Aylık Strateji

Kasım 2026

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

Enerji fiyatları ve fon piyasasındaki gelişmeler risk iştahını sınırlarken, TCMB faiz indirimlerine yeniden başladı…

Öneri: AL

Ekim ayında küresel piyasaların ana gündemini Orta Doğu'daki çatışmaların enerji arzı ve enflasyon üzerindeki etkileri, büyük merkez bankalarının para politikası kararları ve ABD'de yaklaşan ara seçimler oluşturmuştur. Enerji fiyatlarındaki yüksek seyrin devam etmesi, enflasyonla mücadelenin beklenenden uzun sürebileceğine ilişkin endişeleri canlı tutmuştur. Fed ve ECB ekim toplantılarında faizleri sabit tutarken, yurt içinde eylül ayı enflasyonundaki gerilemenin ardından TCMB politika faizini 100 baz puan indirmiştir. Bununla birlikte, yatırım fonlarının tasfiye süreci ve MSCI'ın Türkiye'ye yönelik açıklamaları, yurt içi pay piyasasında likidite ve yatırımcı güvenine ilişkin hassasiyetlerin devam etmesine neden olmuştur.

ABD-İran hattındaki diplomatik girişimlere rağmen kalıcı bir uzlaşmanın sağlanamaması ve enerji taşımacılığına ilişkin güvenlik riskleri, ekim ayında petrol fiyatlarının yüksek seviyelerde kalmasına neden olmuştur. Yüksek enerji fiyatları, petrol ithalatçısı ekonomiler açısından enflasyon, cari denge ve büyüme üzerinde baskı yaratmaktadır. Kasım ayında diplomatik temasların somut sonuç üretip üretmeyeceğinin, küresel risk iştahının yönü açısından belirleyici olacağını düşünüyoruz.

ABD'de ekim ayında açıklanan veriler, ekonomik aktivitenin dayanıklılığını koruduğuna, ancak enflasyon üzerindeki enerji kaynaklı baskının güçlendiğine işaret etmiştir. Fed, 27-28 Ekim toplantısında politika faizini %3,75-4,00 aralığında sabit tutmuştur. Kararın 10'a karşı 2 oyla alınması ve iki üyenin 25 baz puanlık artış talep etmesi, ilave sıkılaşma ihtimalinin gündemde kalmaya devam ettiğini göstermektedir. ECB ve BoJ da ekim toplantılarında politika faizlerini sabit tutmuştur.

MSCI 15 Ekim'de Türkiye piyasasına ilişkin endeks değişikliklerini ikinci bir duyuruya kadar askıya aldığını açıklamıştır. MSCI, Türkiye'nin Gelişen Piyasalar Endeksi'ndeki statüsünde herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. Ancak MSCI, Türkiye'de son dönemde yapılan düzenlemeleri dikkate almakla birlikte, piyasadaki yapısal sorunların giderildiğinin anlaşılması için daha fazla zamana ve somut ilerlemeye ihtiyaç duyulduğunu belirtmiş ve Haziran 2027'ye kadar gelişmeleri izleyeceğini ifade etmiştir.

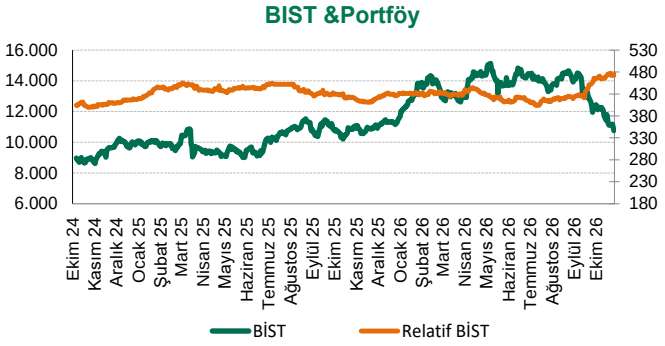
Yurt içinde eylül ayında TÜFE aylık beklentilerin altında %1,84 açıklanırken yıllık enflasyon %29,73'e gerilemiştir. TCMB, 22 Ekim Para Politikası Kurulu toplantısında gösterge faizini %37'den %36'ya indirmiştir. Banka, son dönem verilerinin enflasyonun ana eğilimindeki gerilemeyi teyit ettiğini ve iç talebin zayıf seyrini koruduğunu belirtirken, yüksek enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü risklere dikkat çekmiştir.

Kasım ayında küresel piyasaların odağında 3 Kasım ABD ara seçimleri, Orta Doğu'daki diplomatik ve askerî gelişmeler ile enflasyon ve istihdam verileri yer alacaktır. Kongre'de oluşacak dağılımın vergi, kamu harcamaları, ticaret ve dış politika üzerindeki olası etkileri, tahvil ve hisse senedi piyasalarında yakından izlenecektir. ABD'de 6 Kasım'da açıklanacak ekim ayı istihdam verileri, 10 Kasım TÜFE, 13 Kasım ÜFE, 18 Kasım'da yayımlanacak Fed toplantı tutanakları ve 25 Kasım'daki üçüncü çeyrek ikinci büyüme tahmini ile ekim ayı PCE verileri öne çıkmaktadır. Kasım ayında planlı Fed faiz toplantısı bulunmadığından, bu verilerin 8-9 Aralık toplantısına ilişkin beklentileri şekillendirmesini bekliyoruz.

Yurt içinde fon tasfiye süreçlerine yönelik gelişmelerin yanında 3 Kasım'da açıklanacak ekim ayı enflasyonu, 10 Kasım'daki eylül ayı sanayi üretimi ve 12 Kasım'da yayımlanacak yılın son Enflasyon Raporu ayın başlıca gündem maddelerini oluşturacaktır. Kasım ayında planlı PPK toplantısı bulunmamakta olup, bir sonraki faiz kararı 10 Aralık toplantısında açıklanacaktır. Bu nedenle Enflasyon Raporu'ndaki tahminler, enerji fiyatlarına ilişkin varsayımlar ve para politikası iletişimi, yılın son faiz kararına yönelik beklentiler açısından önem taşıyacaktır. Eylül ayı cari denge verileri, 27 Kasım Finansal İstikrar Raporu, 2027 bütçe görüşmeleri ve üçüncü çeyrek şirket finansal sonuçları da yurt içi fiyatlamalarda yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	10.760	-9,94%	-4,5%
BIST - 100, USD	216	-11,5%	-17,8%
MSCI Turkey	283.540	-9,9%	-0,5%
MSCI EMEA	253	-4,4%	-2,6%
MSCI EM	1.567	-8,1%	11,6%
Gösterge Tahvil	39,62%	-44bps	240bps
USD/TL	49,7747	1,73%	16,17%
EUR/TL	55,7149	0,28%	10,80%
F/K			
Bankacılık	4,7		
Sanayi	25,5		
Demir&Çelik	21,3		
GYO	11,0		
Telekom	8,1		
2026T F/K	10,0		

*Kapanış 30 Ekim 2026



Enflasyon Raporu ve fon tasfiyeleri kasım ayında yurt içi piyasaların odağında olacaktır…

TCMB'nin ekim ayında faiz indirimlerine yeniden başlaması, dezenflasyonun devamı halinde finansman koşullarında kademeli iyileşme potansiyeline işaret etmektedir. Bununla birlikte, enerji maliyetleri ve enflasyon beklentilerindeki katılık, faiz indirimlerinin hızına ilişkin temkinli yaklaşımın korunmasını gerektirmektedir. Kasım ayında açıklanacak enflasyon verisinde manşet oranın yanı sıra hizmet fiyatları, çekirdek göstergeler ve fiyat artışlarının yayılımı belirleyici olacaktır. Enflasyonun ana eğilimindeki iyileşmenin sürmesi aralık ayında yeni bir indirim için alan yaratabilecekken, enerji kaynaklı baskıların beklentilere yansıması bu alanı sınırlayabilir.

Fon piyasasındaki gelişmeler ekim ayında da pay piyasasının önemli gündem maddelerinden biri olmuştur. SPK'nın 27 Ekim açıklamasıyla, tasfiye kapsamındaki belirli fonlara ilişkin ödeme esasları netleştirilmiştir. Sürecin kurallarının belirlenmesini belirsizliğin azaltılması açısından olumlu değerlendirmekle birlikte, fon varlıklarının nakde dönüşme hızı, ödeme takvimi ve yatırımcıların geri dönen likiditeyi hangi araçlara yönlendireceği önemini korumaktadır.

BİST-100 Endeksi ekim ayını %9,94 düşüşle 11.760 puan seviyesinden tamamlamıştır. Sektörel bazda BİST Sınai Endeksi ekim ayında %16,82 düşüş kaydederken, Banka Endeksi ise %5,15 değer kaybı ile pozitif ayrışmıştır.

Kasım ayında yurt içi hisse senetlerinin yönünün; enflasyon ve TCMB iletişimine ek olarak fon tasfiyelerinin seyri, MSCI kaynaklı gelişmeler, rezerv görünümü ve üçüncü çeyrek finansal sonuçları etrafında belirlenmesini bekliyoruz. Enerji fiyatlarında kalıcı gevşeme, fon piyasasından kaynaklanan satış baskısının azalması ve enflasyon beklentilerinde iyileşme, BİST-100'de toparlanmayı destekleyebilir. Buna karşılık, petrol fiyatlarının yüksek seviyelerini koruması veya şirket kârlılıklarının beklentileri karşılayamaması olası yükselişleri sınırlayabilir. Bu çerçevede likiditesi yüksek, bilançosu güçlü, borç çevrim riski sınırlı ve nakit akışı öngörülebilir şirketlerde seçici ve kademeli uzun vadeli 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 Ekim kapanışı itibarıyla hedef değerimiz yaklaşık %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

MSCI Turkey Endeksi 2026T 7.37x ve 0.94x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre %29 ve %53 iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde bir değişiklik yapmıyoruz.

Temel Piyasa Riskleri

- Orta Doğu'daki çatışmaların genişlemesi ve Hürmüz ile Kızıldeniz güzergâhlarında 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

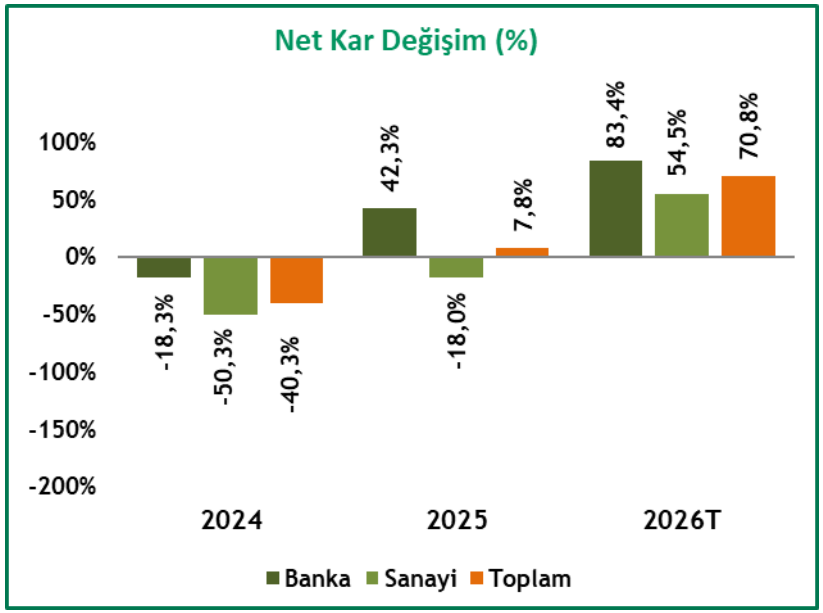
Portföy	Kapanış	Hedef F.	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	60,90	92,13	51,3%	-9,1%	0,9%
ASELS.TI	347,00	495,00	42,7%	3,1%	14,5%
CIMSA.TI	38,96	70,55	81,1%	-6,5%	3,8%
EKGYO.TI	16,19	32,84	102,8%	-12,2%	-2,5%
GARAN.TI	125,20	169,20	35,1%	1,9%	13,1%
MGROS.TI	413,50	910,00	120,1%	-18,0%	-9,0%
SAHOL.TI	81,10	172,63	112,9%	-4,4%	6,2%
TCELL.TI	90,10	150,00	66,5%	-6,2%	4,1%
THYAO.TI	242,20	445,00	83,7%	-14,5%	-5,1%
VAKBN.TI	28,88	46,39	60,6%	-10,5%	-0,6%
Aylık Getiri				-7,6%	2,5%

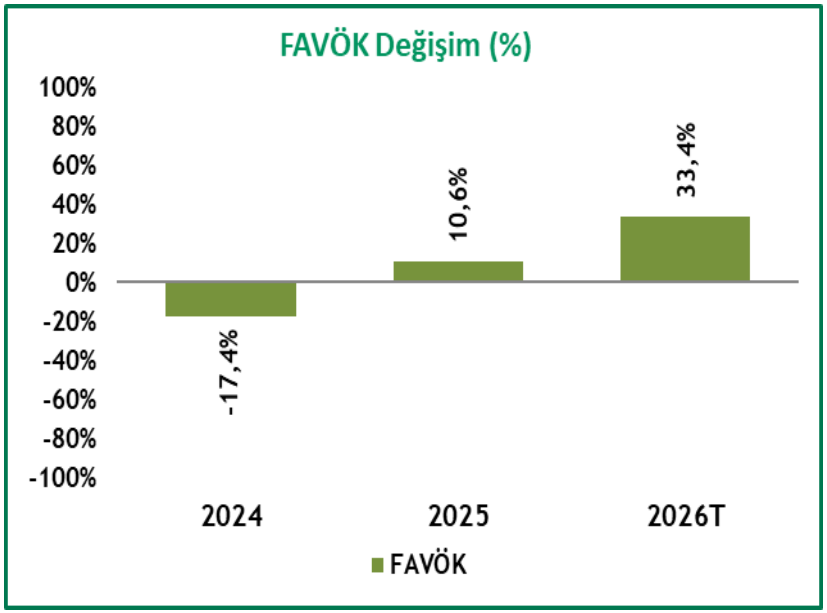
*Kapanış 30 Ekim 2026

Eklenen	Çıkan	Değişmeyen
-	-	AKBNK
		ASELS
		CIMSA
		EKGYO
		GARAN
		MGROS
		SAHOL
		TCELL
		THYAO
		VAKBN

Favori Sektörler

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





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

BIST-100 benzerlerine göre cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. MSCI Turkey Endeksi 2026T 7.37x ve 0.94x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 29% ve 53% iskontolu işlem görmektedir.

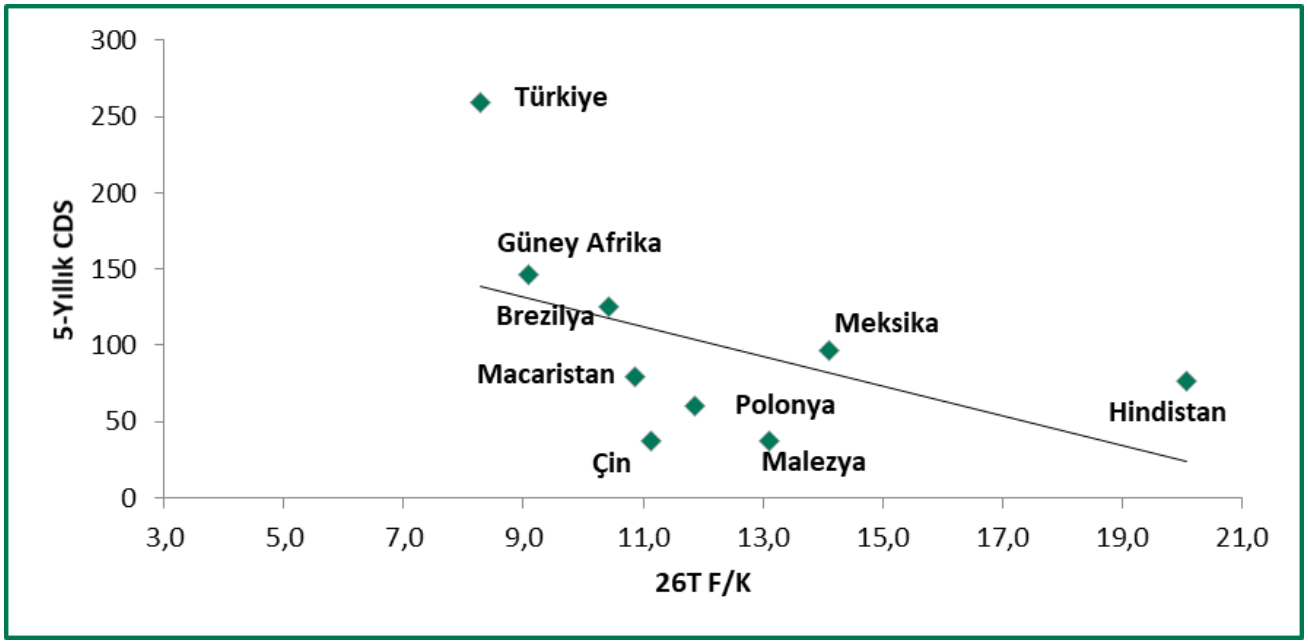
Benzerlerine göre iskontolu…

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %1'lik düşüş göstermiş; MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %12,5, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %0,5 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-9,9%	-11,5%	-0,6%	-0,5%
MSCI Gelişen Pazarlar	-8,1%	-6,0%	11,8%	11,6%
MSCI EMEA	-4,4%	-3,8%	-0,1%	-2,6%
MSCI Doğu Avrupa	-2,6%	-0,8%	30,4%	19,5%
MSCI Dünya	-0,8%	0,3%	10,7%	9,8%
Relatif MSCI Türkiye	**1Ay**	**3Ay**	**12Ay**	**YBD**
MSCI Gelişen Pazarlar	1,9%	6,3%	12,5%	12,1%
MSCI EMEA	6,1%	8,8%	0,5%	-2,1%
MSCI Doğu Avrupa	8,0%	12,1%	31,2%	20,2%
MSCI Dünya	10,0%	13,4%	11,4%	10,3%

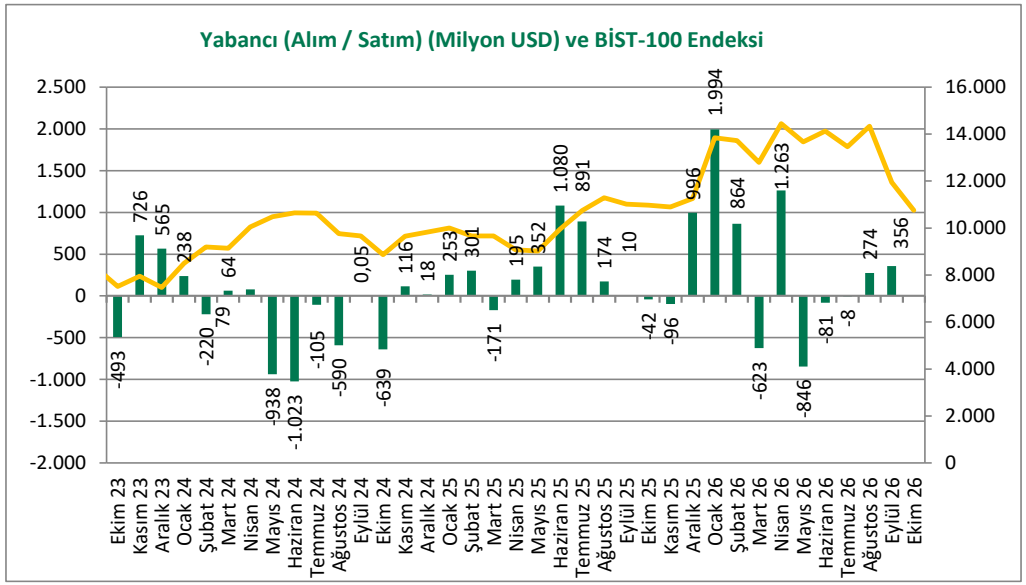
30 Ekim 2026 itibarıyla

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

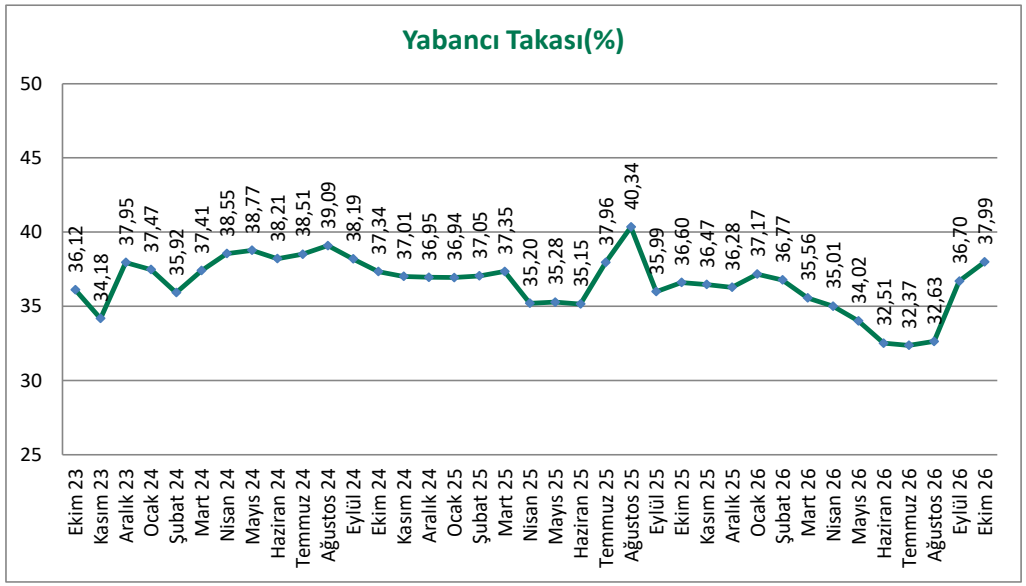


30 Ekim 2026 itibarıyla

Yabancı payı…

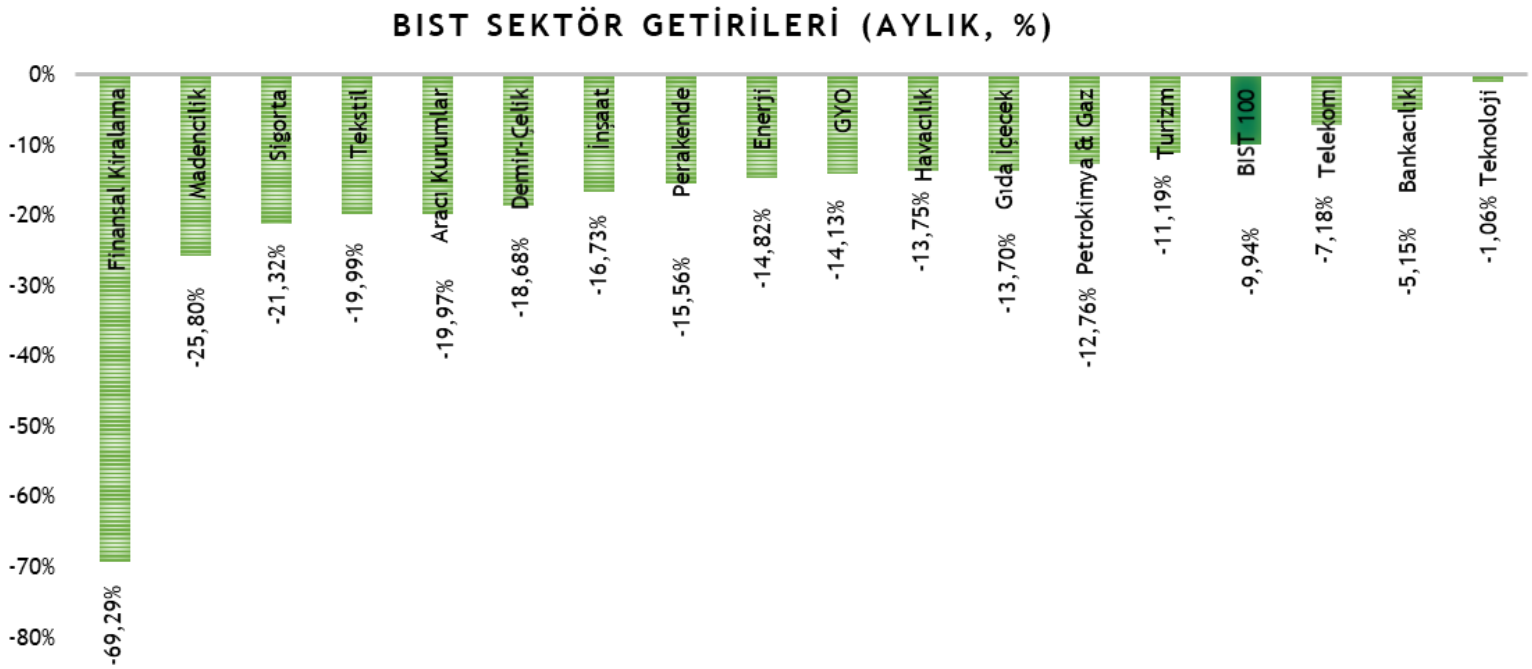


- Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2026 Eylül ayında toplamda 356 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



- Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2026 yılının Ekim ayında %37,99 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri…



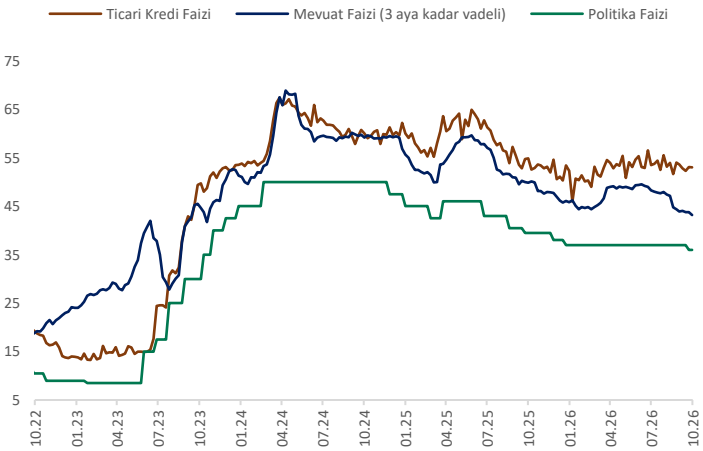
- Borsa İstanbul'da Ekim ayı itibarıyla en çok düşüş gösteren sektör aylık %69,29'luk düşüşle Finansal Kiralama sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Ekim

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilere paralel 100 baz puanlık indirimle %36 seviyesine düşürdü. Hem piyasa hem de bizim beklentimiz faizlerde 100 baz puanlık indirim yapılacağı yönündeydi. Önceki politik metinlerine göre bazı küçük değişiklikler gözümüze çarpıyor. Bunların başında enflasyon gerçekleşmeleri ve ana eğiliminde gerileme yönündeki metin "teyit" kelimesiyle pekiştirilmiş. İkinci olarak jeopolitik gelişmelerin "canlılığını koruduğu" belirtilerek risklerin devam ettiğine dikkat çekilmiş. Son olarak para politikası kararları yerine "adımlarım büyüklüğü ve zamanlaması" tercih edilmiş ve gelecek dönem duruşuna ilişkin daha az sıkı yönünde mesaj verilmiştir. Bunların detayına bakacak olursak, para politikasındaki sıkı duruşun en önemli hedefi enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı iyileşme sağlanmasıydı. Burada seçilen ara hedef ise enflasyon ana eğilimi idi. Son dönemde Mayıs 2026 döneminde %2,5 seviyelerine yükselen enflasyon ana eğilimi Eylül 2026 itibariyle %1,72 seviyelerine gerilemiştir. Ve öncü göstergeler ise bugünkü karardan anladığımız kadarıyla bu eğilimin devam ettiğini gösteriyor. Enflasyon dinamiklerinin TCMB tahminleriyle uyumlu bir patikada devam ettiğinin "teyit" edilmesi hem belirgin hem de kalıcı bir düşüş sağlandığına işaret ediyor. Petrol fiyatlarında ve jeopolitik risklerde canlılığın devam etmesi ise adımın neden 100 baz puanla sınırlı kaldığının en önemli cevabı olabilir. Mevcut durumda TCMB öngörülerinden yaklaşık %25 yukarı yönlü sapan petrol fiyatlaması hem riskleri canlı tutuyor hem de belirsizliği arttırıyor. Dışsal şokların yurtiçi fiyatlara yansıması iç talepteki zayıflık nedeniyle sınırlı kalırken, erken bir indirim bu sınırlı etkiyi daha büyük bir ivmeye çevirebilir. Politika yapıcılar açısından erken yapılacak faiz indiriminin olumsuz sonuçları kısa vadeli pozitif etkilerinden daha baskın olabilir. Bu nedenle ihtiyatlı bir indirime gidilmiştir. Son olarak para politikası kararları yerine adımların büyüklüğü ve zamanlaması söylemi tercih edilerek indirim döngüsünün yeninden başladığı ve bu indirim büyüklüğünün bazı göstergelere endekslendiğini görüyoruz. Bunlarda bozulma olması durumunda ise indirim durabilir hatta bozulma kalıcı hale gelirse daha da sıkılaşır. Bu nedenle TCMB'nin kararını ana eğilimde belirgin ve kalıcı bir gerileme konusunda mesafe kat edildiği, piyasanın mevcut gösterge beklentilerle fazla sıkı olduğu ve bir miktar faiz indirimin yerinde olacağı şeklinde yorumlayabiliriz.

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

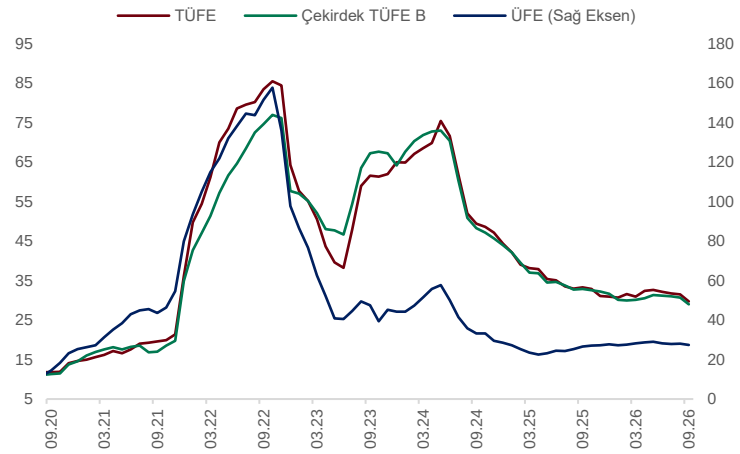


Makroekonomik Görünüm

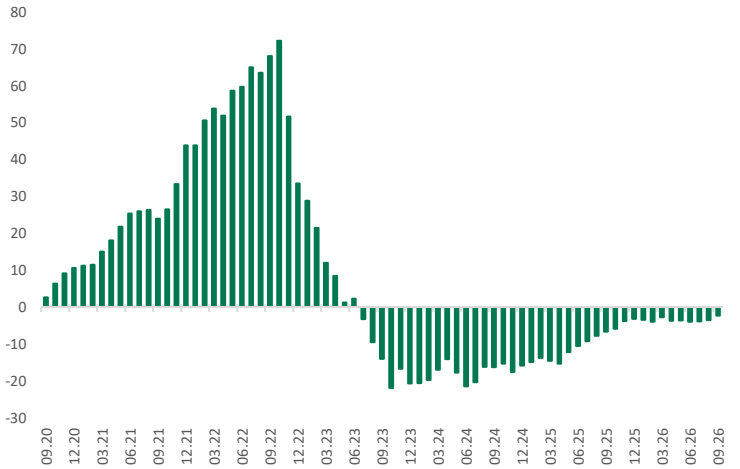
Enflasyon – Eylül

TÜFE eylülde bir önceki aya göre %1,84 artarken yıllık enflasyon %29,73 seviyesinde gerçekleşti (önceki %31,51). Gıda enflasyonundaki bu ay yaşanan negatif eğilimin enflasyondaki yavaşlamayı tetikleyen en önemli kalem olduğunu söyleyebiliriz. Hizmet tarafında da yavaşlama devam ediyor. Fakat eğitim enflasyonu eylül ayı ve eğitim döneminin başlamasıyla çift haneye sıçradı (aylık %14,19). Eğitim ve kirada yapılan düzenlemelere rağmen mevcut seviyeler hala çok yüksek. Yıl başından bu yana eğitim enflasyonu %47,88 düzeyine yükselmiş durumda. Hizmet enflasyonu eylülde aylık %2,15 ve yıllık %37,66 olarak gerçekleşti. Eğitim ve ulaştırmadaki seyir eğlence ve lokanta hizmetleri gibi alanlarla dengeleniyor. Eylül ayındaki yayılım endeksine baktığımızda 133 alt endeks yükseliş kaydederken 35 alt endeks düşüş gösterdi. En yüksek ağırlığa sahip üç ana harcama grubunun aylık değişimleri; gıda ve alkolsüz içeceklerde %-0,20, ulaştırmada %2,79 ve konutta %2,71 artış olarak gerçekleşti. İlgili ana grupların aylık değişime olan katkıları ise gıda ve alkolsüz içeceklerde -0,05, ulaştırmada 0,49 ve konutta 0,33 yüzde puan oldu. TÜFE endeksinde %52,46 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ile oluşturulan bu endeks eylülde yıllık %32,68 yükseldi. Bu ay fiyat dinamiklerindeki gelişmeler şu şekilde özetlenebilir. Alkollü içecekler ve tütünde bu ay sakin bir patikaya evirilmiş ve aylık %0,88 artış yaşanırken aylık enflasyonu 0,02 puan yukarı itmiştir. Bu ay ulaştırmada %2,79 puan artış yaşanmıştır ve aylık enflasyonu 0,49 puan yukarı itmiştir. Konut enflasyonu %2,71 artarak aylık enflasyona 0,33 puan katkı yaptı. Eğitim bu ay en yüksek artış yaşayan kalem oldu ve aylık %14,19 artışla enflasyona 0,30 puan etki yaptı. Talep yönlü enflasyon belirgin şekilde yavaşlasa da hizmetler ve maliyetler kaynaklı enflasyonda bu geri çekilme daha yavaş seyrediyor. Yıllık 29,73 olan enflasyonun 17,53 puanı gıda, konut, ulaştırma kalemlerinden geliyor. Manşet enflasyonla tüketim sepetinin yoğunlaştığı temel ihtiyaçlar arasında 3 puanlık fark bulunuyor. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %2,01 olurken yıllık enflasyon %29 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek enflasyon baz etkisiyle gerilerken oynak kalemler dışlansa da hala %2 gibi yüksek bir seviyede bulunuyor. TCMB'nin para politikası kurul kararlarında altını çizdiği "enflasyonda belirgin ve kalıcı düşüş" söyleminin belirgin ön koşulunun büyük oranda sağlandığını düşünüyoruz. Bunun ne kadar kalıcı olduğu ise hem iç talep hem de küresel gelişmelere bağlı olacaktır. Fakat talep tarafında kontrolün sağlandığı varsayımıyla düşüşün kalıcı olması koşulunun özellikle jeopolitik gelişmelere bağlı olduğunu düşünüyoruz.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

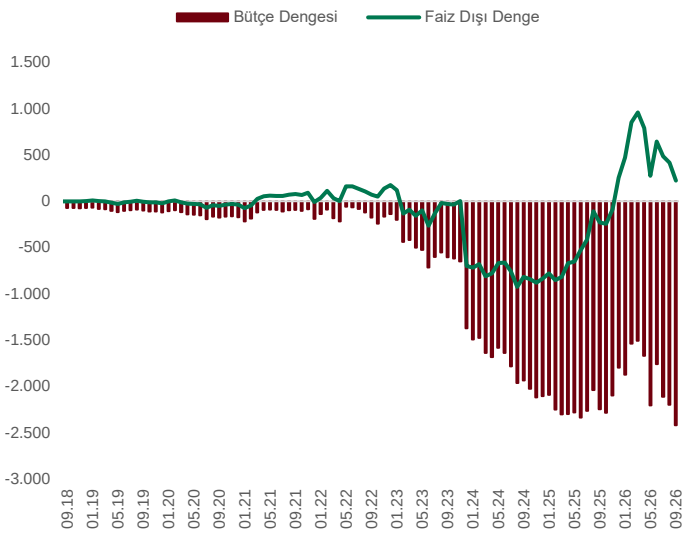


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Eylül

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı eylül ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.253,2 milyar TL, bütçe giderleri 1785,4 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.522,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe 532,2 milyar TL ve faiz dışı denge 269,2 milyar TL açık vermiştir. Önceki ay kurumlar vergisi tahsilatıyla toparlanan bütçede bu mevsimsel etki ortadan kalkınca açık belirgin şekilde yükselmiştir. Faiz dışı dengede de yaşanan sert gerileme bütçe performansındaki ana eğilimin hala negatif olduğunu gösteriyor. Özellikle faiz ödemelerinin 200 milyar ve üzerinde katılaşması maliye politikasına para politikası ve enflasyon görünümünden gelen olumsuz bir yansıma olarak değerlendirilebilir. Cari transfer kalemi ise bu ay belirgin şekilde yükselerek 679 milyar seviyesinde gerçekleşmiştir. Hane halkına, bireysel emeklilik sistemine ve fonlara yapılan transferler yaklaşık 50 milyar artış göstermiştir. Personel giderleri ve cari transferlerdeki artışı finanse edecek vergi tahsilatı politikası yaratılmazsa bütçe açığı bu seviyelerde katılaşacak gibi görünüyor. Fakat faiz giderleri ocak ve temmuz ayı hariç tutulduğunda ortalama 200 milyar seviyesinde katılaşmıştır. Sermaye giderleri ve transferlerinde belirgin bir artış söz konusu değil. Faiz dışı dengeye on iki ay birikimli bakıldığında aşağı yönlü eğilime girse de hala pozitif. Burada dikkat edilmesi gereken husus çekirdek bütçe göstergeleri son dönemdeki bozulmaya rağmen hala başa baş seviyesinin üzerinde. Buradan anlıyoruz ki, enflasyon beklentileri ve borçlanma faizlerindeki iyileşme bütçe üzerindeki baskıyı hafifletecektir. Bu kapsamda enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve faiz giderlerinin gerilemesi bütçe dengesinin performansı için bir ön koşul olmuştur diyebiliriz. Makro dengeleri bir bütün olarak düşünürsek, para politikası tarafındaki dengeden sapma maliye politikasına bütçe üzerinden negatif yansıyor. Dezenflasyon sürecindeki iyileşmeler kamu finansmanı dengesini düzelterek mali disipline katkı sağlayacaktır. Gelir politikası ve tahsilatında yatay seyir devam ediyor. Bu ay kurumlar vergisi tahsilatı etkisi olmayınca gelirler 1,2 trilyon seviyesine gerilemiştir (önceki ay 1,6 trilyon ve yıl ortalaması 1,3 trilyon). Gider kalemlerinde ise enflasyon etkisi belirgin şekilde hissediliyor. Bunun dışında dönemsel yapılan ödemeler ya da transferler bütçede geçici de olsa negatif eğilimi tetikliyor. Yıl başından bu yana 1,84 trilyon ve on iki aylık birikimli 2,4 trilyon bütçe açığı verilmiş. 2025 eylülde bu seviyeler sırasıyla 1,2 trilyon ve 2,3 trilyon olarak gerçekleşmiş. Yıllık bazda baktığımızda enflasyonun üzerinde belirgin bir artış göze çarpıyor. Bu da bize mevcut durumda fiyat etkisinden arındırılsa bile bütçede yapısal bazı negatif eğilimler olduğunu gösteriyor. Fonlama faizinin gelecek 12 ayda %37-25 bandında dalgalanacak olması ve enflasyon beklentilerinin %20 üzerinde kalması bütçedeki mali disiplin hedefinin 2027 sonlarına kalacağını gösteriyor. Para politikasına gelecek dışsal şoklardaki iyileşme bu süreci öne çekecektir.

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

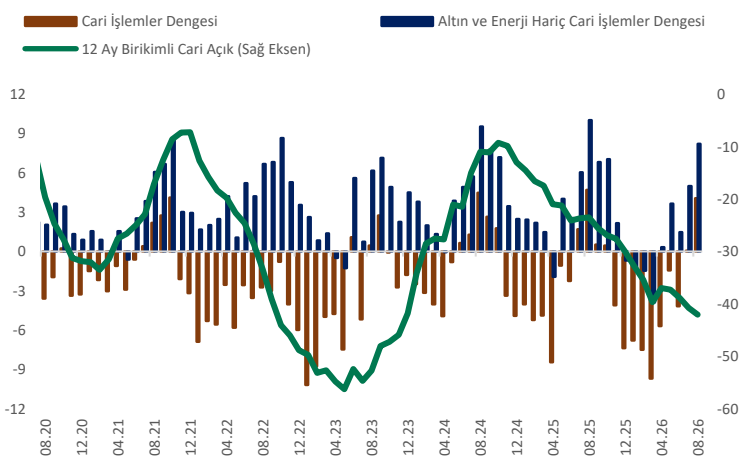


Makroekonomik Görünüm

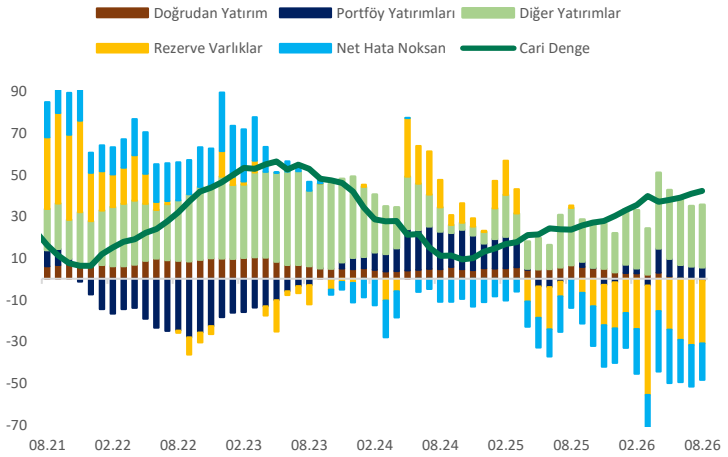
Ödemeler Dengesi - Ağustos

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre ağustos ayı cari işlemler dengesi 4.053 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 42.103 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Piyasa beklentisinin (3,5 milyar USD fazla) üzerinde 3,9 milyar USD cari fazla beklentimiz vardı. Beklentimize paralel bir veri geldiğini söyleyebiliriz. Mevsimsel etkiler ağustosta cari dengedeki fazlayı tetiklemiştir. Dış ticaret açığında sert düşüş ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerde toparlanma belirgin hale gelmiştir. Ödemeler dengesi gelişmelerinin alt kalemlerini incelediğimizde dış ticaret açığı ağustosta 3,7 milyar seviyesine gerilemiştir. İthal talepte yavaşlama para politikasının etkisini yansıtmaya devam ediyor. Hizmetler dengesindeki mevsimsel etkiler güçlü şekilde sürüyor ve ağustos ayındaki girişler 9,7 milyar ABD doları düzeyine yükseldi. 12 aylık birikimli baktığımızda dış ticaret açığı 78,4 milyar ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 63,9 milyar ABD doları olmuştur. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 8.205 milyon ABD doları fazla vermiştir. Çekirdek dengedeki seyrin pozitif devam etmesi, altın ve enerji fiyatlarındaki oynak seyirden arındırıldığında ödemeler dengesindeki sağlamlığa işaret ediyor. Fakat ödemeler dengesinin finansman yapısında son dönemde doğrudan yatırımlar yerine uzun vadeli borçlanma ve mevduat ile sınırlı portföy girişleri payı artıyor. Sürdürülebilir ve yönetilebilir düzeydeki cari açık ödemeler dengesi açısından risk teşkil etmezken asıl kırılganlığın finansman yapısından kaynaklanabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan iç talepteki yavaşlama ithal ürünler ve dış ticaret açığına da yansımaya devam ediyor. Ekonomik aktivitedeki dengelenme, büyüme ve cari açıkta geri çekilme ve dezenflasyon süreci ile uyumlu bir makro istikrar patikasına doğru evirilme devam ediyor.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

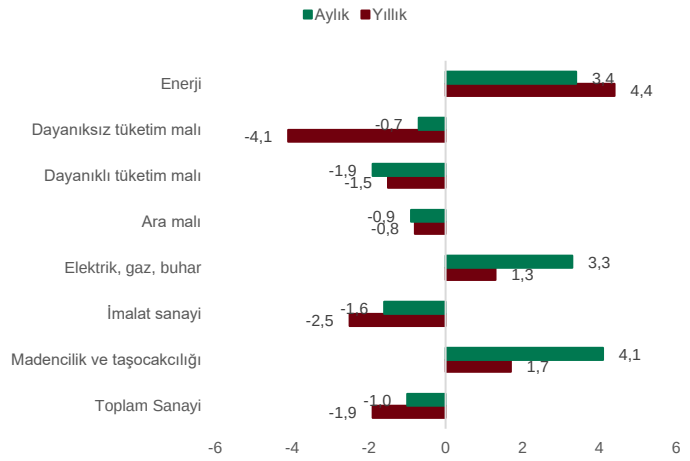


Makroekonomik Görünüm

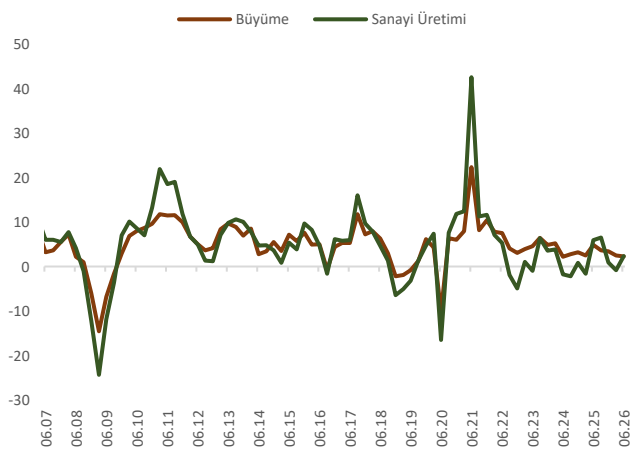
Sanayi Üretimi - Ağustos

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim ağustosta bir önceki aya göre %1 düşüş kaydetti. Yıllık üretim ise baz etkisiyle %1,9 daraldı. Temmuz verisiyle neredeyse aynı gelen üretim, daralmanın durağanlaştığına işaret ediyor. Sanayi üretimindeki yavaşlama nisan ayından sonra başlamış ve üçüncü çeyrek itibariyle belirgin hale gelmiştir. Ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın reel sektör üzerindeki etkilerini kayda değer ölçüde hissediyoruz. Para politikasındaki sıkılaşmaya ek olarak küresel talepteki yavaşlama ve maliyet baskıları üretim verilerini derinden etkiliyor. İmalat sanayi ve ara mallarındaki daralma ise ekonomide istihdam yaratan ve büyümenin sürdürülebilir olduğu alanlarda negatif atmosferin devam ettiğini gösteriyor. Hizmetler ve kısmen tarım öncülüğünde büyüyen ekonomide sanayi üretimi negatif ayrışmaya devam ediyor. Enflasyonun en net yansımasını gördüğümüz hizmetler tarafında ekonomik aktivitedeki canlılık devam ederken, tarımda geçen yılki don hasarının telafisi sürüyor. Para politikasının ekonomik aktiviteyi ve talebi yavaşlatarak dezenflasyon sürecini inşa etme yönündeki hedefi, istihdam ve sürdürülebilir büyüme açısından risk oluşturuyor. Bunun hem yerel hem de küresel dinamiklerine önceki raporlarımızda dikkat çekmiştik. Yurtiçinde özellikle beklentiler kanalındaki negatif seyir sipariş ve üretim aktivitesini baskılıyor. Finansman maliyetlerindeki artış bilançolar üzerinde baskı yaratmaya devam ederken nakit akışı da beklenilen ölçüde toparlanamıyor. 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 evirilmesi istihdam piyasası açısından da önemli. Üretim yanlı sektörlerdeki istihdam artışı hem katma değer yaratıyor hem de dezenflasyon sürecine katkı veriyor. Öte yandan hizmetler sektöründeki ücret artışları büyümeye katkı yapsa da enflasyonu sınırlı da olsa besleyici bir yapıya sahip. Bu döngünün kırılması için beklentiler kanalındaki çıpalanma önem arz ediyor. Ekonomik aktiviteyi besleyen dinamiklerin gelecek döneme ilişkin para politikası duruşuna sıkı sıkıya bağlı olduğu bu ortamda TCMB'den gelecek sözlü yönlendirmeler imalat sanayine can suyu olacaktır.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef Fiyat: 92,13 TL) Getiri Potansiyeli: %51

Marjda dip çeyrek; risk maliyeti geriledi

Akbank, 3Ç26 solo finansal sonuçlarında 11,600 milyar TL net kar açıkladı (Ç/Ç: -%23,7, Y/Y:-%17,5 düşüş). Açıklanan net kar 11,638 milyar TL'lik tahminimizle oldukça uyumlu gerçekleşirken ortalama piyasa tahmininin (11,824) bir miktar altında gerçekleşti. Çeyrekte ayrılan 1,7 milyar TL tutarındaki Rekabet Kurulu ceza karşılığı hariç tutulduğunda net kar 13,3 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

Banka'nın net faiz geliri çeyreksel bazda %9,3 düşüşle 38,6 milyar TL'ye geriledi. Swap maliyetleri ise %17,5 artarak 21,2 milyar TL seviyesine yükseldi. Bu doğrultuda swap dahil net faiz geliri %29,0 düşüşle 17,4 milyar TL'ye, swap dahil net faiz marjı da 101 bp daralarak %2,03'e geriledi. TÜFE endeksli menkul kıymet geliri, Ekim-Ekim TÜFE varsayımının %30'dan %29,5'e indirilmesinin de etkisiyle %16,9 azalarak 17,3 milyar TL olarak gerçekleşti. TL kredi getirisi %31,51'den %31,37'ye gerilerken TL vadeli mevduat maliyeti %38,28'den %38,37'ye yükseldi. Yönetim 3Ç26'nın marjda dip olduğunu ve haftalık marjın Eylül sonundan itibaren belirgin şekilde toparlandığını belirtti.

Komisyon gelirleri giderlerin gerisinde kaldı. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreksel %1,7 artışla 34,8 milyar TL'ye yükseldi. Ödeme sistemleri komisyonları tüketim talebindeki yavaşlamanın etkisiyle zayıfladı. Faaliyet giderleri çeyreksel %6,4, yıllık %32 artışla 36,3 milyar TL'ye yükseldi. Bu doğrultuda komisyon/gider rasyosu %100,6'dan %96,1'e geriledi. İştirak gelirleri %9,4 artışla 4,5 milyar TL'ye yükseldi.

Aktif kalitesinde bozulma sürerken risk maliyeti geriledi. Takipteki kredi oranı, dönem içindeki takipteki alacak satışlarına rağmen 16 bp artışla %4,00'e yükseldi. Buna karşın tahsilatların da desteğiyle net kredi riski maliyeti 256 bp'den 181 bp'ye indi. Ceza karşılığı hariç tutulduğunda risk maliyeti 149 bp oldu. Kümülatif net kredi riski maliyeti ise %2,31'den %2,00'ye geriledi. Banka, karşılık modeli güncellemesinin 9A26'da risk maliyetine 20 bp olumlu etkisi olduğunu, bu etki hariç tutulduğunda da yıllık 200 bp'lik beklentiyle uyumlu kalındığını belirtti.

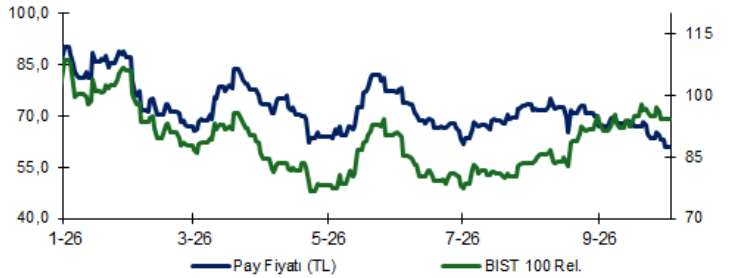
Açıklanan 3Ç26 finansallarını, beklentilere paralel gelen net kar fakat zayıf seyreden marjlar çerçevesinde "Nötr" olarak değerlendiriyoruz. Bu raporla birlikte Akbank için değerleme yöntemimizi Gordon büyüme modelinden Artık Gelir (Residual Income) modeline geçiyoruz. Bu modelin, dezenflasyon sürecinde özkaynak karlılığının kalıcı seviyesine kademeli yakınsamasını daha iyi yansıttığını değerlendiriyoruz. **12 aylık hedef pay fiyatımız 92,13 TL seviyesinde bulunuyor. Hedef fiyatımız %51 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.** Hisse 2026T 5,1x F/K ve 0,91x F/DD ve %19,2 özkaynak karlılığıyla işlem görüyor.

Piyasa Değeri (TLmn)	316.680	Beta (12A)	1,27
Piyasa Değeri (USD mn)	6.372	Ort. Günlük Hacim	9.328
Kapanış	60,90	Yabancı Payı	38,3%
12 Ay Yüksek	90,60	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	55,04	Ağırlık	4,98%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	41.766	64.241	92.098	141.955
% Fark, Yıllık	*-29,9%*	*53,8%*	*43,4%*	*54,1%*
Net ücret ve komisyon geliri	69.162	114.402	136.042	170.053
% Fark, Yıllık	*124,3%*	*65,4%*	*18,9%*	*25,0%*
Net kar	42.366	57.247	62.064	101.511
% Fark, Yıllık	*-36,3%*	*35,1%*	*8,4%*	*63,6%*

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	2,9%	3,7%	4,3%	3,5%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,4%	2,3%	2,0%	1,8%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2,2%	2,5%	2,8%	3,3%
Ortalama aktif getirisi	2,0%	2,0%	1,7%	2,2%
Ortalama özkaynak getirisi	19,0%	21,5%	19,2%	25,8%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	8,0	5,5	5,1	3,1
F/DD	1,40	1,02	0,91	0,71



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-10,1	-4,3	-17,1	11,0
US$ Getiri (%):	-11,8	-8,9	-25,0	-6,4
BİST 100 Relatif Getiri (%):	1,4	17,4	6,5	8,1

Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 495,00 TL) Getiri Potansiyeli: %43

Rekor sipariş birikimi ve kapasite yatırımlarıyla güçlenen büyüme görünümü...

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 teknolojik yetkinliği hem yurt içi hem de küresel savunma talebinden yararlanmasını sağlarken, uzun vadeli sözleşmeler ve artan ihracat gelir görünürlüğünü desteklemektedir.

Rekor sipariş hacmi yatırım tezimizi güçlendirmektedir. 9A26'da 14,0mlr ABD doları tutarında yeni sözleşme imzalanırken, bunun 9,1mlr ABD doları üçüncü çeyrekte gerçekleşmiştir. **Bakiye siparişler önceki çeyreğe göre 7,5mlr ABD doları artışla 30,7mlr ABD dolarına, Alınan İşler/Satışlar oranı ise geçen yılki 2,5x seviyesinden 4,4x'e yükselmiştir.** Yeni ihracat sözleşmeleri %34 artışla 1,9mlr ABD dolarına, 3Ç26 yurt dışı satışları ise yıllık %307 artışla 10.807mn TL'ye ulaşmıştır.

Güçlü sipariş birikimi ve ihracat büyümesi finansal performansa yansımaktadır. 9A26'da net satışlar reel %28 artışla 151.486mn TL'ye, FAVÖK %38 artışla 40.555mn TL'ye ve ana ortaklık net kârı %75,1 artışla 26.471mn TL'ye ulaşmıştır. FAVÖK marjı 1,9 y.p. iyileşerek %26,8'e yükselirken, 3Ç26'da açıklanan 11.227mn TL net kâr hem 9.255mn TL beklentimizi hem de 8.964mn TL piyasa medyanını aşmıştır.

Dokuz aylık performans 2026 hedeflerini desteklemektedir. Şirket'in %10'un üzerinde reel satış büyümesi ve %24'ün üzerinde kur farkından arındırılmış FAVÖK marjı hedeflerine karşılık, 9A26'da %28 reel büyüme ve %26,8 raporlanan FAVÖK marjı elde edilmiştir. 684mn ABD dolarına ulaşan altyapı yatırımları ve Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazının devreye alınması, artan siparişlerin teslimata dönüşmesini destekleyecektir.

Yoğun yatırım programı nakit akışını baskılamaktadır. Net finansal borç 2025 sonundaki 17.367mn TL'den 55.163mn TL'ye yükselirken, 9A26'da işletme faaliyetlerinden 22.998mn TL nakit yaratılmış, yüksek yatırım harcamaları serbest nakit akışını negatife taşımıştır. Bununla birlikte kapasite artışının uzun vadeli büyümeye katkı sağlamasını bekliyoruz.

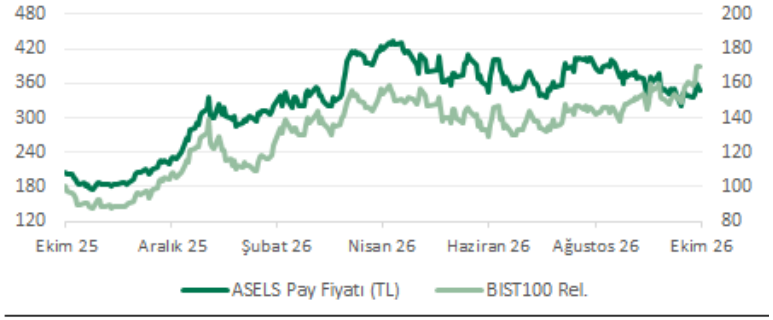
Rekor sipariş birikimi, hızlanan ihracat ve güçlü operasyonel kârlılığın orta-uzun vadeli büyüme görünürlüğünü desteklediğini düşünüyoruz. Aselsan için 495,00 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, 30 Ekim 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %43 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	347,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.582.320	Son 12 Ay En Yüksek	450,00
Piyasa Değeri (Mn $)	31.790	Son 12 Ay En Düşük	171,28
Firma Değeri (Mn TL)	1.637.483	Beta	0,91
Firma Değeri(Mn $)	32.917	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn $)	247,6
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	47,5%

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	172.896	195.600	224.324	252.500
Büyüme		13,1%	14,7%	12,6%
FAVÖK	37.654	49.198	58.838	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	26,2%	25,6%
Net Kar(Mn TL)	17.128	24.894	37.232	35.850
Pay Başına Kar	3,76	5,46	8,17	7,86
Temettü Verimi	0,18%	0,14%	0,06%	0,10%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,8	0,5	0,3	0,2
Net Borç / Özsermaye (x)	0,15	0,11	0,06	0,05
Ort. Özsermaye Karlılığı		11,5%	13,8%	12,7%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	8,0%	7,3%

Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	28,1	21,6	35,3	44,1
FD/FAVÖK	13,6	11,5	22,6	25,3
FD/Satışlar	1,3	1,8	4,8	6,5
F/DD	2,3	2,4	4,2	5,2

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	3,1	2,8	49,8	68,9
$ Getiri (%)	1,5	-2,1	29,2	42,3
BIST-100 Relatif (%):	14,5	27,0	56,7	70,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

**2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/09'a göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.*

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 70,55 TL) Getiri Potansiyeli: %81

Yurt dışı operasyonların güçlü katkısıyla büyüme görünümü destekleniyor..

Çimsa'yı model portföyümüzde tutmamızın temelini uluslararası operasyonlarla güçlenen coğrafi çeşitlilik, katma değerli ürünler ve maliyet verimliliği oluşturmaktadır. ABD'deki gri çimento öğütme tesisi ile Mannok ve Buñol operasyonları, yurt içi talepteki zayıflığın etkisini sınırlayarak dengeli büyümeyi desteklemektedir. Alternatif yakıt ve yenilenebilir enerji yatırımları da enerji maliyetlerine karşı dayanıklılığı artırmaktadır.

3Ç26 sonuçları, uluslararası operasyonların büyümeye katkısını teyit ederken maliyet baskılarına işaret etmiştir. Yurt içi hacim %10,9 daralırken, uluslararası hacim ABD tesisinin katkısıyla %13,3, konsolide hacim %1,0 artmıştır. Olumlu fiyatlama koşullarıyla net satışlar reel %2,3 artarak 14.917mn TL'ye ulaşmıştır. Ancak petrokok maliyetleri ve faaliyet giderlerindeki yükselişle FAVÖK %1,7 azalarak 3.031mn TL'ye, FAVÖK marjı 0,8 y.p. düşüşle %20,3'e gerilemiştir. Yüksek alternatif yakıt kullanımının katkısıyla 9A26 FAVÖK marjı ise 0,3 y.p. artarak %17,8 olmuştur.

Net kâr artışı ağırlıklı olarak faaliyet dışı kalemlerden kaynaklanmıştır. 3Ç26 ana ortaklık net kârı %7,7 artarak 1.773mn TL ile beklentimizin hafif altında, piyasa medyanının hafif üzerinde gerçekleşmiştir. Finansman ve vergi giderlerindeki düşüş ile hazır beton tesisi satışından sağlanan tek seferlik gelir kârı desteklerken, azalan parasal pozisyon kazancı ve Sabancı Holding hisselerinin olumsuz etkisi kârlılığı sınırlamıştır.

Azalan borçluluk ve normalleşen yatırım harcamaları finansal görünümü desteklemektedir. Net borç haziran sonundaki 24.571mn TL'den eylülde 23.966mn TL'ye gerilerken, Net Borç/FAVÖK 2,54x'ten 2,36x'e iyileşmiştir. Net yatırım harcamalarının satışlara oranı 9A26'da %5,7'ye düşmüştür.

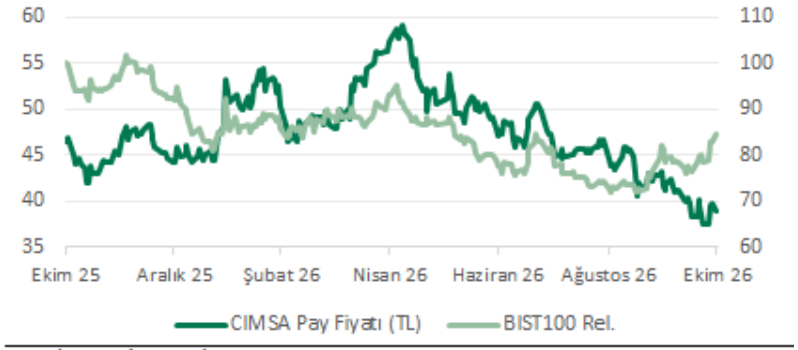
Uluslararası büyüme, katma değerli ürün karması ve alternatif yakıt kullanımının orta-uzun vadeli görünümü destekleyeceğini düşünüyoruz. Marj baskısı ve zayıf nakit yaratımına karşın, azalan borçluluk ve yatırımlardaki normalleşmeyi olumlu değerlendiriyoruz. Çimsa için 12 aylık 70,55 TL hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Ekim 2026 kapanışına göre %81 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	38,96
Piyasa Değeri (Mn TL)	36.840	Son 12 Ay En Yüksek	60,00
Piyasa Değeri (Mn $)	740	Son 12 Ay En Düşük	36,58
Firma Değeri (Mn TL)	62.675	Beta	0,98
Firma Değeri(Mn $)	1.268	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn $)	9,6
Halka Açıklık Oranı (%)	36,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	8,3%

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
Satış Gelirleri	48.173	45.807	57.070	59.817
Büyüme		-4,9%	24,6%	4,8%
FAVOK	8.598	8.277	10.242	10.946
FAVOK Marjı	17,8%	18,1%	17,9%	18,3%
Net Kar(Mn TL)	5.852	4.374	3.857	4.658
Pay Başına Kar	43,32	4,63	4,08	4,93
Temettü Verimi	3,2%	1,2%	1,4%	2,5%
Net Borç / FAVOK (x)	0,64	2,71	2,36	2,29
Net Borç / Ozsermaye (x)	0,13	0,56	0,59	0,72
Ort. Ozsermaye Karlılığı		10,4%	9,5%	12,2%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,4%	3,4%	4,3%

Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025A*	2026T
F/K	11,1	16,4	11,4	7,9
FD/FAVOK	8,2	11,4	6,1	5,7
FD/Satışlar	0,6	1,4	1,2	1,0
F/DD	1,5	1,8	1,1	1,0

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-6,5	-15,7	-14,9	-16,1
$ Getiri (%)	-8,0	-19,8	-26,6	-29,4
BIST-100 Relatif (%):	3,8	4,1	-11,0	-15,5



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma
** 2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/09a göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.*

Emlak Konut (AL, Hedef Fiyat: 32,84 TL) Getiri Potansiyeli: %103

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 ulaşılmış 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 hasılata dönüşmesi etkili olmuştur. Güçlü ön satışların finansallara yansıması 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.

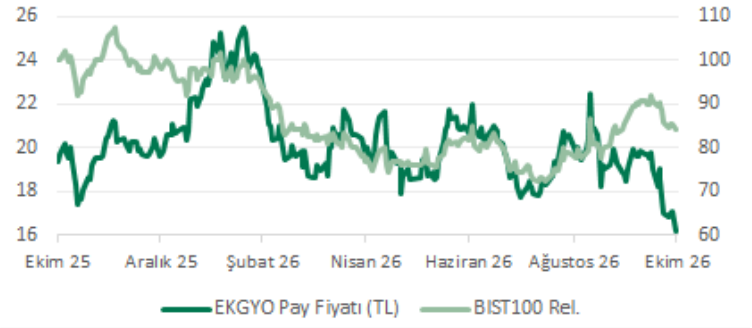
Faiz normalleşmesine yüksek duyarlılık, güçlü arsa portföyü ve ön satış görünümünün Emlak Konut için değer açığa çıkarma potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. 32,84 TL hedef fiyatımızı ve 'AL' önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Ekim 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %103 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	EKGYO.IS	Kapanış	16,19
Piyasa Değeri (Mn TL)	61.522	Son 12 Ay En Yüksek	26,36
Piyasa Değeri (Mn $)	1.236	Son 12 Ay En Düşük	16,11
Firma Değeri (Mn TL)	83.567	Beta	1,21
Firma Değeri(Mn $)	1.709	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn $)	62,8
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	12,6%

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 / FAVOK (x)	0,95	1,38		
Net Borç / Ozsermaye (x)	0,05	0,23	0,11	0,34
Ort. Ozsermaye 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/FAVOK	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 (%)	-12,2	-8,7	-18,5	-16,4
$ Getiri (%)	-13,6	-13,1	-29,7	-29,6
BIST-100 Relatif (%):	-2,5	12,8	-14,7	-15,8



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: 169,20 TL) Getiri Potansiyeli: %35

Marj güçlendi, risk maliyeti yükseliyor

Garanti BBVA 3Ç26'da 33,5 mlr TL solo net kâr açıkladı; kâr çeyreklik %10 arttı ve hem bizim (32,7 mlr TL) hem de piyasanın (32,1 mlr TL) beklentisinin üzerinde geldi. 9A26 net kârı yıllık %16 artışla 97,2 mlr TL'ye ulaştı; 9A26 ortalama özkaynak kârlılığı %27,2, ortalama aktif kârlılığı %3,1 oldu. Beklentiye göre farkı, net faiz gelirindeki güçlü toparlanma oluşturdu.

Swap dahil net faiz geliri çeyreklik %26 artışla 58,9 mlr TL'ye yükseldi. Swap dahil çeyreklik net faiz marjı %5,14'ten %5,90'a çıktı. TÜFE'ye endeksli menkul gelirleri, değerleme varsayımının %27'den %29'a yükseltilmesinin de etkisiyle %15 artışla 9,3 mlr TL olurken, swap maliyeti %49 artışla 15,7 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. 9A26 swap dahil net faiz marjı %5,6 ile yıllık 96 baz puan genişledi.

Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik %7, yıllık (9A26) %36 artış gösterdi. Komisyon gelirlerinin (9A26) %67,5'ini ödeme sistemleri oluşturdu. Faaliyet giderleri tarafında ise çeyreklik %9 artışla 52,1 mlr TL oldu. 9A26 gider artışı ise yıllık %39 ile bankanın %45-50'lik beklentisinin altında kaldı. Bu doğrultuda komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %96 seviyesinde oldu.

Kredi riski maliyeti beklentimizin üzerinde gerçekleşti. Net kredi riski maliyeti 2Ç26'daki %3,25'ten 3Ç26'da %4,01'e yükseldi (banka tanımıyla, kur etkisi hariç 363 baz puan); 9A26 kümülatif net kredi riski maliyeti %3,27 seviyesinde bulunuyor. Takipteki krediler oranı %4,1'den %4,5'e, 2. Aşama kredilerin payı %16,3'e yükseldi. 3. Aşama karşılık oranı %62,6, toplam karşılık oranı %4,2 seviyesinde bulunuyor.

TL krediler çeyreklik %9 büyüdü, TL mevduat geriledi. TL canlı krediler 2.047 mlr TL'ye (yılbaşından bu yana +%27) ulaştı. TL kredi/TL mevduat oranı %92,1'den %103,8'e yükseldi.

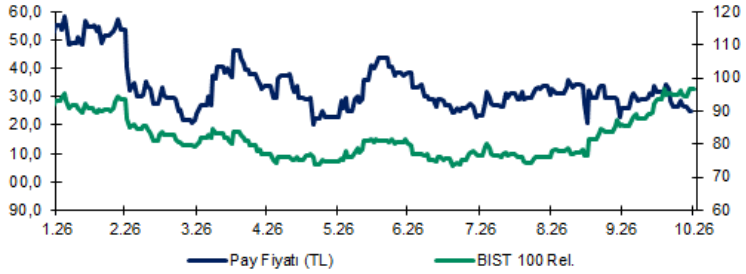
Garanti BBVA 2026 yıl sonu beklentilerini değiştirmedi. Kur etkisi hariç net kredi riski maliyeti 9A26'da %2,6 ile %2-2,5'lik beklentinin hafif üzerinde seyrediyor. Önceki tahminlerimizi banka beklentileriyle uyumlu kurgulamıştık; ancak yüksek faiz ortamının beklediğimizden uzun sürmesi mevduat maliyetlerindeki gerilemeyi geciktiriyor, takipteki kredilerdeki artış da karşılık giderlerini yüksek tutuyor. Bu doğrultuda 2026T ve 2027T net kâr tahminlerimizi sırasıyla 128,0 mlr TL ve 159,5 mlr TL'ye revize ediyoruz. **Akbank'ta olduğu gibi Garanti BBVA için de değerleme yöntemimizi Gordon büyüme modelinden artık gelir (RI) modeline geçiriyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 169,20 TL seviyesinde bulunuyor; %35 getiri potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2026T için 4,1x F/K, 0,95x F/DD ve %26,1 özkaynak kârlılığıyla işlem görüyor**

Piyasa Değeri (TLmn)	525.840	Beta (12A)	1,10
Piyasa Değeri (USD mn)	10.580	Ort. Günlük Hacim	4.391
Kapanış	125,20	Yabancı Payı	3,9%
12 Ay Yüksek	163,11	Halka Açıklık (%)	14,0%
12 Ay Düşük	116,90	Ağırlık	2,18%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	70.413	142.673	216.112	277.952
% Fark, Yıllık	*1,2%*	*102,6%*	*51,5%*	*28,6%*
Net ücret ve komisyon geliri	94.124	142.747	191.818	242.144
% Fark, Yıllık	*130,9%*	*51,7%*	*34,4%*	*26,2%*
Net kar	92.175	110.605	127.987	159.454
% Fark, Yıllık	*5,5%*	*20,0%*	*15,7%*	*24,6%*

Rasyolar	2024A	2025A	2026T	2027T
TGA Oranı	2,2%	3,5%	4,5%	3,2%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,2%	2,1%	3,2%	2,7%
Net faiz marjı (Düzeltilmiş)	3,5%	4,9%	5,6%	5,5%
Ortalama aktif getirisi	4,0%	3,4%	2,9%	2,8%
Ortalama özkaynak getirisi	32,6%	29,1%	26,1%	26,1%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025A	2026T	2027T
F/K	5,7	5,4	4,1	3,3
F/DD	1,58	1,36	0,95	0,77



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-2,1	-0,5	-5,9	3,0
US$ Getiri (%):	-3,9	-5,4	-14,9	-13,2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	10,4	21,9	20,8	0,3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef Fiyat: 910,00 TL) Getiri Potansiyeli: 120%

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

➢ **Şirket için hedef pay fiyatımız 910,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Ekim 2026 kapanışıyla Migros, 2026T 2.1x FD/FAVÖK ve F/K 7.6x rasyoları ile işlem görmektedir.**

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

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

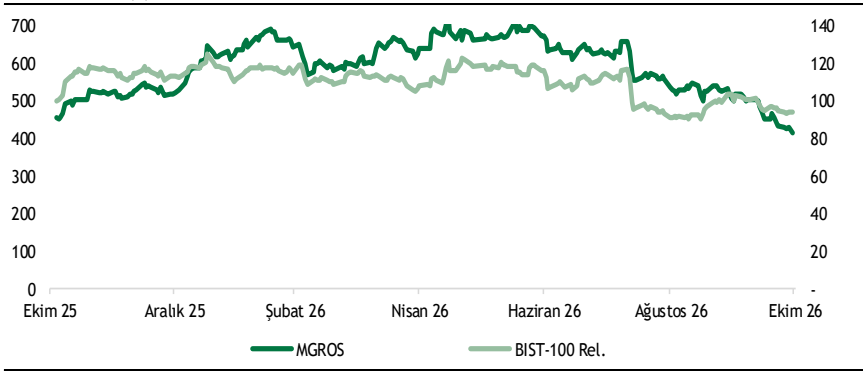
➢ Migros, 2026 için %5-7 aralığında, 2027-2030 dönemi için ise yüksek tek haneli reel bileşik satış büyümesi hedeflemektedir. 2026 mağaza açılış hedefi 180-200 mağaza aralığında bulunurken, 2027-2030 döneminde her yıl %2,5-3,5 aralığında satış alanı büyümesi planlanmaktadır. 2026 yılında FAVÖK ve düzeltilmiş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

Kod	MGROS TI/MGROS IS	Kapanış	413,50
Piyasa Değeri (mn TL)	74.866	Son 12 Ay En Yüksek	727,00
Piyasa Değeri (mn $)	1.504	Son 12 Ay En Düşük	413,50
Firma Değeri (mn TL)	81.316	Beta	0,87
Firma Değeri (mn $)	1.643	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn $)	37,39
Halka Açıklık Oranı (%)	46,2	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	35,95

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	1,7%	2,4%	2,0%	4,0%
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	3,8	7,7	9,8	7,6
FD/FAVÖK	11,6	3,3	2,5	2,1
FD/Satışlar	0,2	0,2	0,2	0,1
F/DD	0,9	1,0	0,9	0,7

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-18,0	-33,6	-20,2	-6,1
$ Getiri (%)	-19,3	-36,8	-31,2	-20,9
BIST-100 Relatif (%)	-9,0	-18,0	-16,5	-5,5



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: %113

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.

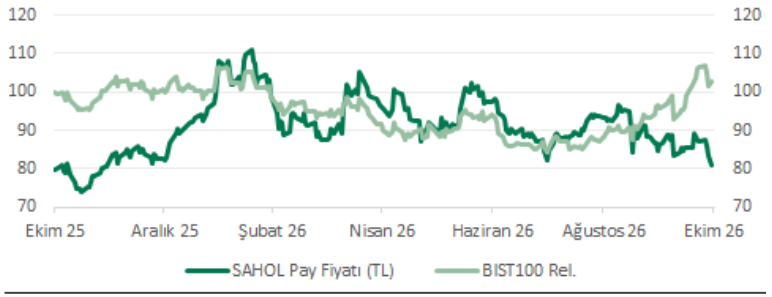
Akçansa ve CarrefourSA çıkışları portföy sadeleşmesini hızlandırmıştır. Akçansa'daki %39,72 payın 427,9mn ABD dolarına satılması nakit yaratırken, CarrefourSA çıkışı bilanço dönemi sonrasında tamamlanmıştır. İşlemler sonrasında hesapladığımız 672,44mn ABD doları solo net nakit, yeni yatırımlar ve sermaye 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 Ekim 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %113 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış			81,10
Piyasa Değeri (Mn TL)	170.340	Son 12 Ay En Yüksek			113,18
Piyasa Değeri (Mn $)	3.422	Son 12 Ay En Düşük			72,73
Firma Değeri (Mn TL)	464.303	Beta			1,22
Firma Değeri(Mn $)	9.734	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn $)			73,6
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)			25,7%
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 / Ozsermaye (x)	0,33	0,67	0,40	0,70	
Ort. Ozsermaye 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 (%)	-4,4	-1,5	-2,2	1,9	
$ Getiri (%)	-5,9	-6,2	-15,6	-14,1	
BIST-100 Relatif (%):	6,2	21,7	2,4	2,7	



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: %66

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.

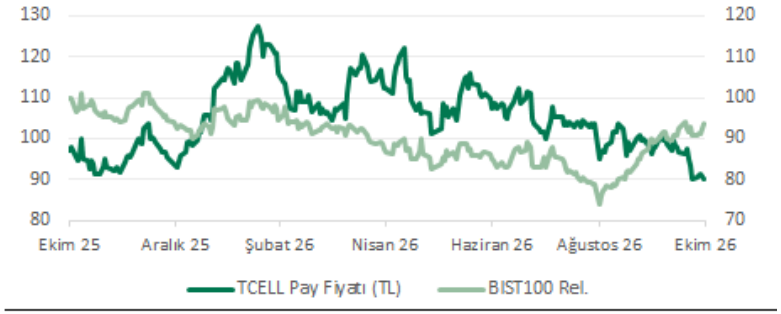
Abone göstergeleri ve dijital iş kolları yatırım tezini desteklemeye devam etmektedir. Toplam abone bazı 2Ç26'da 44,8 milyona, mobil abone sayısı ilk kez 40 milyonun üzerine çıkmıştır. Faturalı abone sayısı %8 artarken mobil abone kayıp oranı %1,6'ya gerilemiştir. Dijital İş Servisleri gelirleri %33,1, 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 Ekim 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre %66 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Kod	TCELL.IS	Kapanış			90,10
Piyasa Değeri (Mn TL)	198.220	Son 12 Ay En Yüksek			129,60
Piyasa Değeri (Mn $)	3.982	Son 12 Ay En Düşük			84,85
Firma Değeri (Mn TL)	295.081	Beta			0,96
Firma Değeri(Mn $)	6.062	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn $)			58,1
Halka Açıklık Oranı (%)	39,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)			47,6%
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%	3,43%	3,77%	
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	8,2	
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,3	
FD/Satışlar	0,7	1,0	1,0	0,9	
F/DD	1,0	1,1	0,8	0,5	
Getiri	**1A**	**3A**	**YBB**	**12A**	
TL Getiri (%)	-6,2	-11,2	-3,2	-7,0	
$ Getiri (%)	-7,7	-15,5	-16,5	-21,7	
BIST-100 Relatif (%):	4,1	9,7	1,3	-6,4	



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

¹2023, 2024 ve 2025 finansalları 2026/06'ya göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: 445,00 TL) Getiri Potansiyeli: 84%

Filo Yatırımları ve Ağ Gücüyle Desteklenen Büyüme…

➢ Şirket için hedef pay fiyatımız olan **445,00 TL'yi ve AL tavsiyemizi** koruyoruz. 30 Ekim 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%84'lük getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2026T F/K 3.33x ve 2026T FD/FAVÖK 4.97x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➢ THY, Eylül 2026'da yolcu sayısında yıllık %3,6'lık artış kaydetmiştir. THY'nin Eylül 2026'daki toplam yolcu sayısı 9mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Eylül 2026'da dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %65,6'ya ulaşmıştır. THY, Eylül 2026'da yıllık bazda %4,8 artışla 5,9mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Eylül ayında yıllık bazda %1,5 oranında artış göstererek 3.1mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Eylül 2026'da yıllık bazda 2.2 yp artış göstererek %86,8 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Eylül 2026'da yıllık bazda %13 artış göstermiş olup şirketin gelir yapısını desteklemeye devam etmektedir.

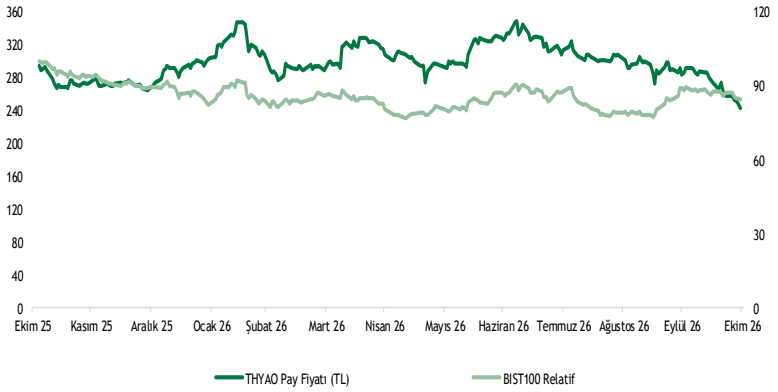
➢ THY'nin filo büyüklüğünün 2026'da yönetim beklentileriyle uyumlu şekilde 566 uçağa ulaşacağını öngörüyoruz (2025 sonu: 516 uçak; THY beklentisi: 570). 2026'da GTF kaynaklı NEO uçaklarının 2026 boyunca kademeli olarak geri dönmesi, önemli bir katalizör etkisi görürken; Air Europa yatırımının ağ genişlemesi 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	242,20
Piyasa Değeri (Mn TL)	334.236	Son 12 Ay En Yüksek	355,50
Piyasa Değeri (Mn $)	6.715	Son 12 Ay En Düşük	242,20
Firma Değeri (Mn TL)	954.614	Beta	0,83
Firma Değeri(Mn $)	20.035	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn $)	302,2
Halka Açıklık Oranı (%)	50,32	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	20,42

Anahtar Rakamlar (US$ mn)	2023	2024	2025	2026T
Satış Gelirleri	20.942	22.669	24.096	28.370
Büyüme (%)	*13,7%*	*8,2%*	*6,3%*	*17,7%*
FAVÖK	5.533	5.059	5.059	4.031
FAVÖK Marjı (%)	*26,4%*	*22,3%*	*21,0%*	*14,2%*
Net Kar	6.021	3.425	2.910	2.015
Pay Başına Kar	4,36	2,48	2,11	1,46
Temettü Verimi	0,0%	3,3%	0,0%	0,0%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,3	1,1	1,6	2,5
Net Borç/Özsermaye (x)	0,5	0,3	0,4	0,4
Ort. Özsermaye Karlılığı	47,6%	19,6%	14,3%	9,2%
Ort. Aktif Karlılığı	18,1%	9,1%	6,7%	4,1%
Değerleme Çarpanları	**2023**	**2024**	**2025**	**2026T**
F/K	1,12	1,96	2,31	3,33
FD/FAVÖK	3,62	3,96	3,96	4,97
FD/Satışlar	0,96	0,88	0,83	0,71
F/DD	0,43	0,35	0,31	0,31
Getiri	**1A**	**3A**	**YBB**	**12A**
TL Getiri (%)	-14,49	-21,43	-9,80	-16,48
$ Getiri (%)	-15,85	-25,21	-22,21	-29,64
BIST-100 Relatif (%):	-5,05	-2,93	-5,59	-15,88



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

VakıfBank (AL, Hedef Fiyat: 46,39 TL) Getiri Potansiyeli: %61

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 değerleme 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 çeyreksel %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 değerlerken, 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 çeyreksel %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 çeyreksel %12,5 artışla 43.829 mn TL'ye yükseldi. 1Y26 artışı ise %57,4 seviyesine oldukça yüksek gerçekleşti.

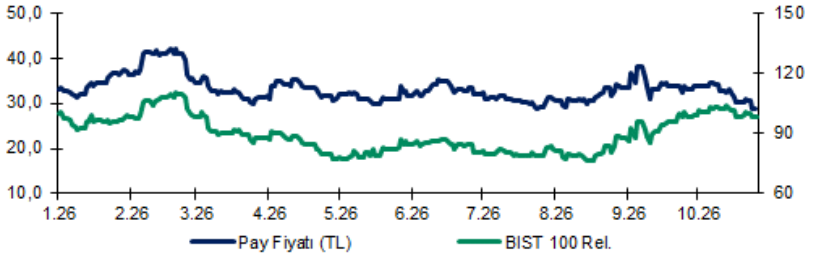
VakıfBank için 12 aylık 46,39 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, 30 Ekim 2026 kapanışına göre %61 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. VakıfBank 2026T 4,3x F/K ve 0,9x F/DD çarpanlarıyla ve %21,1 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.

Piyasa Değeri (TLmn)	286.372	Beta (12A)	1,12
Piyasa Değeri (USD mn)	5.762	Ort. Günlük Hacim	1.615
Kapanış	28,88	Yabancı Payı	0,6%
12 Ay Yüksek	43,06	Halka Açıklık (%)	6,0%
12 Ay Düşük	22,98	Ağırlık	0,55%

(TL Mn)	2024A	2025A	2026T	2027T
Net faiz geliri	68.704	138.550	233.210	311.005
% Fark, Yıllık	*66,1%*	*101,7%*	*68,3%*	*33,4%*
Net ücret ve komisyon geliri	46.474	72.693	93.656	119.319
% Fark, Yıllık	*80,5%*	*56,4%*	*28,8%*	*27,4%*
Net kar	40.375	70.050	86.457	116.075
% Fark, Yıllık	*61,2%*	*73,5%*	*23,4%*	*34,3%*

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%	1,8%	1,5%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2,4%	3,3%	4,2%	4,3%
Ortalama aktif getirisi	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%
Ortalama özkaynak getirisi	20,9%	27,3%	24,2%	24,9%

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



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	0,3	8,9	-4,2	43,4
US$ Getiri (%):	-1,5	3,5	-13,4	21,1
BİST 100 Relatif Getiri (%):	12,9	29,9	17,6	27,4

Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım

Tavsiye Listesi 2 Kasım 2026

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	60,90	92,13	316.680	479.076	51,3%	4,92	0,96
GARAN	AL	125,20	169,20	525.840	710.640	35,1%	4,25	1,01
HALKB	TUT	39,60	46,38	284.517	333.230	17,1%	8,84	1,21
ISCTR	AL	11,65	21,57	291.250	539.249	85,2%	4,30	0,64
TSKB	AL	8,94	19,84	25.032	55.552	121,9%	2,36	0,47
VAKBN	AL	28,88	46,39	286.372	460.000	60,6%	4,09	0,81
YKBNK	AL	33,96	51,10	286.862	431.644	50,5%	5,18	1,00
SİGORTA	**Tavsiye**	**Kapanış (TL)**	**Hedef Kapanış (TL)**	**PD mn TL**	**Hedef PD mn TL**	**Kazandırma Potansiyeli**	**F/K**	**PD/DD**
TURSG	AL	3,29	9,20	65.800	184.000	179,6%	2,80	1,08
HOLDİNG	**Tavsiye**	**Kapanış TL**	**Hedef Kapanış (TL)**	**PD mn TL**	**Hedef PD mn TL**	**Kazandırma Potansiyeli**	**F/K**	**PD/DD**
AGHOL	AL	25,02	46,74	60.932	113.823	86,8%	14,08	0,46
KCHOL	AL	192,80	318,51	488.921	807.702	65,2%	14,35	0,62
SAHOL	AL	81,10	172,63	170.340	362.597	112,9%	8,48	0,41
TAVHL	AL	250,00	440,00	90.820	159.845	76,0%	10,80	0,94
SANAYİ	**Tavsiye**	**Kapanış TL**	**Hedef Kapanış (TL)**	**PD mn TL**	**Hedef PD mn TL**	**Kazandırma Potansiyeli**	**F/K**	**PD/DD**
AKCNS	AL	176,10	295,00	33.714	56.477	67,5%	43,73	1,11
AKSEN	AL	60,60	110,00	74.316	134.894	81,5%	24,46	1,08
ARCLK	AL	67,95	111,00	45.916	75.005	63,4%	-	0,63
ASELS	AL	347,00	495,00	1.582.320	2.257.200	42,7%	38,31	4,72
BIMAS	AL	347,50	496,00	417.000	595.200	42,7%	15,90	2,07
CCOLA	AL	73,10	122,00	204.540	341.371	66,9%	10,48	2,23
CIMSA	AL	38,96	70,55	36.840	66.712	81,1%	9,32	0,90
DOAS	AL	149,20	302,90	32.824	66.639	103,0%	17,33	0,44
EKGYO	AL	16,19	32,84	61.522	124.802	102,9%	-	0,40
EREGL	AL	29,66	42,24	207.620	295.710	42,4%	22,39	0,62
FROTO	AL	65,45	130,00	229.671	456.188	98,6%	8,45	1,28
KRDMD	TUT	36,16	45,00	28.213	35.109	24,4%	8,90	0,38
MGROS	AL	413,50	910,00	74.866	164.759	120,1%	13,06	0,81
OYAKC	AL	17,88	33,35	86.926	162.130	86,5%	14,07	1,14
PETKM	TUT	16,24	18,91	41.159	47.935	16,5%	-	0,55
PGSUS	AL	115,00	271,90	57.500	135.950	136,4%	-	0,51
SISE	AL	32,04	65,00	98.145	199.110	102,9%	9,83	0,36
TCELL	AL	90,10	150,00	198.220	330.000	66,5%	11,05	0,64
THYAO	AL	242,20	445,00	334.236	614.102	83,7%	2,98	0,33
TOASO	AL	211,20	435,00	105.600	217.500	106,0%	8,43	1,61
TTKOM	AL	46,16	90,00	161.560	315.000	95,0%	6,10	0,61
TUPRS	AL	343,50	395,00	661.854	761.085	15,0%	9,81	1,45
ULKER	AL	74,30	159,80	27.437	59.010	115,1%	7,57	0,54
VESBE	G.G.	2,81		4.496			-	0,11
ZOREN	G.G.	1,13		5.650			-	0,09

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 dayanılarak 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 güvenirliliğine 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