet yarattığını göstermiştir. Gelirler %2,5 artarak 71.775mn TL'ye ulaşırken FAVÖK %1,7 gerilemiş ve FAVÖK marjı %42,3 olmuştur. Net kâr 5.235mn TL ile beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşmiştir. M2M hariç mobil ARPU'daki %3,9 reel gerileme ile artan satış, pazarlama ve amortisman giderleri marjları sınırlamıştır.

2026 beklentilerinin korunmasını operasyonel görünüm açısından destekleyici buluyoruz. Şirket, yıl sonu enflasyon varsayımını %28'e yükseltmesine rağmen %5-7 reel gelir büyümesi, %40-42 FAVÖK marjı ve gelirlerin yaklaşık %25'i seviyesinde operasyonel yatırım harcaması hedeflerini sürdürmektedir. Net Borç/FAVÖK oranının 0,36x seviyesinde bulunması yoğun 5G yatırım döneminde finansal esneklik sağlamaktadır.

Güçlü abone yapısı, dijital gelirlerdeki büyüme ve korunan yıl sonu hedeflerinin Turkcell'in savunmacı büyüme profilini desteklediğini düşünüyoruz. Buna karşılık reel mobil ARPU daralması, 5G kaynaklı marj baskısı ve artan net borç izlenmelidir. Turkcell için 150,00 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %58 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	TCELL.IS	Kapanış		95,05
Piyasa Değeri (Mn TL)	209.110	Son 12 Ay En Yüksek		129,60
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.341	Son 12 Ay En Düşük		85,45
Firma Değeri (Mn TL)	305.971	Beta		0,99
Firma Değeri(Mn \$)	6.420	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		61,7
Halka Açıklık Oranı (%)	44,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		46,3%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	229.137	244.855	269.687	320.250
Büyüme		6,9%	10,1%	18,7%
FAVÖK	104.714	108.955	123.491	130.380
FAVÖK Marjı	45,7%	44,5%	45,8%	40,7%
Net Kar (Mn TL)	27.938	36.259	20.730	24.300
Pay Başına Kar	12,70	16,48	9,42	11,05
Temettü Verimi	1,65%	2,77%	3,25%	3,58%
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%	6,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,7%	3,7%	3,7%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	9,8	8,7	11,6	8,6
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,3
FD/Satışlar	0,7	1,0	1,0	1,0
F/DD	1,0	1,1	0,8	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-4,9	-5,9	2,1	2,1
\$ Getiri (%)	-6,4	-10,8	-9,0	-12,9
BIST-100 Relatif (%):	-10,7	-10,3	-19,8	-19,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

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

Getiri Potansiyeli: 47%

Filo Yatırımları ve Ağ Gücüyle Desteklenen Büyüme...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan **445,00 TL'yi ve AL tavsiyemizi** koruyoruz. 31 Ağustos 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%47'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2026T F/K 4.32x ve 2026T FD/FAVÖK 5.23x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

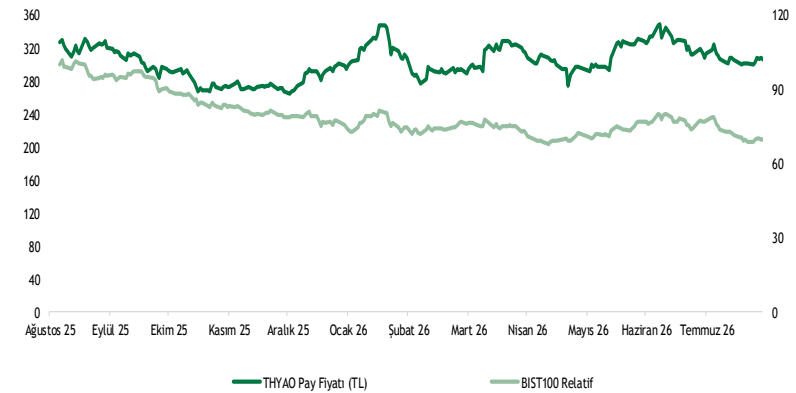
➤ THY, Temmuz 2026'da yolcu sayısında yıllık %4,6'lık artış kaydetmiştir. THY'nin Temmuz 2026'daki toplam yolcu sayısı 9.5mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Temmuz 2026'da dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %63,2'ye ulaşmıştır. THY, Temmuz 2026'da yıllık bazda %4,5 artışla 6mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Temmuz ayında yıllık bazda %4,8 oranında artış göstererek 3.4mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Temmuz 2026'da yıllık bazda 1 yp artış göstererek %86,5 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Temmuz 2026'da yıllık bazda %4,9 artış göstermiş olup şirketin gelir yapısını desteklemeye devam etmektedir.

➤ 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 düşünüyoruz, 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	302,25	
Piyasa Değeri (Mn TL)	417.105	Son 12 Ay En Yüksek	355,50	
Piyasa Değeri (Mn \$)	8.658	Son 12 Ay En Düşük	262,75	
Firma Değeri (Mn TL)	1.037.483	Beta	0,87	
Firma Değeri(Mn \$)	21.978	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	314,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,40	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	19,55	
Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2023	2024	2025	2026T
Satış Gelirleri	20.942	22.669	24.096	27.388
Büyüme (%)	13,7%	8,2%	6,3%	13,7%
FAVÖK	5.533	5.059	5.059	4.204
FAVÖK Marjı (%)	26,4%	22,3%	21,0%	15,3%
Net Kar	6.021	3.425	2.910	2.004
Pay Başına Kar	4,36	2,48	2,11	1,45
Temettü Verimi	0,0%	2,6%	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	1,44	2,53	2,98	4,32
FD/FAVÖK	3,97	4,34	4,34	5,23
FD/Satışlar	1,05	0,97	0,91	0,80
F/DD	0,56	0,45	0,40	0,37
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,74	1,85	12,57	-8,85
\$ Getiri (%)	-5,24	-3,49	0,37	-22,31
BIST-100 Relatif (%)	-9,62	-2,92	-11,56	-28,22



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

Yapı Kredi Bankası (AL, Hedef Fiyat: 51,10 TL) Getiri Potansiyeli: %40

Beklentilere Paralel Kar, Marjda Daralma

Yapı Kredi Bankası, 2Ç26 solo finansal sonuçlarında bizim ve piyasa medyan beklentisine paralel 10,7 milyar TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar çeyreklik bazda %47,2, yıllık bazda %5,4 düşüşe işaret ediyor.

Banka'nın net faiz geliri çeyreklik bazda %1,2 artışla 54,2 milyar TL'ye yükselirken, swap maliyetleri %10,5 artış göstererek 33,6 milyar TL'ye yükseldi. Bu doğrultuda, swap dahil net faiz geliri %11,1 gerileyerek 20,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (Yıllık %101,5 artış). Bu doğrultuda swap dahil net faiz marjı 50 bp gerileyerek %2,7 seviyesinde gerçekleşti. Bu daralmada; TL kredi getirisi 66 bp artış kaydederken, TL vadeli mevduat maliyetinin 131 bp artış kaydetmesi temel etken olarak öne çıktı. Marjı destekleyen unsur, TÜFE endekslı menkul kıymet gelirinin değerlendirme değişimi kaynaklı %24,2 artışla 15,6 milyar TL'ye yükselmesi oldu. TÜFEKS gelirinin çeyreklik değişimde marja katkısı 31 bp olarak hesaplıyoruz.

Komisyon gelirlerinde sınırlı artış. Yapı Kredi'nin net ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik bazda %3,2, yıllık %16,7 artışla 31,3 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Faaliyet giderleri tarafında ise çeyreklik artış %5,4 olarak gerçekleşti (Yıllık artış %34,3). Alt kırımlarda; personel giderleri %0,7 gerilerken, personel dışı giderler %8,9 artış kaydetti. Bu doğrultuda bankanın komisyon/gider rasyosu %89,5'ten %87,7'ye geriledi.

Aktif kalitesi tarafında, takipteki kredi oranı %4,06 seviyesinden %4,33'e yükseldi. Bu doğrultuda net kredi riski maliyeti çeyreklik bazda 250 bp seviyesine yükseldi.

Yapı Kredi, 2026 yıl sonu beklentilerinde revizyona gitmedi; TL kredi büyümesi (%30), YP kredi büyümesi (düşük tek haneli), swap dahil net faiz marjında ≥ 100 bp iyileşme, net ücret büyümesi (-enflasyon) ve faaliyet gideri büyümesi (≤ 35) kalemlerinin tamamı korundu. Ancak banka, net kredi risk maliyeti (150-175 bp) kaleminde aşağı yönlü risk notu düştü. Ortalama özkaynak karlılığı beklentisi "yüksek-orta 20'ler" seviyesinde korunurken, 1Y26 gerçekleşmesi %23,4 oldu.

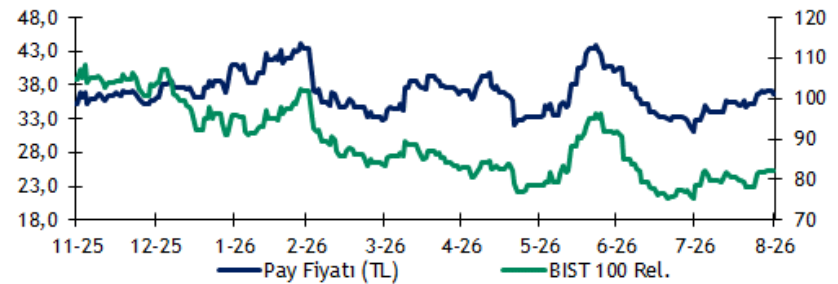
Yapı Kredi Bankası için 12 aylık 51,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, 31 Ağustos 2026 kapanışına göre %40 yükseliş potansiyeline işaret etmekte olup "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yapı Kredi Bankası 2026T 4,3x F/K ve 0,94 F/DD çarpanlarıyla ve %25,1 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.

Piyasa Değeri (TLmn)	308.486	Beta (12A)	1,42
Piyasa Değeri (USD mn)	6.417	Ort. Günlük Hacim	7.108
Kapanış	36,52	Yabancı Payı	20,6%
12 Ay Yüksek	44,50	Halka Açıklık (%)	39,0%
12 Ay Düşük	27,14	Ağırlık	2,71%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	13.860	55.536	106.506	171.247
% Fark, Yıllık	-79,3%	300,7%	91,8%	60,8%
Net ücret ve komisyon geliri	73.097	110.297	138.928	174.399
% Fark, Yıllık	112,0%	50,9%	26,0%	25,5%
Net kar	29.017	47.090	72.255	116.376
% Fark, Yıllık	-57,3%	62,3%	53,4%	61,1%

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	3,1%	3,8%	4,1%	4,6%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0,8%	2,2%	2,2%	1,9%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	0,7%	2,3%	3,3%	3,9%
Ortalama aktif getirisi	1,4%	1,7%	1,9%	2,4%
Ortalama özkaynak getirisi	15,7%	21,1%	25,1%	31,3%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	8,9	6,5	4,3	2,7
F/DD	1,34	1,20	0,94	0,72



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	11,5	10,1	-15,7	11,1
US\$ Getiri (%):	9,7	4,5	-23,2	-5,3
BİST 100 Relatif Getiri (%):	4,7	5,0	-19,3	-12,5

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 1 Eylül 2026								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	71,85	96,76	373.620	503.152	34,7%	5,60	1,15
GARAN	AL	130,90	182,99	549.780	768.558	39,8%	4,55	1,13
HALKB	TUT	42,18	46,38	303.054	333.230	10,0%	9,41	1,29
ISCTR	AL	12,64	21,57	316.000	539.249	70,6%	4,67	0,70
TSKB	AL	10,93	18,00	30.604	50.400	64,7%	2,85	0,61
VAKBN	AL	31,74	46,39	314.731	460.000	46,2%	4,49	0,89
YKBNK	AL	36,52	51,10	308.486	431.644	39,9%	5,57	1,08
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AGHOL	AL	32,00	46,74	77.931	113.823	46,1%	18,01	0,59
KCHOL	AL	214,90	318,51	544.964	807.702	48,2%	16,00	0,69
SAHOL	AL	93,20	172,63	195.755	362.597	85,2%	9,74	0,47
TAVHL	AL	265,00	440,00	96.270	159.845	66,0%	18,25	1,17
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	241,40	277,00	46.215	53.031	14,7%	85,90	1,62
AKSEN	AL	79,40	110,00	97.371	134.894	38,5%	32,04	1,42
ARCLK	AL	90,65	149,50	61.255	101.021	64,9%	-	0,79
ASELS	AL	386,25	495,00	1.761.300	2.257.200	28,2%	49,02	5,74
BIMAS	AL	405,50	496,00	486.600	595.200	22,3%	18,56	2,42
CCOLA	AL	75,20	122,00	210.416	341.371	62,2%	10,79	2,30
CIMSA	AL	44,68	70,55	42.249	66.712	57,9%	11,15	1,13
DOAS	AL	163,80	302,90	36.036	66.639	84,9%	19,02	0,48
EKGYO	AL	20,00	32,84	76.000	124.802	64,2%	-	0,49
EREGL	AL	38,78	42,24	271.460	295.710	8,9%	35,20	0,85
FROTO	AL	76,95	130,00	270.025	456.188	68,9%	9,94	1,51
KRDMD	TUT	47,38	45,00	36.967	35.109	-5,0%	11,66	0,50
MGROS	AL	533,50	910,00	96.592	164.759	70,6%	16,85	1,04
OYAKC	AL	22,48	33,35	109.290	162.130	48,3%	17,69	1,43
PETKM	TUT	20,06	18,91	50.840	47.935	-5,7%	-	0,68
PGSUS	AL	147,00	271,90	73.500	135.950	85,0%	-	0,65
SELEC	TUT	333,50	190,00	207.104	117.990	-43,0%	93,13	5,58
SISE	AL	39,62	65,00	121.365	199.110	64,1%	12,16	0,45
TCELL	AL	95,05	150,00	209.110	330.000	57,8%	11,66	0,68
THYAO	AL	302,25	445,00	417.105	614.102	47,2%	3,72	0,41
TOASO	AL	271,25	435,00	135.625	217.500	60,4%	10,83	2,06
TTKOM	AL	51,10	90,00	178.850	315.000	76,1%	6,75	0,67
TUPRS	AL	400,25	395,00	771.200	761.085	-1,3%	11,43	1,69
ULKER	AL	89,95	159,80	33.216	59.010	77,7%	9,16	0,65
VESBE	G.G.	5,35		8.560			-	0,21
ZOREN	TUT	2,32	4,30	11.600	21.500	85,3%	-	0,18

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**UYARI NOTU:**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

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

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