

Aylık Strateji

Ekim 2026

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

Faiz artırımları, enerji fiyatları ve yurt içi fon piyasasındaki gelişmeler, risk iştahını zayıflattı...

Öneri: AL

Eylül ayında küresel piyasaların ana gündemini Orta Doğu'daki çatışmaların enerji arzı üzerindeki etkileri, ABD ve Avrupa'daki enflasyon görünümü ile büyük merkez bankalarının para politikası kararları oluşturmuştur. Orta Doğu kaynaklı enerji arz noktalarında kısıtların artması ve müzakerelerin sonuçsuz kalması, petrol ve rafine ürün fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Fed, AMB ve BoJ'un enflasyon endişeleri ile eylül ayındaki faiz artırımları, küresel finansal koşullarının beklenenden uzun süre sıkı kalabileceği beklentilerini güçlendirmiştir. Yurt içinde ise TCMB'nin politika faizini sabit tutmasına karşın yatırım fonları piyasasındaki gelişmeler, pay piyasasında likidite sıkışıklığı kaynaklı satışların artmasına neden olmuştur.

ABD-İran müzakerelerinin tıkanması ve bölgede artan güvenlik riskleri eylülde enerji piyasasını etkilemeyi sürdürmüştür. ABD'de kasım ayında yapılacak ara seçimler öncesinde müzakerelere dönüleceği ve Orta Doğu kaynaklı enerji arzının normalleşeceği beklentileri zayıflamaktadır. Fed, AMB ve BoJ, eylül toplantılarında gösterge faizlerini 25 baz puan artırırken ek sıkılaştırma olasılığının enflasyon görünümüne bağlı olacağına işaret etmişlerdir. Diğer yandan; ABD'de artan tahvil faizleri hükümetlerin borç çevirme maliyetlerini artırırken şirket borçlanmalarını, mortgage faizlerini, varlık değerlemelerini ve gelişen piyasaları da etkileme potansiyeli ile risk iştahını baskılamaktadır.

Yurt içinde ağustos ayında TÜFE aylık %1,84, yıllık %31,51 ile beklentilerin hafif altında artmıştır. Yıllık enflasyondaki sınırlı gerilemeye rağmen enerji maliyetleri ile hizmet fiyatlarındaki katılık ağustos ayında da sürmüştür. TCMB, 10 Eylül Para Politikası Kurulu toplantısında bir hafta vadeli repo ihale faizini %37'de, gecelik borç verme faizini %40'ta ve gecelik borçlanma faizini %35,5'te sabit tutmuştur. TCMB, iç talepteki zayıflığın enflasyonun ana eğilimini sınırladığını belirtirken yüksek enerji fiyatlarının yukarı yönlü risk oluşturduğunu vurgulamış; enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bozulma halinde sıkılaştırmaya hazır olduğunu yinelemiştir. Beklentilerdeki katılık ve son dönemde fon piyasasında yaşanan gelişmeler, olası bir faiz indiriminin zamanlaması açısından enflasyon verilerinin önemini artırmaktadır.

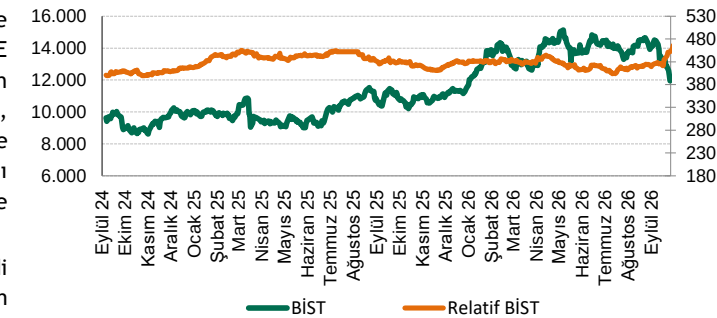
Ekim ayında küresel piyasaların odağında, Orta Doğu'da enerji ve deniz taşımacılığına ilişkin gelişmelerin yanı sıra ABD'nin eylül ayı istihdam ve enflasyon verileri ile büyük merkez bankalarının para politikası kararları yer alacaktır. ABD'de 2 Ekim'de açıklanacak istihdam verileri, 14 Ekim'de yayımlanacak TÜFE, 29 Ekim'de açıklanacak üçüncü çeyrek öncü büyüme verisi ve eylül ayı PCE enflasyonu yakından izlenecektir. Fed'in 27-28 Ekim tarihlerindeki toplantısı ise para politikasının seyrine ilişkin beklentilerin şekillenmesinde belirleyici olacaktır. Avrupa'da AMB'nin 28-29 Ekim, Japonya'da BoJ'un 29-30 Ekim tarihlerindeki toplantıları ile Çin'de açıklanacak faaliyet göstergeleri de küresel risk iştahı açısından önem taşıyacaktır. Enerji fiyatlarının yüksek seviyelerini koruması durumunda, faiz indirimlerine ilişkin beklentilerin ötelenmesi ve tahvil getirilerindeki yükselişin hisse senedi piyasaları üzerinde baskı oluşturması beklenebilir.

Yurt içinde 5 Ekim'de açıklanacak eylül ayı enflasyonu, 16 Ekim'de S&P Global'in Türkiye'ye ilişkin kredi notu değerlendirmesi ve TCMB'nin 22 Ekim'deki Para Politikası Kurulu toplantısı ayın başlıca gündem maddelerini oluşturacaktır. Bunun yanı sıra, ağustos ayı cari denge ve sanayi üretimi verileri, rezervlerdeki gelişmeler, fon tasfiyelerinin piyasalar üzerindeki etkisi ve üçüncü çeyrek şirket sonuçlarına ilişkin ilk beklentiler, yurt içi varlık fiyatlamalarının seyrinde yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	11.947	-16,65%	6,1%
BIST - 100, USD	244	-17,9%	-7,1%
MSCI Turkey	314.567	-9,1%	10,4%
MSCI EMEA	264	-4,9%	1,9%
MSCI EM	1.705	-0,8%	21,4%
Gösterge Tahvil	40,06%	13bps	284bps
USD/TL	48,9303	1,57%	14,20%
EUR/TL	55,5567	-0,55%	10,48%
F/K			
Bankacılık	5,0		
Sanayi	31,2		
Demir&Çelik	29,3		
GYO	13,6		
Telekom	8,8		
2026T F/K	11,1		

*Kapanış 30 Eylül 2026

BIST & Portföy



Enflasyon verisi, TCMB'nin faiz kararı ve fon piyasasındaki gelişmeler ekim ayının odağında olacaktır...

TCMB'nin eylül ayında politika faizini %37'de tutması ve karar metninde enerji fiyatlarına ilişkin riskleri vurgulaması, ekim toplantısı öncesinde temkinli duruşun süreceğine işaret etmektedir. Petrol fiyatları, enflasyon beklentileri ve iç talepteki yavaşlamanın kalıcılığı bankanın faiz kararı üzerinde etkili olacaktır. Enflasyonun ana eğiliminde ikna edici bir iyileşme görülmesi faiz indirim alanını genişletebilir; ancak, enerji kaynaklı baskının fiyatlara ve beklentilere yayılması halinde ise mevcut sıkılık bir süre daha korunabilir.

Eylül ayında global piyasalardaki negatif gelişmelerin yanında yurt içinde yatırım fonlarına ilişkin gelişmelerin tetiklediği satış baskısı, endekste sert dalgalanmaya yol açmış ve endeks, yılbaşından beri sağladığı getirilerin büyük kısmını silerek 12.000 puan seviyesinin altına kadar gerilemiştir. Yaşanan gelişmeler sonrasında başta TCMB, SPK, Borsa İstanbul olmak üzere diğer kamu kurumları, koordineli ve interaktif bir şekilde riskin yayılmasını önlemek için önlemler açıklamıştır.

BİST-100 Endeksi eylül ayını %16,65 düşüşle 11.947 puan seviyesinden tamamlamıştır. Sektörel bazda BİST Sınai Endeksi eylül ayında %22,0 düşüş kaydederken, Banka Endeksi ise %5,64 değer kaybı ile pozitif ayrılmıştır.

Ekim ayında yurt içi hisse senetlerinin yönünü; enflasyon gelişmeleri, TCMB faiz kararı, S&P kredi notu gözden geçirmesine ek olarak fon tasfiyelerine yönelik gelişmeler ve endeks değişikliklerinden doğan akımlarının belirleyeceğini düşünüyoruz. Petrol fiyatlarında gevşeme, rezerv görünümünde istikrar ve fon piyasasından kaynaklanan satışların yavaşlaması halinde BİST-100'de tepki alımları yaşanabileceğini düşünüyoruz. Buna karşılık enerji fiyatlarının yüksek seyretmesi, enflasyonda beklentilerin üzerinde bozulma veya likidite kaynaklı satışların sürmesi endekste toparlanmayı sınırlayabilir. Bu çerçevede likiditesi yüksek, bilançosu güçlü ve nakit akışı öngörülebilir şirketlerde orta ve uzun vade için seçici ve kademeli alım yaklaşımımızı sürdürüyoruz.

Bu beklentilerin ışığında, BİST-100 için 12 aylık 16.500 puan hedefimizi ve AL önerimizi korumakla birlikte yukarıda sıraladığımız risklere bağlı olarak kısa vadede yaşanabilecek dalgalanmalar nedeniyle yatırımcılara temkinli olmalarını öneriyoruz. 30 Eylül kapanışı itibarıyla hedef değerimiz yaklaşık %38 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

MSCI Turkey Endeksi 2026T 8.54x ve 1.08x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre %25 ve %45 iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde yer alan banka önerilerimizde değişiklik yapıp YKBNK çıkarıyor, yerine VAKBN ekliyoruz.

Temel Piyasa Riskleri

- Orta Doğu'daki çatışmaların genişlemesi ve enerji sevkiyatının durması,
- Fed, ECB ve BoJ'un beklenenden daha uzun süre sıkı para politikası uygulaması,
- Yurt içinde enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma yaşanması ve TCMB'nin sıkı duruşunu artırması,
- Fon piyasasındaki gelişmelerin finansal piyasalardaki etkisinin artması,
- Türkiye'nin MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi kapsamından çıkarılması.

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef F.	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	67,00	96,76	44,4%	-6,8%	11,9%
ASELS.TI	336,50	495,00	47,1%	-12,9%	4,5%
CIMSA.TI	41,68	70,55	69,3%	-6,7%	11,9%
EKGYO.TI	18,44	32,84	78,1%	-7,8%	10,6%
GARAN.TI	122,90	182,99	48,9%	-6,1%	12,6%
MGROS.TI	504,50	910,00	80,4%	-5,4%	13,5%
SAHOL.TI	84,80	172,63	103,6%	-9,0%	9,2%
TCELL.TI	96,10	150,00	56,1%	1,1%	21,3%
THYAO.TI	283,25	445,00	57,1%	-6,3%	12,4%
VAKBN.TI	32,26	46,39	43,8%	0,0%	0,0%
Aylık Getiri				-6,0%	10,8%

*Kapanış 30 Eylül 2026

Eklenen

VAKBN

Çıkan

YKBNK

Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

EKGYO

GARAN

MGROS

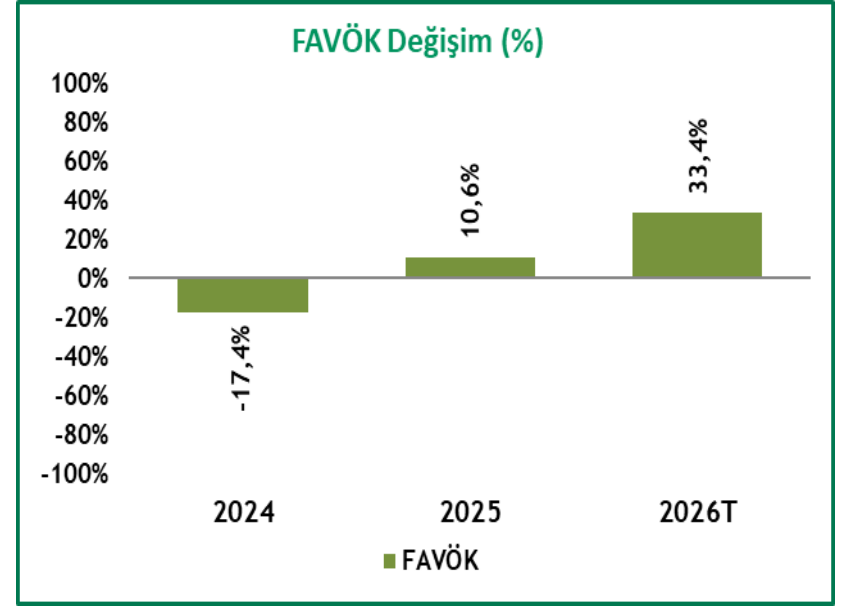
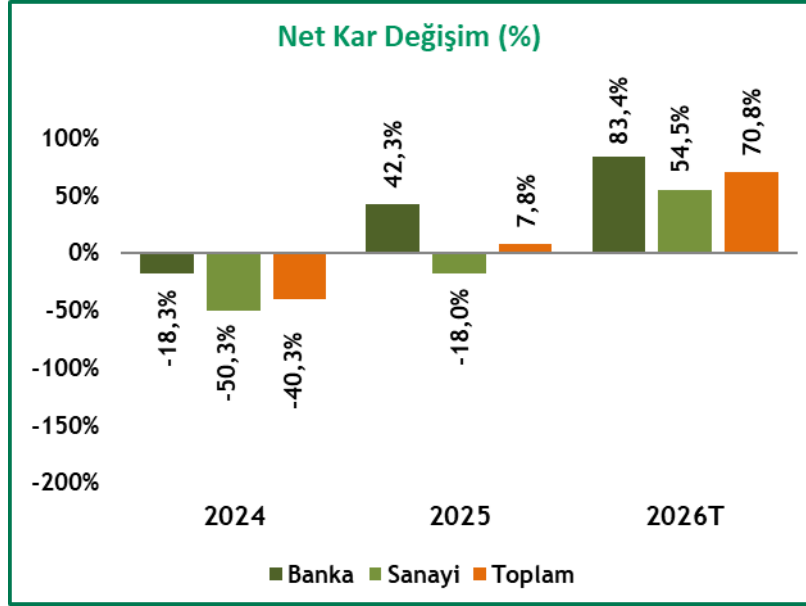
SAHOL

TCELL

THYAO

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 8.54x ve 1.08x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 25% ve 45% iskontolu işlem görmektedir.

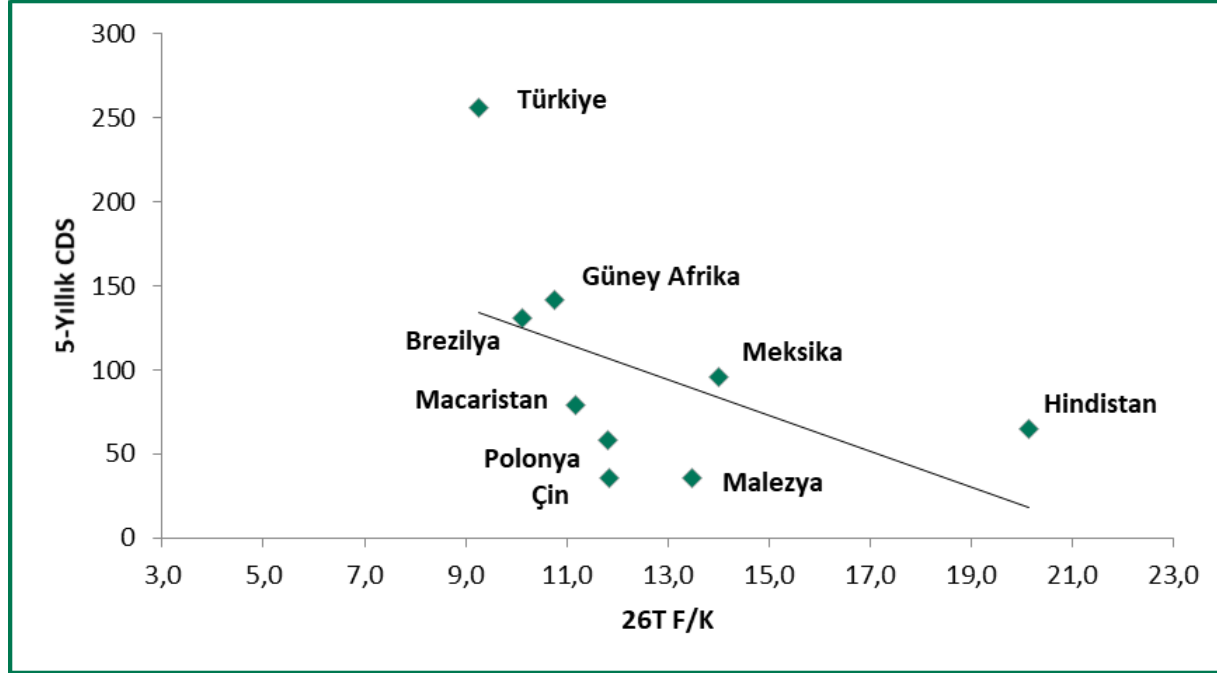
Benzerlerine göre iskontolu...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %6'lık yükseliş göstermiş; MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %19,4 altında, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %0,5 üzerinde performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-9,1%	-4,7%	6,0%	10,4%
MSCI Gelişen Pazarlar	-0,8%	-1,0%	26,7%	21,4%
MSCI EMEA	-4,9%	1,8%	5,5%	1,9%
MSCI Doğu Avrupa	-1,5%	10,1%	40,6%	22,8%
MSCI Dünya	-1,3%	1,6%	13,8%	10,7%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	9,1%	3,9%	19,4%	10,0%
MSCI EMEA	4,7%	6,9%	-0,5%	-7,7%
MSCI Doğu Avrupa	8,5%	15,6%	32,6%	11,2%
MSCI Dünya	8,6%	6,6%	7,4%	0,3%

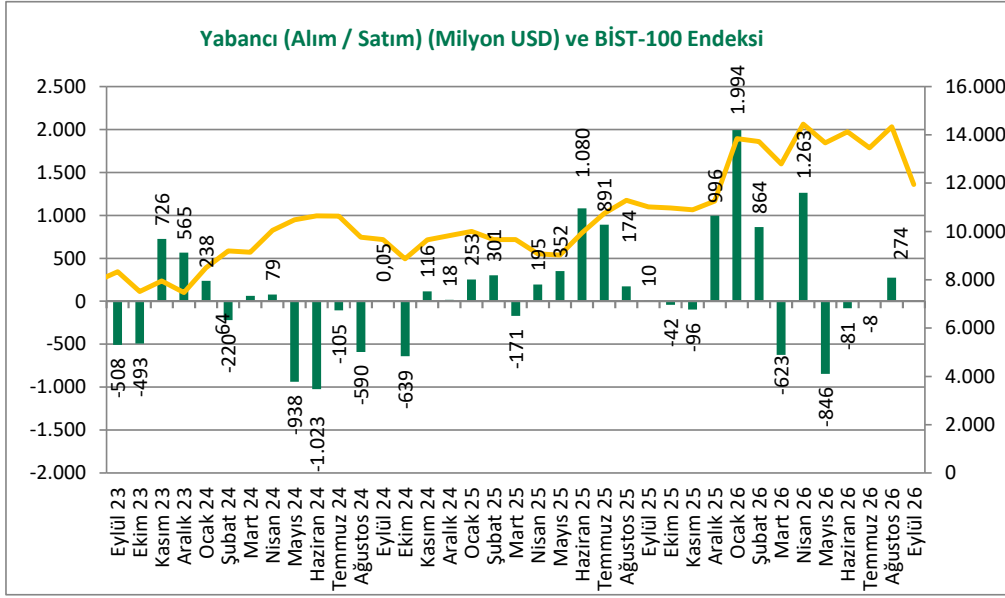
30 Eylül 2026 itibarıyla

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

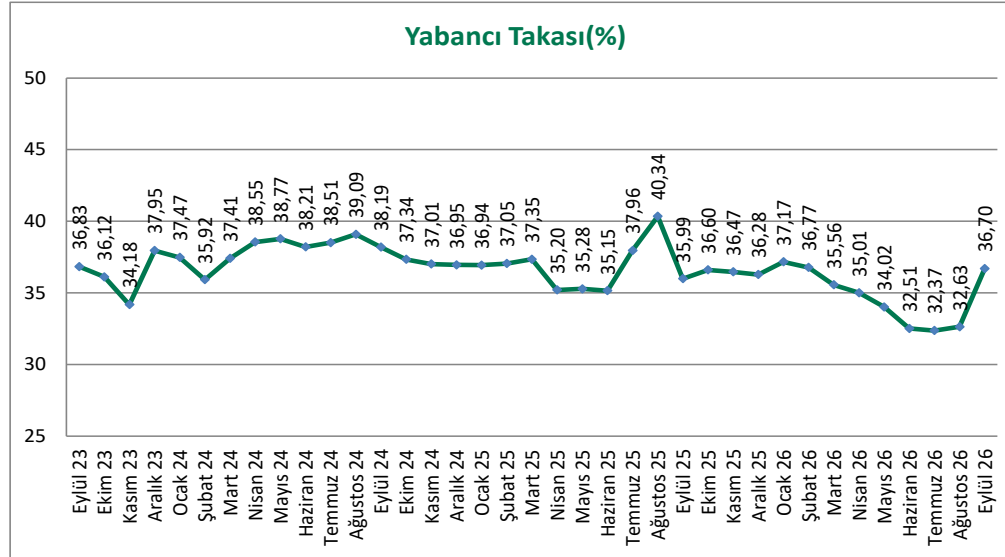


30 Eylül 2026 itibarıyla

Yabancı payı...

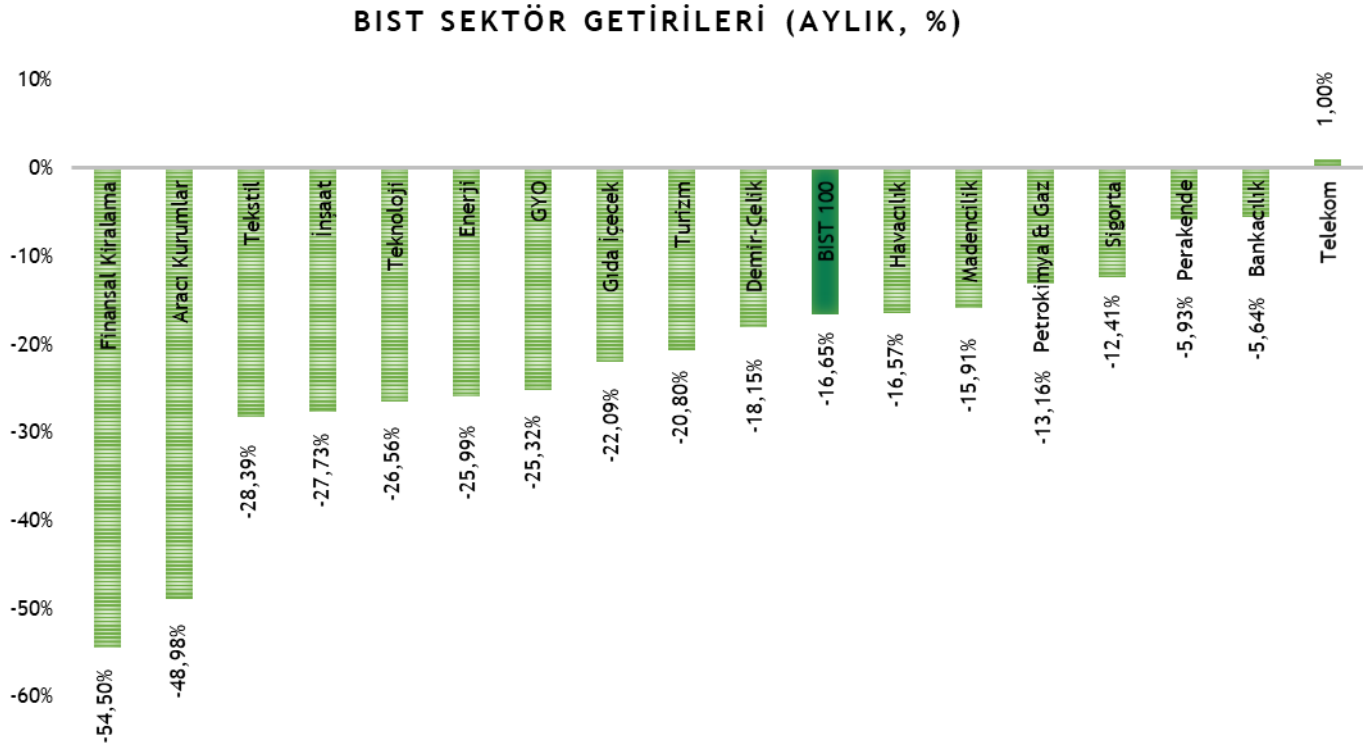


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Ağustos ayında toplamda 274 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Eylül ayında %36,70 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...



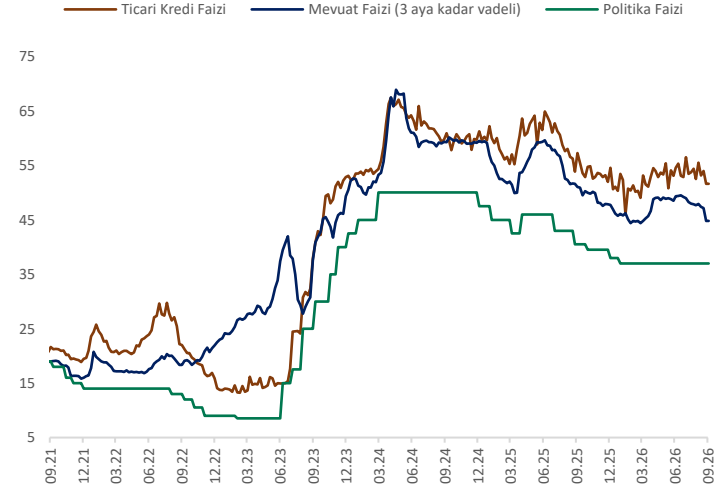
- Borsa İstanbul'da Eylül ayı itibarıyla en çok getiri sağlayan sektör aylık %1 yükselişle Telekomünikasyon sektörü olurken en çok düşüş gösteren sektör ise aylık %54,5'lik düşüşle Finansal Kiralama sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Eylül

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini piyasa beklentisine paralel %37 seviyesinde sabit tuttu. Bu karardan önce normalleşme adımları çerçevesinde bazı adımlar atıldı. Jeopolitik gerginlikler nedeniyle mart başında repo ihalelerine ara verilmiş ve piyasa koridorun üst bandı olan %40 seviyesinden fonlanmaya başlamıştı. Ağustosta gerginliklerdeki geri çekilme ve enflasyon ana eğilimindeki gerilemenin katkısıyla repo ihalelerine tekrar dönüşmüş ve piyasa politika faizi olan %37 düzeyinden fonlanmaya başlamıştı. Bu aslında örtülü bir faiz indirimi olarak değerlendirilebilir. Likidite koşullarına ince ayar diye okuyacağımız bu gelişmeyle birlikte 300 baz puanlık bir esneme gerçekleşti. Bunun kredi-mevduat faizlerine de yansımaları piyasayı nispeten rahatlatmış oldu. Bugünkü kararın detaylarına baktığımızda son dönem gelişmeleri teyit edici bir bekle-gör politikası görüyoruz. Geleceğe dönük faiz indirimi mesajlarından ziyade 300 baz puan örtülü indirimin gerekçelerini satır aralarında gördüğümüzü söyleyebiliriz. İlk mesaj gerçekleşen enflasyon ve öncü göstergelerin ana eğilimdeki gerilemeye işaret ettiği yönünde. İkincisi ise iktisadi faaliyet ve arz şoklarının enflasyonist etkilerinin sınırlı kalması. Bu iki durum birlikte değerlendirildiğinde TCMB piyasaya aslında karara kadar yaşanan gelişmeleri ve örtülü faiz indiriminin gerekçelerini açıklıyor. Politika faizinde neden indirimle gidilmediğini anlamak için son enflasyon raporunda tahmin seviyesinin yükseltilmesi ve petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlara bakmak gerekiyor. TCMB'nin petrol fiyatlarındaki varsayımı temmuz-ağustos dönemindeki gerçekleştirmelerle uyumlu iken eylül ayında yaklaşık %10 yukarı yönlü sapmıştır. Eğer enerji fiyatları bu düzeyde kalırsa, TCMB tahminlerine yaklaşık 1-2 puan arası yukarı yönlü baskı gelecektir. Bu nedenle TCMB'nin piyasa mesajının "300 baz puanlık örtülü indirim şimdilik yeterli, ek indirimler için enerji piyasasındaki dalgalanma boyutunu ve yeni dengelenme seviyelerini görmem gerekiyor" şeklinde bir mesaj verdiğini düşünüyoruz. Enerji fiyatlarını dışlayan çekirdek ana eğilim göstergeleri her ne kadar gerilese de arz şokları manşet enflasyon ve beklentiler kanalında yukarı yönlü bir etki yaratabilir. Para politikasının yeterince sıkı olduğu bu ortamda gecikmeli etkilerin beklentiler kanalı üzerindeki aşağı yönlü etkisi gözlemlenecektir. Merkez bankasının uzun süredir devam eden sıkı duruşunun pozitif etkileri arz yönlü küresel şoklarla sekteye uğramıştır. Bu nedenle uzun süredir devam eden dezenflasyon politikasının sonuçlarını görmek açısından ihtiyatlı sıkı duruşun devamı yerinde bir karar. Politika yapımcılar açısından erken yapılacak faiz indiriminin olumsuz sonuçları kısa vadeli pozitif etkilerinden daha baskın olabilir. Petrol fiyatlarında sert dalgalanmalar yaşanır, mart benzeri sıkılaşma ve tekrar indirim belirsizliğine girmek yerine yeterince sıkı olan koşulların korunması ve jeopolitik gerginliklerdeki sakinleşmenin beklenmesi en makul senaryo gibi görünüyor.

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

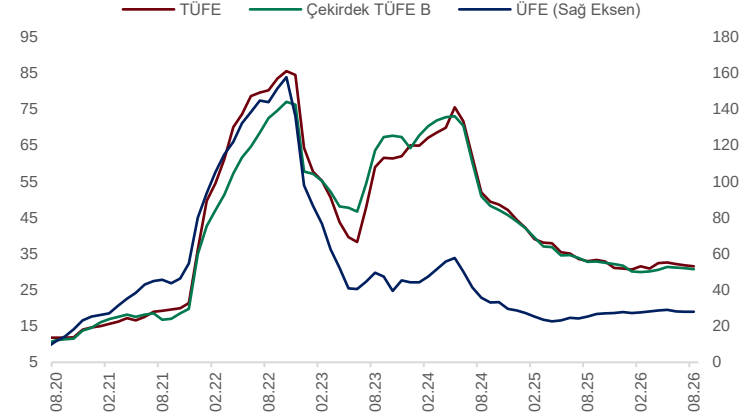


Makroekonomik Görünüm

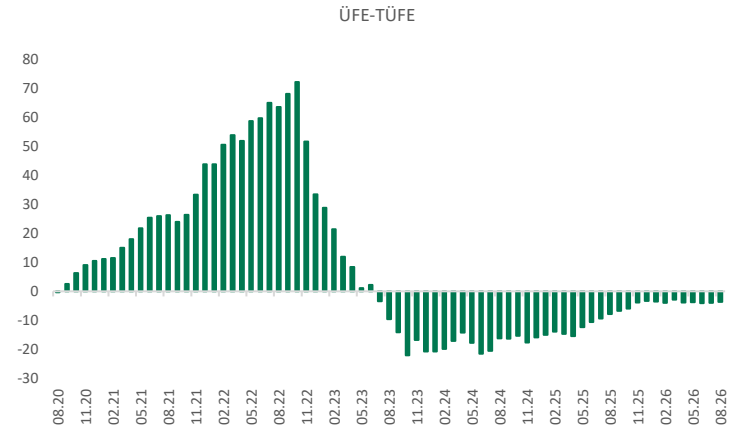
Enflasyon – Ağustos

TÜFE ağustosta bir önceki aya göre %1,84 artarken yıllık enflasyon %31,51 seviyesinde gerçekleşti (önceki %31,75). Beklentimize paralel bir veri geldiğini söyleyebiliriz. Fakat ulaşırmadaki enerji fiyatları kaynaklı dışsal şok beklentilerimizin üzerinde gerçekleşti. Aylık enflasyonda önceki aya göre geri çekilme yaşansa da arz şoklarının fiyat dinamikleri üzerinde yarattığı baskı devam ediyor. Bu etki yılbaşındaki seyrine döndüğünde enflasyon ana eğiliminde belirgin bir gerileme yaşanacağını söyleyebiliriz. Dışsal şokların yanında içeride yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen vergi ayarlamaları da fiyatlar üzerinde katılık yaratmaya devam ediyor. Eğitim, bilgi-işlem ve konut gibi enerji ve vergi etkisi zayıf kalan çekirdek enflasyon göstergelerinde de bu ay belirgin bir yükseliş gördük. Bu nedenle manşet ve çekirdek enflasyon aynı düzeyde gerçekleşti. Ağustos ayındaki yayılım endeksine baktığımızda 134 alt endeks yükseliş kaydederken 35 alt endeks düşüş gösterdi. En yüksek ağırlığa sahip üç ana harcama grubunun aylık değişimleri; gıda ve alkolsüz içeceklerde %0,22, ulaşırmada %4,82 ve konutta %2,26 artış olarak gerçekleşti. İlgili ana grupların aylık değişime olan katkıları ise gıda ve alkolsüz içeceklerde 0,06, ulaşırmada 0,82 ve konutta 0,27 yüzde puan oldu. TÜFE endeksinde %52,46 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaşırmaya enflasyonu ortalaması ile oluşturulan bu endeks temmuzda yıllık %35,50 yükseldi. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde aylık enflasyon %1,84 olurken yıllık enflasyon %30,68 düzeyinde gerçekleşti. Aylık eğilim hem manşet hem de çekirdek göstergelerde aynı düzeyde gerçekleşirken baz etkisi nedeniyle çekirdek enflasyon yıllık bazda daha düşük seyreliyor. Ağustosun son günleri ve eylül ayına jeopolitik gerginliklerin yeniden tırmandığı bir atmosfer altında girdik. Bu kapsamda eğer gerginliklerde bir gevşeme olmazsa, eylül ayında da enflasyonda ataletin devam ettiği bir görünüm bizi bekliyor. İyimser senaryoya göre ana eğilimdeki beklenen düşüşün son çeyreğe kaldığını söylemek mümkün. Bu kapsamda merkez bankasının öncelikli olarak normalleşme sonra da sıkı duruştan ödün vermeden ihtiyatlı faiz indirimlerine başlamasını öngörüyoruz. Normalleşme kapsamında repo ihalelerine dönülmesi ve piyasanın tekrar politika faizinden fonlamaya başlanması örtülü bir indirim olarak değerlendirilebilir. Bunun eylül'den sonra politika faizindeki indirimlerle devam edeceğini tahmin ediyoruz. Petrol fiyatlarındaki dışsal şoklar faiz indirimi boyutu ve vadesini ötelese de yıl sonuna kadar toplam 200 baz puanlık bir indirim beklentimiz devam ediyor.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

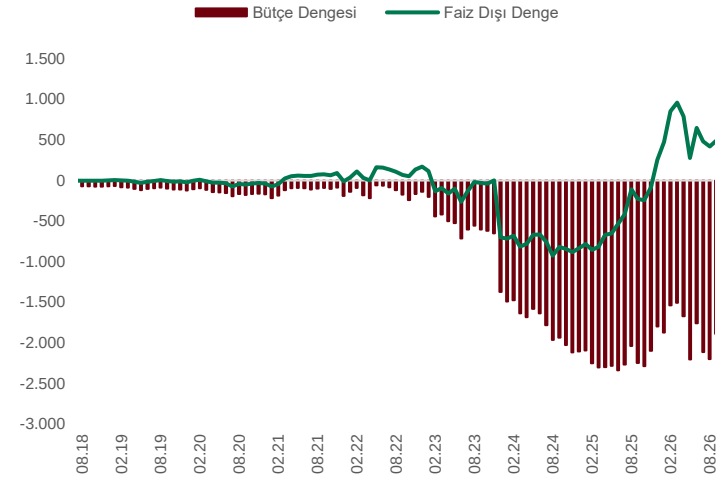


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Ağustos

Merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.654,9 milyar TL, bütçe giderleri 1.642 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.1445 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe 12,9 milyar TL ve faiz dışı denge 209,9 milyar TL fazla vermiştir. Ağustosta bütçe fazlasını tetikleyen en önemli kalemler kurumlar vergisi olurken gider kalemlerinde yataya yakın seyir devam ediyor. Cari transferlerde seviye etkisi ile 600 milyar TL gider oluşurken, vergi gelirleri bu artışı telafi edecek düzeyde. 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 ve temmuz ayı hariç tutulduğunda ortalama 200 milyar seviyesinde katılmıştır. Faiz etkisinden arındırıldığında çekirdek bütçe dengesinde performans mali disiplin çıpası ile uyumlu. Bu kapsamda enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve faiz giderlerinin gerilemesi bütçe dengesinin performansı için bir ön koşul olmuştur diyebiliriz. 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. Gelir politikası ve tahsilatında yatay seyir devam ediyor. Vergi gelirlerinde sınırlı bir gerilemeye rağmen gelir performansında yılın geneline yayılan bir iyileşme söz konusu. Yılın ikinci yarısı için dezenflasyon sürecinin kararlılıkla devam ettirildiği varsayımı altında birkaç olasılık öne çıkıyor. Bunların başında son enflasyon raporunda da altı çizilen yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen düzenlemeler. Sağlık, ulaşım ve akaryakıt gibi vergi gelirlerini düzenleyici kalemlerde enflasyonun gecikmeli etkilerini yansıtan regülasyonlar söz konusu. Bunun bütçe performansına pozitif etkileri olacağı aşikâr. İkinci olasılık ise, enflasyonun yıl sonu %28-30 bandında kalacağı ve mevcut seviyelerden belirgin bir iyileşme yaşanmayacağı konusu. Bu etki hem para hem de maliye politikasının sıkı duruşu bir süre daha devam ettirmesini zorunlu kılıyor. Son ve düşük olasılık ise seçim ekonomisine geçiş ve maliye politikasında tek seferlik gevşeme görülmesi. Bu durumda personel ve emeklilik giderlerinde belirgin bir yükseliş görülmesi. Bunu finanse edebilmek için de harcama gruplarında zam ve vergi düzenlemesi gelebilir. 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)

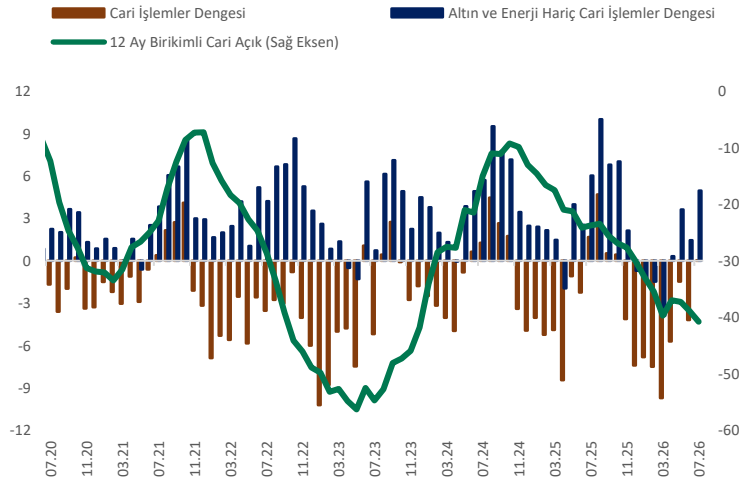


Makroekonomik Görünüm

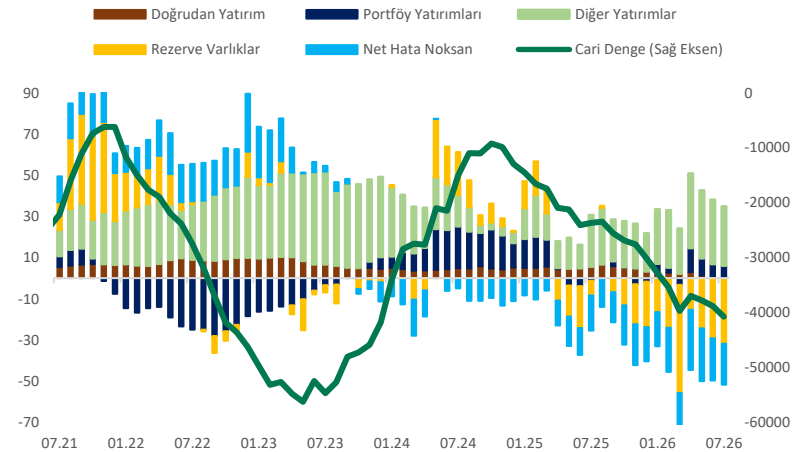
Ödemeler Dengesi - Temmuz

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre temmuz ayı cari işlemler dengesi 36 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 40.786 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Uzun süre sonra cari dengenin fazla vermesi hizmetler dengesindeki belirgin yükselişin bir sonucudur. Bunu seyahat gelirlerindeki yaz mevsimi etkisiyle açıklamak mümkün. Öte yandan dış ticaret açığında da ithal talepteki yavaşlama nedeniyle sınırlı bir gerileme var. Ödemeler dengesi gelişmelerinin alt kalemlerini incelediğimizde dış ticaret açığı 5,6 milyar seviyesine gerilemiştir. İç talepteki yavaşlama ve enflasyona belirgin katkı da bu kalemlerden gelecektir. Hizmetler dengesindeki mevsimsel etkiler güçlü şekilde sürüyor ve temmuz ayındaki girişler 8,2 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 12 aylık birikimli baktığımızda dış ticaret açığı 77,1 milyar ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63,5 milyar ABD doları olmuştur. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 4.972 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. Bu ay portföy yatırımları 5,8 milyar giriş yaşarken doğrudan yabancı yatırımlarda 514 milyon gibi sınırlı bir giriş kaydedildi. Uzun süre sonra 12 aylık birikimli rakamlarda doğrudan yabancı yatırımlarda çıkış görülüyor. Rezervler son on iki ayda 31,5 milyar gerilerken net hata noksan kayıtlı çıkışlar 20 milyar USD seviyesinde. 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)

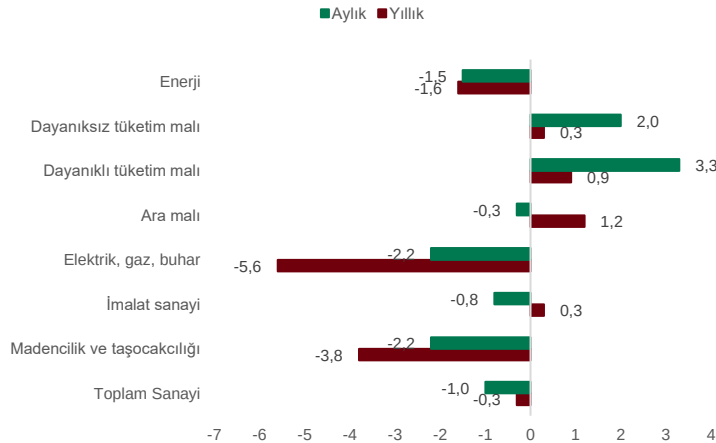


Makroekonomik Görünüm

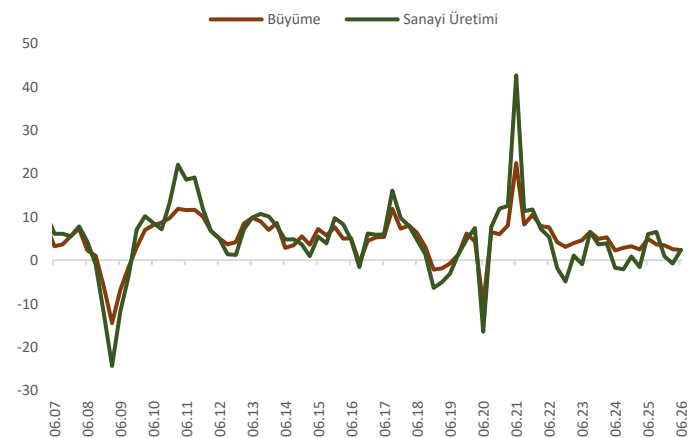
Sanayi Üretimi - Temmuz

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim temmuzda bir önceki aya göre %1 düşüş kaydetti. Bu veriyle birlikte yıllık üretim ise %0,3 daraldı. Dalgalı fakat düşük seyrini devam ettiren sanayi üretiminde temmuzda sınırlı bir toparlanma beklentimiz vardı. Gerçekleşen rakamlar ise bunun aksine üçüncü çeyreğe de üretim açısından negatif bir atmosferle başladığımıza işaret ediyor. Özellikle üretim verilerinde ve imalat sanayinde, hizmetler ve tarım sektöründen belirgin bir ayrışma söz konusu. Enflasyonun en net yansımasını gördüğümüz hizmetler tarafında ekonomik aktivitedeki canlılık devam ederken, tarımda geçen yılki don hasarının telafisi sürüyor. Fakat hem büyümeye katkısı hem de uzun süredir devam eden yataya yakın seyri dikkate alındığında sanayi üretiminde negatif bir ayrışma mevcut. Bunun hem yerel hem de küresel dinamiklerine önceki raporlarımızda dikkat çekmiştik. Yurtiçinde para politikasındaki sıkı duruş ve beklentiler kanalına, küreseldeki belirsizlik ve jeopolitik gerginlikler eklenince sanayi üretiminde beklenen toparlanma gerçekleşmiyor. Özellikle yakından takip ettiğimiz imalat sanayi, dayanaklı tüketim malları gibi uzun vadeli büyüme ve istihdam piyasasının temel taşı olan sektörlerde uzun süredir negatif bir atmosfer hâkim. İkinci çeyrek büyüme verilerinin detaylarında da bunu gördük. Büyümenin yavaşlamasından çok kompozisyonu incelendiğinde para politikasının üretimi ne seviyede etkilediğini gösteriyor. Hizmetler sektörü öncülüğünde büyüyen ekonominin sağlıklı ve sürdürülebilir bir patikaya evrilmesi istihdam piyasası açısından da önemli. Üretim yanlı sektörlerdeki istihdam artışı hem katma değer yaratıyor hem de dezenflasyon sürecine katkı veriyor. 2026 sanayi üretimi için yıl başındaki baz senaryomuz küresel şoklar nedeniyle sekteye uğrarken bunun gecikmeli de olsa son çeyrek itibarıyla hayata geçirileceğini düşünüyoruz. TCMB'nin faiz indirimlerine başlayabilmesi için hem enflasyon ana eğiliminde hedeflenen gelişmeler mevcut değil hem de küresel emtia piyasasındaki gelişmeler bu senaryoyu zayıflatıyor. Ekim ve sonrasında ihtiyatlı faiz indirimlerinin devreye alınacağı senaryomuzda 2027 yılının üretim yanlı bir canlanma ile büyümeyi destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Sanayi üretimi ve sektörlerdeki ertelenmiş talep eylül ve sonrasında kademeli olarak canlanacaktır.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



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

Getiri Potansiyeli: %44

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.

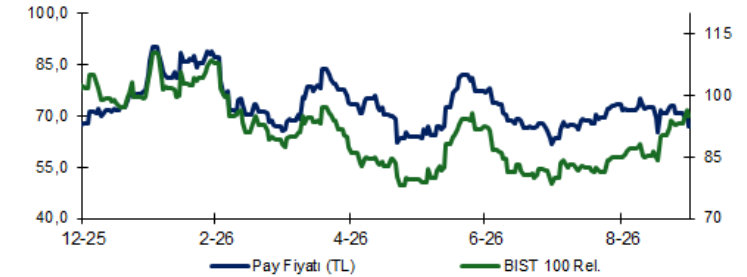
Açıklanan 2Ç26 finansallarını, beklentilere paralel gelen finansal sonuçlar çerçevesinde "Nötr" olarak değerlendiriyoruz. 12 aylık 96,76 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımızı 30 Eylül 2026 kapanışına göre %44 yükseliş potansiyeli sunmaktadır. Banka 2026T 3,6x F/K ve 0,90x F/DD çarpanlarıyla ve %28,9 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.

Piyasa Değeri (TLmn)	348.400	Beta (12A)	1,35
Piyasa Değeri (USD mn)	7.123	Ort. Günlük Hacim	9.187
Kapanış	67,00	Yabancı Payı	40,7%
12 Ay Yüksek	90,60	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	51,40	Ağırlık	4,93%

(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	6,1	3,6	2,4
F/DD	1,40	1,12	0,90	0,69



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	-6,8	-13,0	1,5	10,3
US\$ Getiri (%)	-8,4	-17,2	-7,9	-6,4
BİST 100 Relatif Getiri (%)	11,9	2,9	8,7	1,7

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: %47

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.

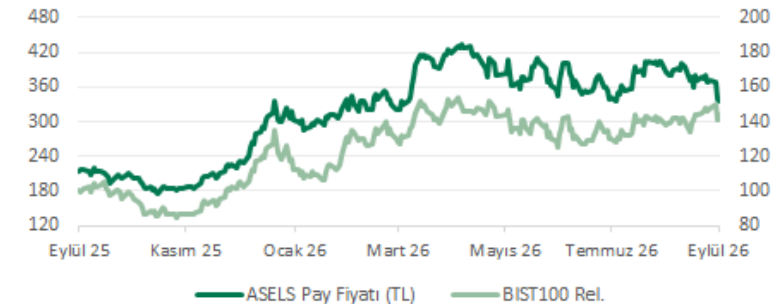
2Ç26 sonuçları, sipariş büyümesinin finansal performansa yansıdığını göstermiştir. Net satış gelirleri %32,6, FAVÖK %32,2 ve ana ortaklık net kârı %61,3 artmıştır. FAVÖK marjı %27,0 seviyesindeki güçlü seyrini korurken net kâr hem beklentimizin hem de piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir. Finansman 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 30 Eylül 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %47 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	336,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.534.440	Son 12 Ay En Yüksek	450,00	
Piyasa Değeri (Mn S)	31.360	Son 12 Ay En Düşük	171,28	
Firma Değeri (Mn TL)	1.568.264	Beta	0,93	
Firma Değeri(Mn S)	32.086	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	237,2	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	51,0%	
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%	0,06%	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%	13,4%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	8,0%	7,7%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	28,1	21,6	35,3	42,8
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	24,2
FD/Satışlar	1,4	1,9	5,0	6,2
F/DD	2,3	2,4	4,2	5,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-16,7	-2,5	45,2	56,7
Ş Getiri (%)	-18,2	-7,2	27,3	33,0
BIST-100 Relatif (%):	2,1	15,3	36,9	44,4



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: %69

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.

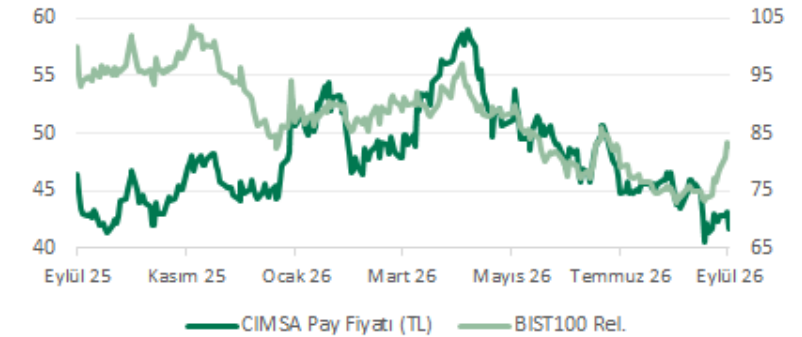
2Ç26 sonuçları, uluslararası çeşitliliğin ve maliyet disiplininin katkısını teyit etmiştir. Yurt içi satış hacmi %6,8 daralırken, uluslararası satış hacmi ABD gri çimento öğütme tesisinin katkısıyla %7,8 artmış ve konsolide hacim %0,9 büyümüştür. Net satış gelirleri %9,7 gerilemesine rağmen faaliyet 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 30 Eylül 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %69 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	41,68	
Piyasa Değeri (Mn TL)	39.412	Son 12 Ay En Yüksek	60,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	805	Son 12 Ay En Düşük	39,42	
Firma Değeri (Mn TL)	65.666	Beta	1,02	
Firma Değeri(Mn \$)	1.369	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	10,2	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,7%	
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%	2,3%
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	8,5
FD/FAVOK	8,2	11,4	6,8	6,0
FD/Satışlar	0,7	1,4	1,2	1,1
F/DD	1,5	1,8	1,1	1,1
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-10,6	-11,5	-9,0	-10,1
\$ Getiri (%)	-12,2	-15,8	-20,2	-23,8
BIST-100 Relatif (%):	9,5	4,6	-14,2	-17,2



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: %78

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. Dezenflasyonla 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 görünüme 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 gölgelemektedir. 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 30 Eylül 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %78 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	EKGYO.IS	Kapanış	18,44	
Piyasa Değeri (Mn TL)	70.072	Son 12 Ay En Yüksek	26,36	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.432	Son 12 Ay En Düşük	17,13	
Firma Değeri (Mn TL)	92.117	Beta	1,21	
Firma Değeri (Mn \$)	1.905	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	67,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	12,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2024*	2025*	2025/06*	2026/06
Satış Gelirleri	49.169	117.559	63.268	53.301
Büyüme		139,1%		-15,8%
FAVÖK	7.432	25.893	16.914	11.907
FAVÖK Marjı	15,1%	22,0%	26,7%	22,3%
Net Kar (Mn TL)	20.342	7.068	12.464	2.358
Pay Başına Kar	5,35	1,86		
Temettü Verimi	2,9%	2,9%		
Net Borç / FAVÖK (x)	0,95	1,38		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,05	0,23	0,11	0,34
Ort. Özsermaye Karlılığı		4,7%		
Ortalama Aktif Karlılığı		2,0%		
Değerleme Çarpanları	2024*	2025*	2025/06*	2026/06
F/K	4,0	16,2	3,3	-
FD/FAVÖK	11,8	6,3	5,2	7,6
FD/Satışlar	1,8	1,7	1,1	1,9
F/DD	0,5	0,6	0,6	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-10,6	-10,8	-7,2	-4,5
\$ Getiri (%)	-12,2	-15,1	-18,7	-19,0
BIST-100 Relatif (%):	9,6	5,4	-12,5	-12,0



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

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

Getiri Potansiyeli: %49

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 mlr 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.

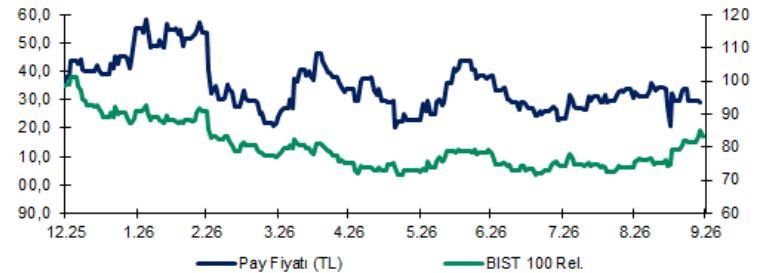
Garanti Bankası için 2026 yılında %34 net kar büyümesi öngörüyoruz; 12 aylık 182,99 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Eylül 2026 kapanışına göre %49 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Piyasa Değeri (TLmn)	516.180	Beta (12A)	1,19
Piyasa Değeri (USD mn)	10.553	Ort. Günlük Hacim	4.562
Kapanış	122,90	Yabancı Payı	3,6%
12 Ay Yüksek	163,11	Halka Açıklık (%)	14,0%
12 Ay Düşük	110,92	Ağırlık	1,97%

(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	3,5	2,9
F/DD	1,58	1,36	0,97	0,73



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	-6,1	-10,9	1,1	-8,5
US\$ Getiri (%)	-7,7	-15,2	-8,3	-22,4
BİST 100 Relatif Getiri (%)	12,6	5,3	8,2	-15,7

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: 80%

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

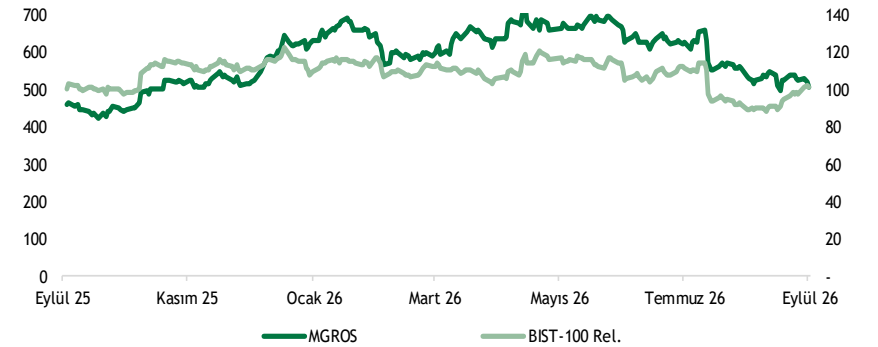
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 910,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Eylül 2026 kapanışıyla Migros, 2026T 2.5x FD/FAVÖK ve F/K 9.3x rasyoları ile işlem görmektedir.

➤ 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		504,50
Piyasa Değeri (mn TL)	91.342	Son 12 Ay En Yüksek		727,00
Piyasa Değeri (mn \$)	1.867	Son 12 Ay En Düşük		415,39
Firma Değeri (mn TL)	97.792	Beta		0,87
Firma Değeri (mn \$)	2.005	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		37,41
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		34,94
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	1,4%	1,9%	1,6%	3,2%
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	4,6	9,3	12,0	9,3
FD/FAVÖK	14,0	4,0	3,0	2,5
FD/Satışlar	0,2	0,2	0,2	0,2
F/DD	1,1	1,2	1,1	0,9
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-9,6	-24,6	-2,7	15,0
\$ Getiri (%)	-11,2	-28,3	-14,7	-2,5
BIST-100 Relatif (%)	10,8	-10,9	-8,3	6,0



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: %104

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 30 Eylül 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %104 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış		84,80
Piyasa Değeri (Mn TL)	178.112	Son 12 Ay En Yüksek		113,18
Piyasa Değeri (Mn S)	3.640	Son 12 Ay En Düşük		72,73
Firma Değeri (Mn TL)	472.074	Beta		1,23
Firma Değeri (Mn S)	9.952	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)		74,2
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		26,5%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)				
	2024*	2025*	2025/06*	2026/06
Satış Gelirleri	300.713	289.967	143.614	135.128
Finans Sektörü Hasılatı	1.097.301	1.090.910	555.554	492.046
Toplam Gelirler	1.398.014	1.380.877	699.169	627.174
Büyüme		-1,2%		-10,3%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	-23.852	4.467	-1.803	14.500
Pay Başına Kar	-11,36	2,13		
Temettü Verimi	2,7%	1,6%		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,33	0,67	0,40	0,70
Ort. Özsermaye Karlılığı	-5,1%	1,0%		
Ortalama Aktif Karlılığı	-0,5%	0,1%		
Değerleme Çarpanları				
	2024*	2025*	2025/06*	2026/06
F/K	0,0	46,6	0,0	10,4
FD/Satışlar	0,3	0,4	0,3	0,4
F/DD	0,7	0,5	0,6	0,5
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-9,5	-13,0	2,3	-0,7
S Getiri (%)	-11,1	-17,2	-10,4	-15,8
BIST-100 Relatif (%):	11,0	2,8	-3,6	-8,5



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

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

Getiri Potansiyeli: %56

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.

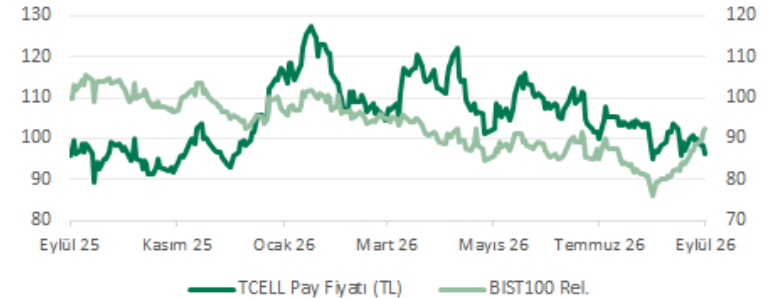
Abone göstergeleri ve dijital iş kolları yatırım tezini desteklemeye devam etmektedir. Toplam abone bazı 2Ç26'da 44,8 milyona, mobil abone sayısı ilk kez 40 milyonun üzerine çıkmıştır. Faturalı abone sayısı %8 artarken mobil abone kayıp oranı %1,6'ya gerilemiştir. Dijital İş Servisleri gelirleri %33,1, 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 30 Eylül 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %56 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	96,10	
Piyasa Değeri (Mn TL)	211.420	Son 12 Ay En Yüksek	129,60	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.321	Son 12 Ay En Düşük	88,34	
Firma Değeri (Mn TL)	308.281	Beta	0,97	
Firma Değeri(Mn \$)	6.401	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	61,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	39,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	46,9%	
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%	3,22%	3,54%
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	8,7
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,4
FD/Satışlar	0,7	1,0	1,0	1,0
F/DD	1,0	1,1	0,8	0,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,1	-10,5	3,2	0,1
\$ Getiri (%)	-8,8	-14,8	-9,5	-15,1
BIST-100 Relatif (%):	13,8	5,8	-2,7	-7,8



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: 57%

Filo Yatırımları ve Ağ Gücüyle Desteklenen Büyüme...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan **445,00 TL'yi ve AL tavsiyemizi** koruyoruz. 30 Eylül 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%57'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2026T F/K 3.99x ve 2026T FD/FAVÖK 5.07x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ THY, Ağustos 2026'da yolcu sayısında yıllık %5,6'lık artış kaydetmiştir. THY'nin Ağustos 2026'daki toplam yolcu sayısı 10mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Ağustos 2026'da dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %64'e ulaşmıştır. THY, Ağustos 2026'da yıllık bazda %5 artışla 6,4mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Ağustos ayında yıllık bazda %6,8 oranında artış göstererek 3.6mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Ağustos 2026'da yıllık bazda 1.3 yp artış göstererek %88 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Ağustos 2026'da yıllık bazda %6,1 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.

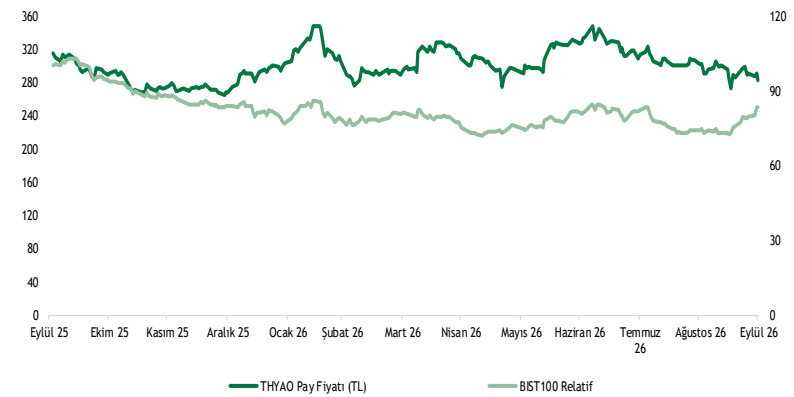
➤ 2026 yılının THY için güçlü talep zemini ile belirgin maliyet baskısının dengelendiği, yüksek oynaklığa açık bir yıl olacağını düşünüyoruz. Orta Doğu kaynaklı jeopolitik riskler, hava sahası kısıtları ve olağanüstü yüksek jet yakıtı fiyatlarının kısa vadede marjlar üzerinde önemli baskı yaratacağını 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 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	283,25
Piyasa Değeri (Mn TL)	390.885	Son 12 Ay En Yüksek	355,50
Piyasa Değeri (Mn \$)	7.989	Son 12 Ay En Düşük	258,25
Firma Değeri (Mn TL)	1.011.263	Beta	0,83
Firma Değeri (Mn \$)	21.309	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	313,0
Halka Açıklık Oranı (%)	50,40	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	20,48

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%	2,8%	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	1,33	2,33	2,75	3,99
FD/FAVÖK	3,85	4,21	4,21	5,07
FD/Satışlar	1,02	0,94	0,88	0,78
F/DD	0,51	0,41	0,37	0,34
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,89	-13,11	5,49	-10,08
\$ Getiri (%)	-9,52	-17,30	-7,56	-23,71
BIST-100 Relatif (%)	12,89	2,70	-0,56	-17,12



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

VakıfBank (AL, Hedef Fiyat: 46,39 TL)

Getiri Potansiyeli: %44

VakıfBank'ı model portföyümüze dahil ediyoruz

2Y26'da VakıfBank'ın net kârının ilk yarıya göre belirgin şekilde artmasını bekliyoruz. Tahminlerimiz, bankanın 1Y26'da 30,1 mlr TL olarak gerçekleşen net kârının 2Y26'da 66,7 mlr TL'ye yükselmesine, yani ikinci yarı kârının ilk yarıya göre %122 artmasına işaret ediyor. Artışın başlıca kaynağı, TÜFE endeksli menkul kıymet değerlendirme varsayımının yılın ikinci yarısında gerçekleşen enflasyona yaklaşması. Bu görünüm doğrultusunda VakıfBank'ı model portföyümüze ekliyoruz.

VakıfBank, 2Ç26 solo finansal sonuçlarında beklentimizin ve piyasa medyan beklentisinin %6 üzerinde 15.077 mn TL net kâr açıkladı (çeyreklik +%0,3, yıllık +%50,3). Sapmanın temel kaynağı %27 olarak öngördüğümüz efektif vergi oranının %19,9'da gerçekleşmesi oldu; banka çeyrek içinde geçmiş yıllarda ayrılan 8.000 mn TL serbest karşılığın tamamını iptal etti.

Marj tarafında baskı belirginleşti. Swap dahil net faiz geliri çeyreksele %12,5 gerileyerek 42.401 mn TL'ye, swap dahil net faiz marjı %3,80'den %3,18'e indi. Daralmanın kaynağı TL vadeli mevduat maliyetindeki 202 bp'lik artış oldu; TL kredi getirisi yalnızca 9 bp arttı.

TÜFEKS tarafında saklı faiz geliri rezervi bulunuyor. Banka 1Y26'da TÜFE endeksli menkul kıymetlerini %20,9 Ekim/Ekim enflasyon varsayımıyla değerlendirirken, beklentimiz %29-30 seviyesinde. Aradaki fark 1Y26 itibarıyla yaklaşık 13,0 mlr TL'lik henüz muhasebeleştirilmemiş faiz gelirine karşılık geliyor. Değerleme varsayımının 3Ç26'da yükseltilmesini ve yıl sonunda gerçekleşen Ekim/Ekim enflasyonuna göre düzeltilmesini bekliyoruz; bu, 2Y26 kârlılığını belirgin şekilde destekleyecek.

Komisyon performansı güçlü, aktif kalitesinde kademeli bozulma sürüyor. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreksele %15,6, 1Y26'da yıllık %27,5 arttı. Takipteki kredi oranı %3,12'den %3,35'e yükselirken net kredi riski maliyeti 155 bp'den 128 bp'ye geriledi (kümüle 141 bp).

Giderlerde yıllık baz yüksek. Faaliyet giderleri çeyreksele %12,5 artışla 43.829 mn TL'ye yükseldi. 1Y26 artışı ise %57,4 seviyesine oldukça yüksek gerçekleşti.

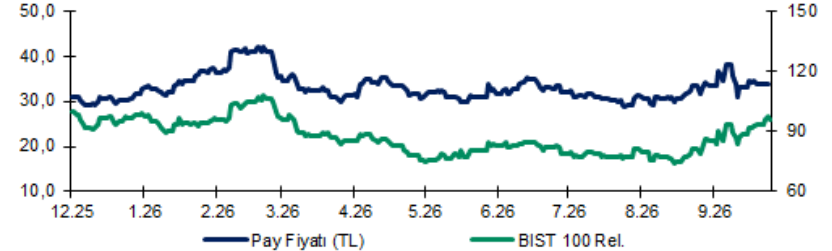
VakıfBank için 12 aylık 46,39 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, 30 Eylül 2026 kapanışına göre %44 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. VakıfBank 2026T 3,3x F/K ve 0,8x F/DD çarpanlarıyla ve %26,8 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.

Piyasa Değeri (TLmn)	319.888	Beta (12A)	1,16
Piyasa Değeri (USD mn)	6.540	Ort. Günlük Hacim	1.623
Kapanış	32,26	Yabancı Payı	0,6%
12 Ay Yüksek	43,06	Halka Açıklık (%)	6,0%
12 Ay Düşük	21,38	Ağırlık	0,52%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	68.704	138.550	241.702	320.243
% Fark, Yıllık	66,1%	101,7%	74,5%	32,5%
Net ücret ve komisyon geliri	46.474	72.693	92.699	121.814
% Fark, Yıllık	80,5%	56,4%	27,5%	31,4%
Net kar	40.375	70.050	96.807	121.735
% Fark, Yıllık	61,2%	73,5%	38,2%	25,8%

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	1,8%	2,9%	3,6%	3,7%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	2,3%	1,3%	1,5%	1,5%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2,4%	3,3%	4,3%	4,3%
Ortalama aktif getirisi	1,2%	1,5%	1,6%	1,5%
Ortalama özkaynak getirisi	20,9%	27,3%	26,8%	25,4%

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



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	1,6	-1,4	7,5	26,0
US\$ Getiri (%):	-0,1	-6,2	-2,4	6,9
BİST 100 Relatif Getiri (%):	21,9	16,5	15,1	16,2

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım								
Tavsiye Listesi								
1 Ekim 2026								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	67,00	96,76	348.400	503.152	44,4%	5,22	1,07
GARAN	AL	122,90	182,99	516.180	768.558	48,9%	4,28	1,06
HALKB	TUT	44,10	46,38	316.849	333.230	5,2%	9,84	1,35
ISCTR	AL	12,20	21,57	305.000	539.249	76,8%	4,51	0,67
TSKB	AL	9,64	18,00	26.992	50.400	86,7%	2,52	0,54
VAKBN	AL	32,26	46,39	319.888	460.000	43,8%	4,56	0,91
YKBNK	AL	34,04	51,10	287.538	431.644	50,1%	5,19	1,00
SİGORTA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
TURSG	AL	5,40	9,20	108.000	184.000	70,4%	4,59	1,77
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AGHOL	AL	31,48	46,74	76.665	113.823	48,5%	17,72	0,58
KCHOL	AL	208,40	318,51	528.481	807.702	52,8%	15,51	0,67
SAHOL	AL	84,80	172,63	178.112	362.597	103,6%	8,86	0,42
TAVHL	AL	261,25	440,00	94.907	159.845	68,4%	18,00	1,16
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	205,00	277,00	39.247	53.031	35,1%	72,95	1,38
AKSEN	AL	72,90	110,00	89.400	134.894	50,9%	29,42	1,30
ARCLK	AL	80,70	149,50	54.531	101.021	85,3%	-	0,70
ASELS	AL	336,50	495,00	1.534.440	2.257.200	47,1%	42,71	5,00
BIMAS	AL	418,50	496,00	502.200	595.200	18,5%	19,15	2,49
CCOLA	AL	77,45	122,00	216.711	341.371	57,5%	11,11	2,37
CIMSA	AL	41,68	70,55	39.412	66.712	69,3%	10,40	1,05
DOAS	AL	144,20	302,90	31.724	66.639	110,1%	16,75	0,43
EKGYO	AL	18,44	32,84	70.072	124.802	78,1%	-	0,45
EREGL	AL	35,94	42,24	251.580	295.710	17,5%	32,62	0,79
FROTO	AL	73,55	130,00	258.094	456.188	76,8%	9,50	1,44
KRDMD	TUT	43,98	45,00	34.314	35.109	2,3%	10,82	0,46
MGROS	AL	504,50	910,00	91.342	164.759	80,4%	15,93	0,98
OYAKC	AL	20,20	33,35	98.205	162.130	65,1%	15,89	1,29
PETKM	TUT	18,91	18,91	47.926	47.935	0,0%	-	0,64
PGSUS	AL	136,10	271,90	68.050	135.950	99,8%	-	0,60
SELEC	G.G.	91,90		57.070			25,66	1,54
SISE	AL	36,70	65,00	112.420	199.110	77,1%	11,26	0,42
TCELL	AL	96,10	150,00	211.420	330.000	56,1%	11,79	0,68
THYAO	AL	283,25	445,00	390.885	614.102	57,1%	3,49	0,38
TOASO	AL	262,00	435,00	131.000	217.500	66,0%	10,46	1,99
TTKOM	AL	51,55	90,00	180.425	315.000	74,6%	6,81	0,68
TUPRS	AL	376,25	395,00	724.957	761.085	5,0%	10,74	1,59
ULKER	AL	83,45	159,80	30.816	59.010	91,5%	8,50	0,60
VESBE	G.G.	3,94		6.304			-	0,15
ZOREN	G.G.	1,87		9.350			-	0,15

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