

2026 Stratejisi

Toparlanma ve Artan Risk İştahı

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

2026 Stratejisi...

Global Fon Akımları;

2025 yılı ticaret savaşları, jeopolitik gerginlikler ve yapay zekanın baş döndürücü evrimi ile tamamlandı. Covid sonrası dönemdeki enflasyonla mücadelede uzun mesafe kat eden küresel merkez bankaları, Trump yönetiminden gelen korumacı tedbirler ve tarifelerle sarsıntı yaşasa da şoku büyük ölçüde atlattı diyebiliriz. Tarifelerin enflasyon ve büyümeye net etkisi belirsizliğini korurken, merkez bankalarının enflasyonda yukarı yönlü (ya da büyümeyi yavaşlatıcı yönlü) hareketlere izin verilmeyeceği yönündeki net para politikası duruşu piyasaları rahatlatıyor. Öte yandan yapay zeka iş çevirimleri ve modellerini dönüştürürken, bir sonraki aşamada yapay zekayı besleyen (enerji, yarı iletken, yazılım gibi) ve yapay zekadan beslenen sektörlerin (imalat, finans, eğitim ve altyapı gibi) dönüşümü ve ivmesini izleyeceğiz.

Ülkeler ve bölgeler özelinde baktığımızda 2025 boyunca büyüme dinamiği devam eden ABD’de, mali destekler ve yapay zeka dönüşümü ile bu eğilimin 2026’da da süreceğini tahmin ediyoruz. Enflasyon tarafında son dönem faiz indirimleri ile desteklenen ekonomik aktiviteye, arz yönlü tarife baskılarının da eklenmesi halinde, Fed hedeflerinde sınırlı yukarı yönlü sapmalar görülebilir. Para politikası duruşu, büyüme ve enflasyon odaklı olan Fed’ten, 2026 yılında büyüme ve/veya istihdam piyasasında belirgin yavaşlama görülmezse, hem tarife enflasyonunu dizginlemek hem de indirimlerin etkisini görmek için daha ihtiyatlı bir parasal duruş görebiliriz.

Avrupa Birliğinde tarifelerin etkisi önden yüklemeli hissedildiğinden büyümede aşağı yönlü baskı devam ediyor. Bununla birlikte zayıf petrol ve güçlü EUR, enflasyonda yukarı yönlü hareketleri sınırlayan en önemli dinamikler. Savunma tarafına yapılan mali harcamalar bütçe açığını tetiklese de büyümeye orta/uzun vadedeki katkısı dikkate değer. Son olarak para politikası duruşunda Mart 2026’da zayıf ihtimalle indirim beklentisi olsa da ECB’den 2026 son çeyrekte faiz artış söylemlerine dönüş görebiliriz.

Uzakdoğu’da ise Çin zayıf talep, yavaşlayan büyüme ve deflasyon riskini mali teşviklerle aşmaya çalışıyor. Henüz para politikası araçları maliye politikası kadar sahaya sürülmesi de, yavaşlamanın devamı faiz indirimlerini tetikleyebilir. Öte yandan Japonya tüm dünyanın aksine enflasyonu dizginlemek için faiz artışlarına devam edecek gibi görünüyor. Büyümede para politikasından gelen baskıyı mali politikalarla dengeleyen Japonya’da, ücretlerin ve mali paketlerin yaratacağı enflasyon riski canlı kalmaya devam edecek. Özellikle ara kazanç ticareti için zayıf ve ucuz Yen döneminin sona ermesi, sermaye akışlarında negatif baskıyı devam ettiriyor.

Yılın ilk günlerinde ABD’nin Venezuela’ya gerçekleştirdiği hareket ile Devlet Başkanı Maduro’nun yakalanarak yargılanmak üzere ABD’ye getirilmesi nedeniyle başta ABD-Venezuela ilişkileri olmak üzere Ukrayna-Rusya barış görüşmeleri, Ortadoğu’da İsrail-İran-Suriye üçgenindeki gelişmeler ve Asya’da Vietnam-Kamboçya gibi jeopolitik risklerdeki gelişmeler, global risk iştahı üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

Global riskler;

- Ticaret savaşlarında yeni tedbir ya da ek gümrük vergilerinin devreye alınması,
- Tarifelerin yaratacağı fiyat/büyüme baskılarının öngörülerden belirgin şekilde sapması,
- Ukrayna-Rusya cephesinde Avrupa’nın doğrudan dahil olacağı ek jeopolitik gerginlikler,
- Çin’de yavaşlamanın belirginleşmesi ve Japonya’da para politikası duruşunun beklentilerin üzerinde daralması.

2026 Stratejisi...

Yurtiçi beklentiler;

2025 yerel makro göstergeler açısından büyük ölçüde yılbaşındaki beklentilerle uyumlu bir şekilde kapandı. Enflasyonda katılık, ödemeler dengesinde sınırlı bir düşüşün gözlendiği, bütçe performansında ise negatif eğilimin öne çıktığı; üretim göstergeleri ve ekonomik aktivitede toparlanmanın yaşandığı bir 2025 yılını geride bıraktık.

2026 ise yatırımcılar için para ve maliye politikası, reel ve finansal ekonomik göstergeler açısından daha iyimser bir tablo sunuyor diyebiliriz. Enflasyon tahminini yıl sonu için son rapor döneminde yukarı yönlü %31-33 bandına güncelleyen TCMB, 2026 için ara hedefi %16 seviyesinde korudu. Ücret zamları, kur hareketi, yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ve enflasyon ataleti birlikte değerlendirildiğinde, orta noktası %23 olmak üzere %21-25 bandında bir 2026 yıl sonu enflasyonu tahmin ediyoruz. Talep ya da arz yönlü yurt içi ve yurt dışı geçici şokların, şokun yönüne göre daha pozitif ya da sınırlı negatif bir eğilim yaratma ihtimaline de açık kapı bırakıyoruz.

Makro göstergeler özelinde büyüme ise beklentilerin üzerinde bir performans sergiliyor. Sıkı para politikası duruşunun büyüme tarafında aşağı yönlü baskıları arttıracak ve negatif bir çıktı açığı üzerinden dezenflasyonu tesis etme, TCMB'nin ana senaryosunu oluşturuyordu. Çıktı açığında TCMB tahminlerinden daha pozitif bir seyir büyümeyi tetiklerken enflasyon göstergelerinde de yukarı yönlü güncellemeyi beraberinde getirdi. Faiz indirimleri ile 2026 yılında büyüme performansında ivmenin devamını ve ekonomik aktivitede toparlanma beklentimizi koruyoruz.

Dezenflasyonun inşasında kurda reel değerlenme ve beklenti kanalının yönetilmesi temel iki kolonu oluşturuyordu. Bu kapsamda büyük mesafe kat eden ekonomi yönetimi, 2025'i yaklaşık %10 bir reel değerlenme ile kapattı. Politika metinlerinden reel kurda değerlenme çıpasının kaldırıldığı ve faiz indirimlerinin devamı beklentisiyle reel değerlenmenin azalacağı 2026 yıl sonunda enflasyona paralel bir kur hareketi bekliyoruz.

Ödemeler dengesi açısından 2024'e göre sınırlı bir negatif performans sergilediğimiz 2025 yılında, iç talebin canlılığını koruduğunu gördük. Yaklaşık 25 milyar USD seviyesinde cari açıkla kapanacak olan yılsonu performansında kırılganlık 2026 boyunca devam edecek gibi görünüyor. Sıkı para politikasına rağmen iç talebin canlılığını koruması, yakın dönemde faiz indirimlerinin ödemeler dengesi üzerinden fiyatlama ve enflasyon risklerini canlı tutuyor. Cari açığın finansman kalitesinin ise portföy yatırımlarına doğru evirileceği bir 2026 geçireceğiz.

Öte yandan her ne kadar olağan genel seçimlerin 2028 yılında yapılması öngörülse de, 2027 yılında gerçekleştirilecek bir erken seçim ya da anayasa referandumu olasılığı söylemlerinin 2026 yılının ikinci yarısında piyasaların yakından takip edeceği gündem maddeleri arasında üst sıralara yükseleceğini düşünüyoruz.

Riskler

- Enflasyon ataleti ve beklenti kanalındaki aktarım mekanizmasının zayıflaması,
- Politik belirsizliklerin devamı ve finansal oynaklıkların yükselmesi,
- Ülkeler arası jeopolitik gerginliklerin bölge ve ittifaklara yayılması,
- Para politikasına maliye politikası üzerinden gelecek yukarı yönlü enflasyonist baskılar.

Ertelenen Fırsatların Yeniden Fiyatlanması...

Finansal piyasalar açısından 2026 yılına yönelik baz senaryo, 2025'te ertelenen talep ve fırsatların 2026 beklentileriyle birlikte birikimli bir etki yaratması üzerine kurulu. Özellikle riskli varlıklar açısından reel kayıpların yaşandığı 2025'in telafi edileceği pozitif bir atmosfer bizi bekliyor.

Enflasyon ataleti devam etse de risksiz varlıklar açısından reel kazanç dönemi 2026 yılının geneline yayılacaktır. Yıl sonu enflasyonun %23 seviyesinde, politika faiz tahminimizin (%29) altında yaklaşık 6 puanlık bir reel kazançla tamamlanacağını öngörüyoruz.

Merkez bankası sıkı duruşu korumakla birlikte, gerileyen reel faiz oranları nakit tutma eğilimini törpüleyecek ve risk iştahını tetikleyecektir. Özellikle faiz hassasiyeti yüksek sektör ve şirketlerin pozitif ayrışacağı bir yıl bekliyoruz.

Türk Lirası'nda reel değerlendirme dönemini geride bırakacağımız, ihracat oranı yüksek, maliyet artışlarını nihai fiyatlara daha hızlı yansıtan sektör ve şirketlerin daha pozitif performans sergileyeceği bir döneme giriyoruz.

Yılın ilk yarısında faiz indirimlerinin birikimli etkisini görmek isteyen TCMB, enflasyondaki seyre göre para politikası duruşunu ayarlayacaktır. Nakit tutma eğiliminin maliyetli olduğu ve risksiz varlıklardan daha riskli varlıklara doğru bir portföy hareketi göreceğiz. Bu kapsamda hisse ağırlığını arttıran, oynaklık risklerine karşı %5-10 nakit tutan bir portföy dağılımının daha etkin olacağını düşünüyoruz.

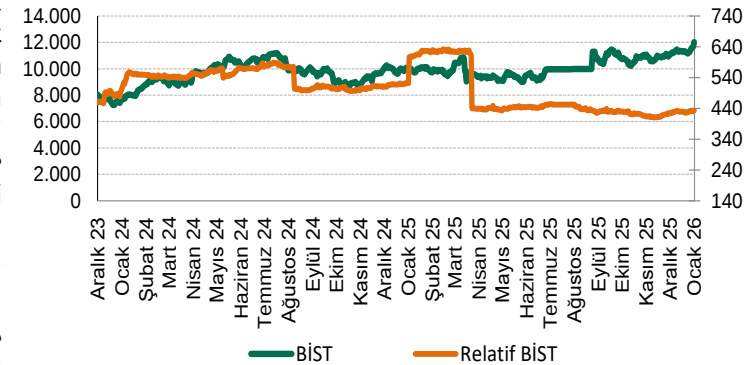
Sabit getirili menkul kıymetler ya da döviz endeksli araçların riskli varlıklara göre daha zayıf bir performans sergileyeceğini düşünüyoruz. Endekste nakit akışı güçlü, faiz/kur hassasiyeti yüksek sektör ve şirketlerin 2026'da belirgin pozitif ayrışacağı bir dönem yaşayacağız. Kurdaki yukarı yönlü hareketlerin döviz cinsi satışlara yansımaları, faiz indirimlerinin finansman maliyetini düşürmesi bu sektör/şirketlerdeki 2025 negatif etkisini telafi edecektir. Öte yandan ekonomideki döngüler, şoklar ve kısa vadeli oynaklıklara hassasiyeti düşük sektörler model portföyün gözdesi olmaya devam edecektir.

Global merkez bankalarının faiz politikaları finansal piyasaların takip edeceği ana tema olacaktır. Tarife savaşları, yapay zeka ve teknolojik dönüşüm, değerli ve endüstriyel metallerdeki gelişmeler ile başta Ukrayna-Rusya olmak üzere jeopolitik riskler, piyasalar tarafında takip edilecek diğer önemli başlıklar arasında yer alacaktır.

Veriler	Kapanış*	YBG	YS25	YoY
BIST - 100, TL	12.029	6,8%	11.262	14,6%
BIST - 100, USD	280	6,5%	263	-5,7%
MSCI Turkey	306.059	7,4%	285.042	-4,7%
MSCI EMEA	266	2,5%	259	27,0%
MSCI EM	1.463	4,2%	1.404	30,6%
Gösterge Tahvil	36,77%	-45bps	37,22%	-347bps
USD/TL	42,9743	0,30%	42,8457	21,8%
EUR/TL	50,2287	-0,11%	50,2859	36,7%
F/K				
Bankacılık	6,8			
Sanayi	102,6			
Demir&Çelik	33,4			
GYO	11,7			
Telekom	15,8			
2026T F/K	17,4			
TL Libor Oranı, 3A %	16,01%			

*Kapanış 07 Ocak 2026

BIST & Portföy



Yabancı fon girişinde ılımlı artış bekliyoruz...

Fed ile birlikte global faiz oranlarının gerilemesi, tarifeler konusunda belirsizliklerin azalması, Rusya-Ukrayna savaşının sonlanacağına yönelik iyimser beklentiler ve enerji fiyatlarındaki düşük seyir global ekonomide toparlanma sağlarken, dezenflasyon programı uygulayan Türkiye'nin elini rahatlatıyor.

2026 yılında BIST'i etkileyecek başlıca dinamikler arasında; enflasyon ve buna bağlı olarak faiz oranlarının seyri ile ana ihracat pazarımız olan Avrupa ve çevre ülkelerdeki gelişmeler öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, başta Rusya-Ukrayna, Orta Doğu ve Suriye'deki gelişmeler olmak üzere jeopolitik risklere yönelik beklentiler ile F-35 alımı ve CAATSA yaptırımları başta olmak üzere ABD ile ilişkiler de piyasalar tarafından yakından takip edilecek önemli gündem maddeleri arasında yer alacaktır. 2024 yılında yaşanan kredi notu artışlarının ardından 2025 yılında sadece Moody's'den not artırımı gelirken, 2026 yılında dezenflasyon programının devamına bağlı olarak yılın ilk yarısındaki gözden geçirmelerde görünüm iyileşmesi, ikinci yarıda ise kredi notu artışı olabileceğini ve bunun CDS'lerdeki pozitif seyri destekleyeceğini düşünüyoruz.

Bu gelişmelerin paralelinde geçen sene özellikle hisse senedi piyasalarına gelişmekte olan ülkelerin aksine sınırlı kalan yabancı sermaye akımlarında ılımlı bir iyileşme yaşanmasını bekliyoruz.

Bu beklentilerin ışığında, 2026 yılında da enflasyon muhasebesinden muaf tutulan bankacılık sektörünün faiz indirimlerinden etkilenecek pozitif ayrışmasını bu yıl da sürdürmesini bekliyoruz. Bankacılık sektörünün yanında faiz düşüşünden öncelikli etkilenecek sigorta, GYO, inşaat, çimento, cam gibi ilişkili sektörlerinin öne çıkmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında ise faiz indirimleri ile sanayi şirketlerinin finansman giderlerinde düşüş ve iç talepteki canlanma ile birlikte gıda-perakende, metal ana sanayi (otomotiv, beyaz eşya), savunma, perakende, telekom, enerji, havacılık, demir-çelik sektör şirketlerinin öne çıkmasını bekliyoruz.

Makro revizyonlarımız paralelinde; indirgenmiş nakit akımları analizinde kullandığımız ortalama risksiz faiz oranımızı %20,0'de ve piyasa risk primini ise %5,50'de sabit bırakıyoruz. Bu değişiklikler sonrası BIST-100 endeksi için 12 aylık hedef değerimizi 16,500 olarak belirliyoruz. Endeks hedefimizin %37 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle önerimizi AL olarak koruyoruz.

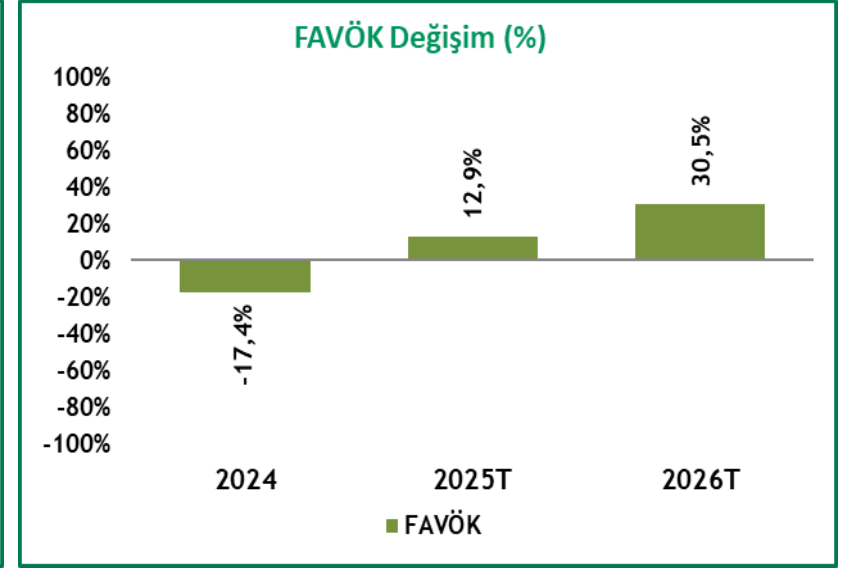
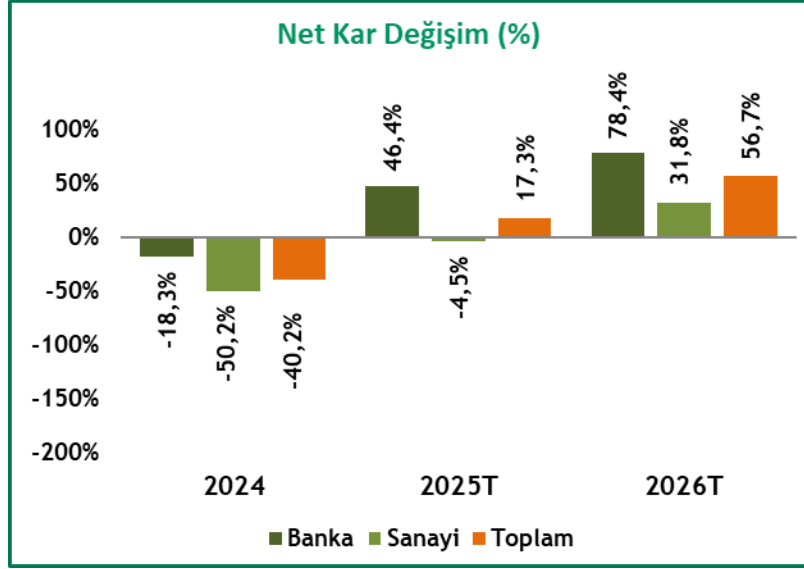
Orta ve uzun vadeli portföyümüzde yer alan AKBNK, ASELS, CIMS, ISCTR, MGROS, SAHOL, TCELL, THYAO'yu tutmaya devam ederken FROTO'YU çıkartıyor ve yerine DOAS ve YKBNK'yi ekliyoruz.

Model Portföy			
Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.
AKBNK.TI	72,30	108,10	49,5%
ASELS.TI	263,50	340,00	29,0%
CIMS.TI	45,80	68,00	48,5%
DOAS.TI	204,40	302,90	48,2%
ISCTR.TI	14,42	26,25	82,0%
MGROS.TI	581,00	850,00	46,3%
SAHOL.TI	90,45	173,19	91,5%
TCELL.TI	98,80	140,00	41,7%
THYAO.TI	290,75	445,00	53,1%
YKBNK.TI	37,64	62,17	65,2%
Ortalama			

*Kapanış 07 Ocak 2026

Eklenen DOAS YKBNK	Çıkan FROTO	Değişmeyen AKBNK ASELS CIMS ISCTR MGROS SAHOL TCELL THYAO
Favori Sektörler Bankacılık Sigorta GYO İnşaat-Çimento Gıda-İçecek Metal Ana Sanayi Savunma Perakende Telekom Enerji Havacılık Demir-Çelik		

Seçici olmak gerekli...



2025 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %4,5 daralmasını, FAVÖK'ünün ise %12,9 büyümesini beklerken bankaların net karının ise %46,4 oranında artmasını bekliyoruz.

2026 yılında ise toparlanmanın artmasını, takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %31,8, FAVÖK'ünün ise %30,5 artmasını beklerken bankaların net karının ise %78,4 oranında artmasını bekliyoruz.

BIST-100 benzerlerine göre cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. MSCI Türkiye endeksi 2026T 6.53x ve 0.90x F/K ve PD/DD oranları ile MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksine göre sırasıyla 22% ve 54% iskontolu işlem görmektedir.

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 7 Ocak 2026									
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Önceki Hedef Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	72,3	88,90	108,10	375.960	562.120	49,5%	7,81	1,36
GARAN	AL	146,2	172,28	203,65	614.040	855.330	39,3%	5,62	1,50
HALKB	TUT	42,0	34,19	46,32	301.904	332.799	10,2%	14,91	1,53
ISCTR	AL	14,4	18,80	26,25	360.500	656.249	82,0%	6,57	0,95
TSKB	AL	13,5	18,86	20,06	37.800	56.168	48,6%	3,05	0,89
VAKBN	AL	33,0	36,74	52,28	326.829	518.404	58,6%	5,93	1,24
YKBNK	AL	37,6	41,36	62,17	317.947	525.153	65,2%	7,16	1,32
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Önceki Hedef Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	183,00	243,75	318,51	464.069	807.702	74,0%	72,99	0,72
SAHOL	AL	90,45	146,24	173,19	189.979	363.759	91,5%	-	0,56
TAVHL	AL	315,50	384,00	425,30	114.615	154.502	34,8%	28,97	1,43
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Önceki Hedef Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	158,90	200,20	211,00	30.421	40.395	32,8%	60,14	1,27
AKSEN	AL	69,50	75,00	85,00	85.231	104.244	22,3%	63,30	1,60
ARCLK	AL	109,90	170,00	149,50	74.263	101.021	36,0%	-	1,09
ASELS	AL	263,50	240,00	340,00	1.201.560	1.550.400	29,0%	64,04	6,45
BIMAS	AL	587,00	772,00	800,00	352.200	480.001	36,3%	30,97	2,32
CCOLA	AL	61,50	75,00	90,70	172.082	253.780	47,5%	17,46	2,36
CIMSA	AL	45,80	63,00	68,00	43.308	64.300	48,5%	40,83	1,35
DOAS	AL	204,40	259,90	302,90	44.968	66.639	48,2%	9,59	0,67
EREGL	AL	24,44	39,70	32,47	171.080	227.320	32,9%	33,69	0,61
FROTO	AL	97,55	143,00	143,00	342.313	501.805	46,6%	12,67	2,16
KRDMD	TUT	26,62	30,35	30,90	20.770	24.109	16,1%	-	0,47
MGROS	AL	581,00	780,00	850,00	105.193	153.896	46,3%	22,53	1,39
PETKM	TUT	16,78	15,75	15,90	42.527	40.308	-5,2%	-	0,63
PGSUS	AL	205,10	365,60	345,30	102.550	172.649	68,4%	6,71	0,91
SELEC	TUT	80,35	110,00	110,10	49.897	68.372	37,0%	78,23	1,75
SISE	AL	39,88	55,00	55,00	122.161	168.470	37,9%	46,70	0,53
TCELL	AL	98,80	136,60	140,00	217.360	308.000	41,7%	22,76	0,89
THYAO	AL	290,75	495,50	445,00	401.235	614.102	53,1%	3,80	0,48
TOASO	AL	280,75	284,70	338,50	140.375	169.248	20,6%	96,73	2,66
TTKOM	AL	58,85	72,50	80,00	205.975	280.000	35,9%	11,98	1,02
TUPRS	AL	199,10	237,80	283,79	383.625	546.799	42,5%	17,40	1,12
ULKER	AL	115,80	170,00	159,80	42.762	59.010	38,0%	6,98	1,07
VESBE	AL	7,89	15,00	12,50	12.624	20.000	58,4%	-	0,33
ZOREN	TUT	3,07	4,20	4,30	15.350	21.500	40,1%	-	0,22

Temettü Verimi...

BIST Kodu	Piyasa Değeri (Mn TL)	2025T Net Kar (MN TL)	Brüt Temettü Oranı	Brüt Temettü (Mn TL)	Temettü Verimi
TUPRS	383.625	47.093	139%	65.223	17,0%
DOAS	44.968	7.791	50%	3.896	8,7%
ULKER	42.762	8.300	33%	2.698	6,3%
FROTO	342.313	36.547	40%	14.619	4,3%
EREGL	171.080	4.300	155%	6.665	3,9%
CCOLA	172.082	20.353	30%	6.106	3,5%
TCELL	217.360	18.760	39%	7.316	3,4%
GARAN	614.040	115.206	15%	17.281	2,8%
YKBNK	317.947	56.410	15%	8.462	2,7%
ISCTR	360.500	63.430	15%	9.514	2,6%
TOASO	140.375	5.619	60%	3.371	2,4%
AKBNK	375.960	59.492	15%	8.924	2,4%
MGROS	105.193	7.898	30%	2.369	2,3%
BIMAS	352.200	23.259	34%	7.908	2,2%
CIMSA	43.308	3.918	24%	940	2,2%
AKCNS	30.421	821	70%	574	1,9%
SISE	122.161	8.450	22%	1.859	1,5%
SELEC	49.897	1.200	12%	144	0,3%
ASELS	1.201.560	26.280	5%	1.314	0,1%

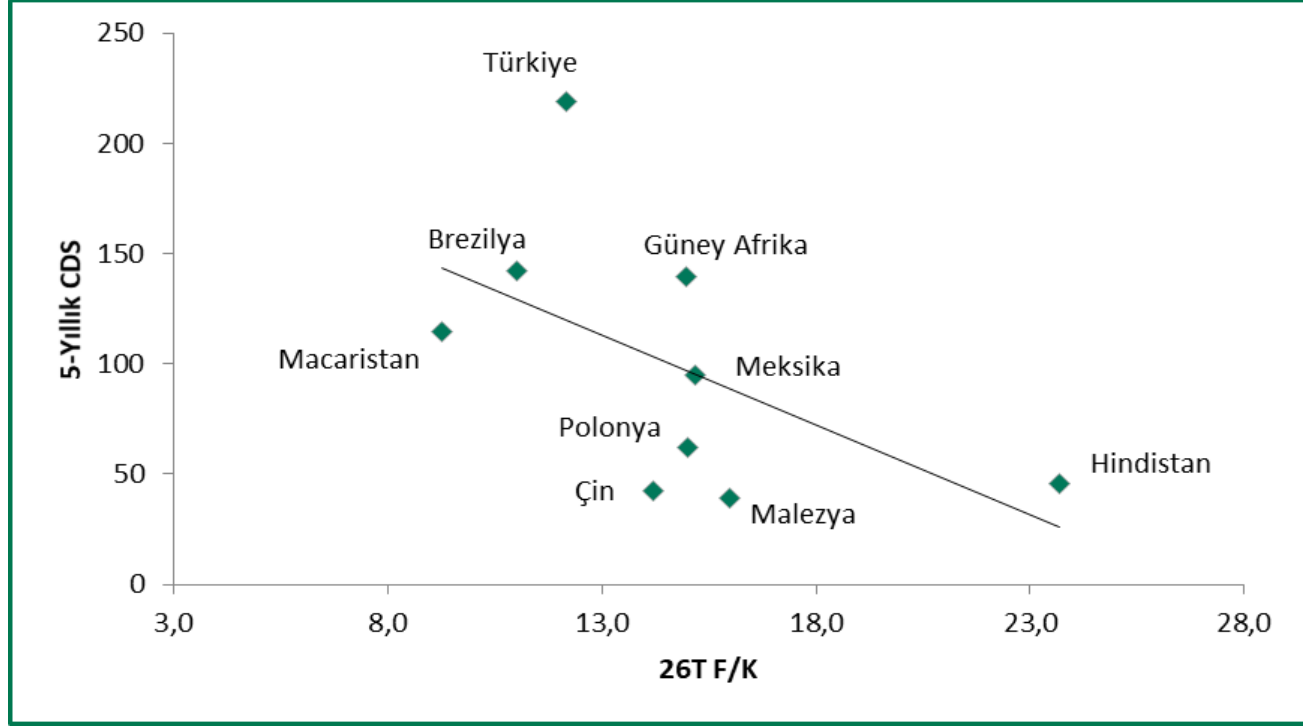
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda yatay performans göstererek MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %35,1, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %28,3 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	9,8%	5,6%	0,2%	7,4%
MSCI Gelişen Pazarlar	5,6%	6,4%	35,5%	4,2%
MSCI EMEA	5,4%	5,1%	28,6%	2,5%
MSCI Doğu Avrupa	11,4%	17,6%	69,4%	4,0%
MSCI Dünya	1,6%	3,7%	20,3%	1,4%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-3,9%	0,7%	35,1%	-3,0%
MSCI EMEA	-4,1%	-0,4%	28,3%	-4,5%
MSCI Doğu Avrupa	1,5%	11,4%	69,0%	-3,2%
MSCI Dünya	-7,5%	-1,8%	20,0%	-5,6%

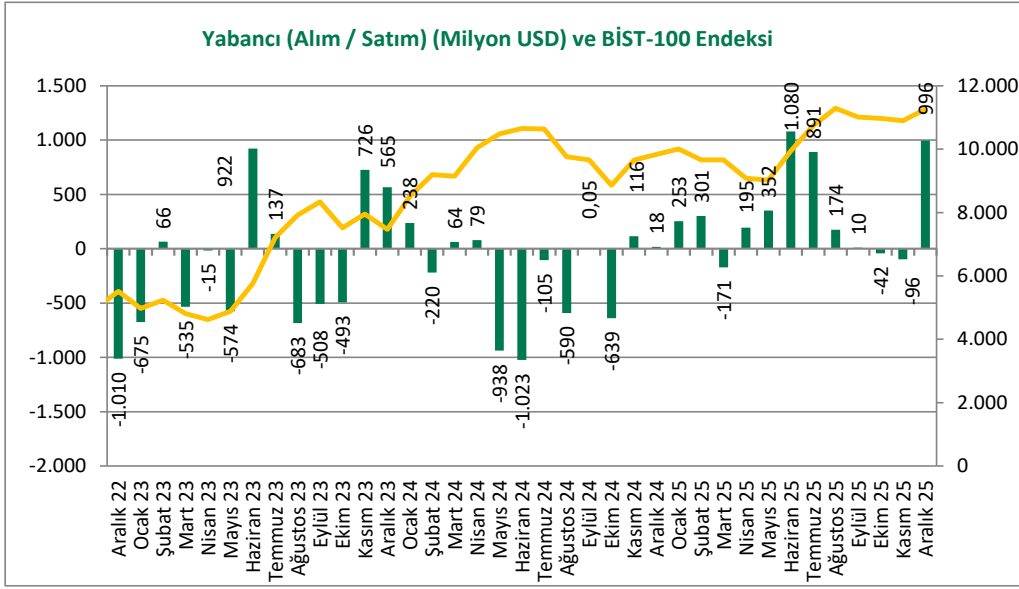
07 Ocak 2026 itibariyle

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

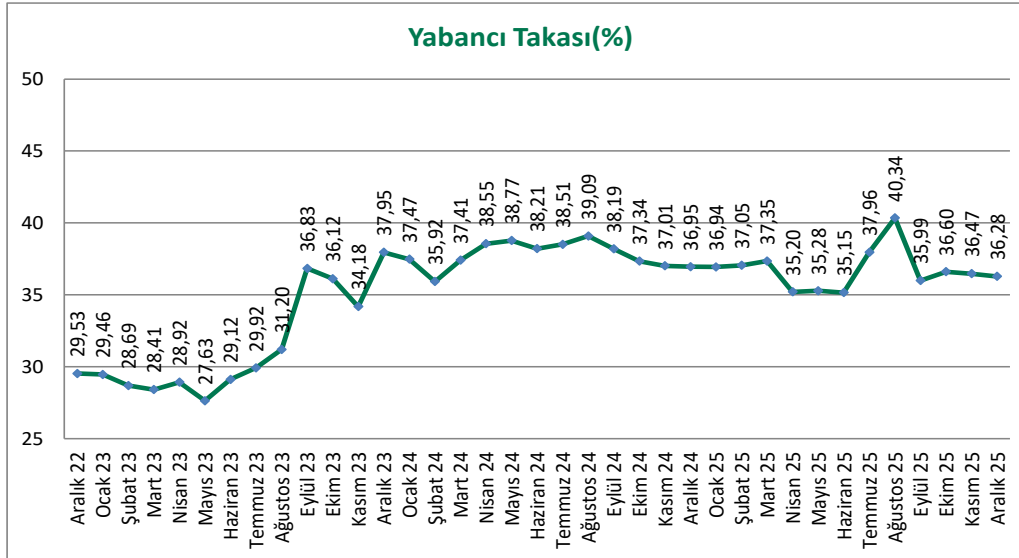


07 Ocak 2026 itibariyle

Yabancı payı...



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 yılında toplamda 3,94 milyar dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı sonunda %36,28 seviyesinde (2024:%36,95) gerçekleşti.

Önemli Tarihler...

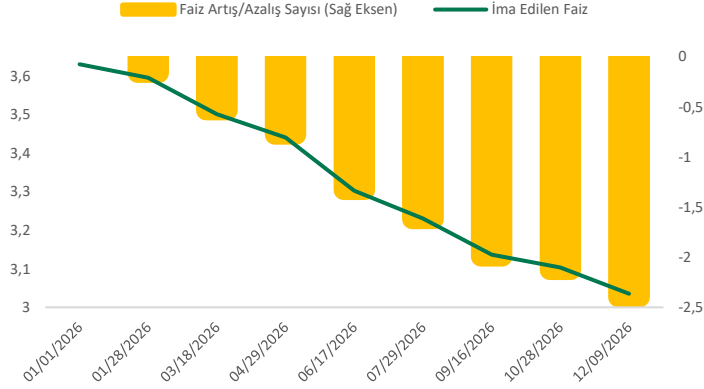
2026 YILI MERKEZ BANKALARININ TOPLANTI TARİHLERİ / ÖNEMLİ TARİHLER											
ÜLKE	TÜRKİYE	TCMB Enflasyon Raporu	Finansal istikrar Raporu	ABD	AVRUPA	İNGİLTERE	JAPONYA	Kredi Notu Tarihleri			MSCI Endeks Değişikliği
MERKEZ BANKASI	TCMB			FED	ECB	BOE	BOJ	MOODY'S	S&P	FITCH	
OCAK	22			28			23	23		23	
ŞUBAT		12			5	5					
MART	12			18*	19	19	19				2
NİSAN	22			29	30	30	28		17		
MAYIS		14	22								
HAZİRAN	11			17*	11	18	16				1
TEMMUZ	23			29	23	30	31	24		17	
AĞUSTOS		13									
EYLÜL	10			16*	10	17	18				1
EKİM	22			28	29		30		16		
KASIM		12	27			5					
ARALIK	10			9*	17	17	18				1
* Fed Ekonomik Projeksiyonlar (tahminler) açıklanacak.											

Makro Ekonomi

Ocak 2026

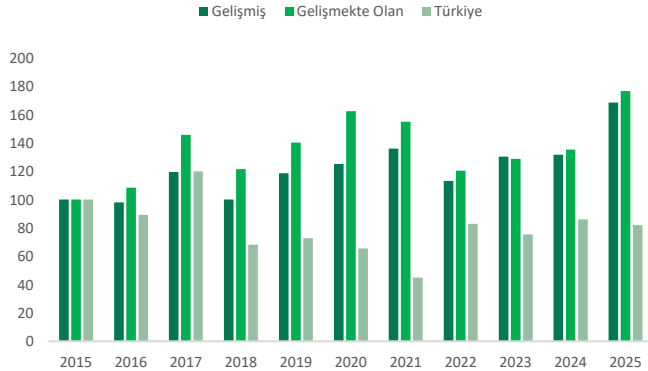
Küresel Finansal Piyasalar

Faiz Artış/Azalışı ve İma Edilen Politika Faizi



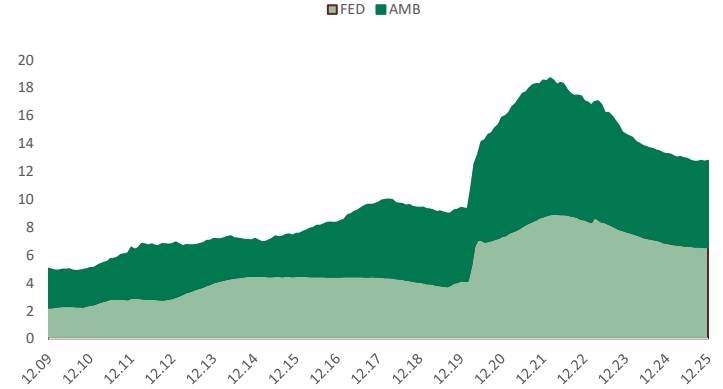
Fed 2025'i %3,64 seviyesinde efektif faiz oranıyla tamamladı. Piyasalar Fed'in 2026 yıl sonuna kadar yumuşak inişe devam ederek iki faiz indirimi daha yapmasını fiyatlıyor (yıl sonu %3). Gelişmekte olan piyasalar ve risk iştahı için olumlu bir para politikası duruşu...

MSCI Endeksleri (2015 =100)



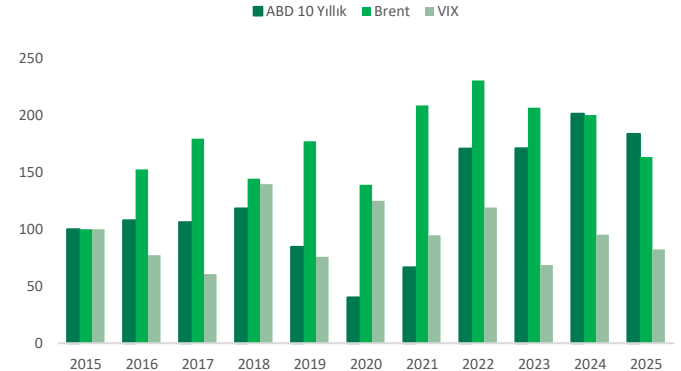
MSCI endeksleri 2025 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından görece pozitif bir dönem geçirmiştir. Aynı dönemde Türkiye USD bazlı negatif ayrılmış ve yaklaşık %4,7 değer kaybetmiştir. Bu gerilemenin de birikimli etkisiyle 2026 Türkiye açısından cazip fırsatlar barındırıyor.

Merkez Bankaları Bilançoları (Trilyon USD)



İki büyük merkez bankası (Fed ve AMB) bilanço büyüklüğünde 2022 zirvesine göre yaklaşık 6 trilyon USD küçülmeye gitti. Bilanço küçülmesi her ne kadar hız kesmiş olsa da, risk iştahı üzerinde likidite kaynaklı baskı yaratmaya devam edecek.

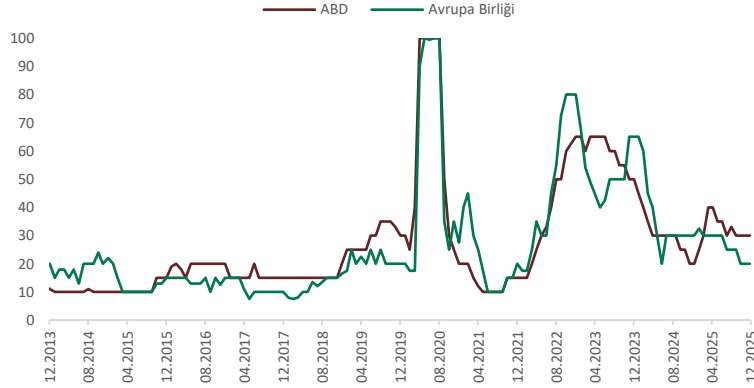
Piyasa Göstergeleri (2015 =100)



2025 boyunca önceki yıla kıyasla hem ABD tahvil faizleri, hem petrol fiyatları hem de oynaklık/risk göstergesi endeksleri düşüş kaydetmiştir. Yıl içindeki hisse senedi performanslarını pozitif etkileyen bu indikatörler, on yıllık ortalamaları dikkate alındığında da tahvil faizleri hariç düşük seyrediyor. 2026 risk iştahı için pozitif bir atmosfer...

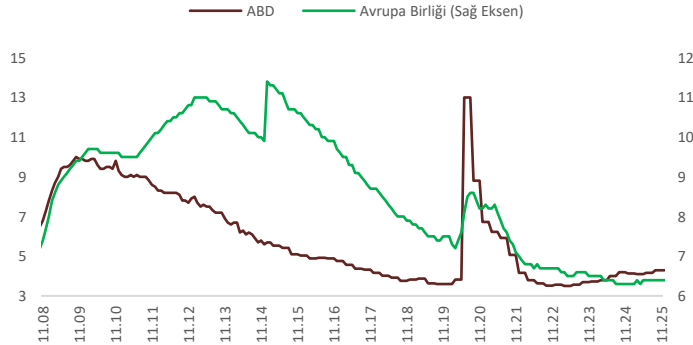
Küresel Reel Piyasalar

Resesyon Olasılığı (%)



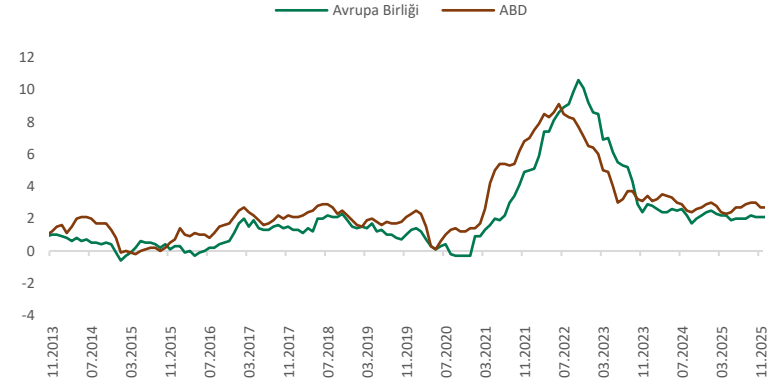
Önden yüklemeli faiz indirimleri Avrupa Birliği'nde resesyon ihtimalini %20 seviyelerine kadar düşürmüş, faiz indirimi konusunda daha ihtiyatlı davranan ABD'de ise bu oran %30 seviyelerine gerilemiştir. İki bölge arası farklılaşmaya rağmen piyasalar resesyon ihtimalini düşük görüyor.

İşsizlik Oranları (%)



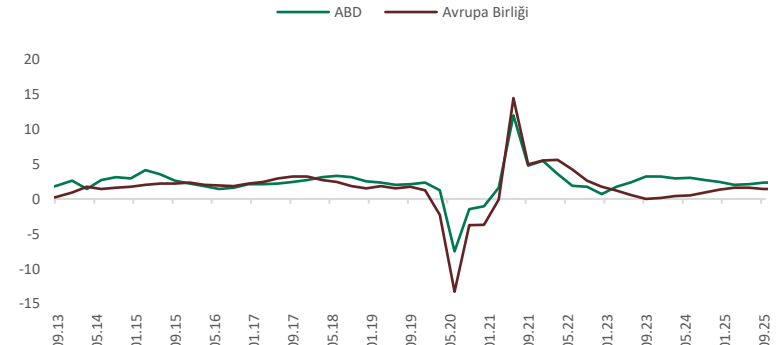
Para politikası duruşu için ekonomideki soğuma ve istihdam piyasasındaki gelişmeler Fed ve AMB tarafından yakından takip ediliyor. Faiz indirimleri Avrupa'da görece yüksek fakat yatay işsizlik oranını beraberinde getirirken, Fed kademeli artış kaydeden işsizlik oranı nedeniyle faiz indirimlerine devam edecek.

Enflasyon Oranları (Yıllık, %)



Enflasyon hedefine büyük ölçüde ulaşan Avrupa Birliği'nde para politikası duruşu daha gevşek iken, enflasyonda daha katı bir görünüme sahip ABD'de faiz indirimi için alan bulunuyor. 2026 boyunca ABD'de enflasyonun yataya yakın ve Avrupa Birliği'nde sınırlı düşüş kaydedeceği bir görünüm mevcut.

Büyüme (Yıllık, %)



Faiz indirimlerine rağmen reel ekonomik aktivitede belirgin canlanma yaratamayan Avrupa'da temel sorun katma değer yaratan sektörlerin ABD ve Çinli rakiplerinin gerisinde kalması. Büyümenin 2026 yılında Avrupa'da sınırlı yavaşlaması ve ABD'de yataya yakın seyirle sürmesini bekliyoruz.

Para Politikası ve Enflasyon Görünümü

2025 sıkı para politikası duruşunun sürdürüldüğü ve kademeli faiz indirimlerinin devamıyla kapandı. 2026 yılında para politikasında, TL ve döviz likidite yönetimi fiyat istikrarına ulaşırken politika faizini tamamlayıcı araçlar olarak kullanılmaya devam edecektir. Bu kapsamda 2025 boyunca KKM bakiyeleri kademeli olarak azalmış ve 0,3 milyar USD seviyesine gerilemiştir. Aynı dönemde liralasma stratejisi kapsamında TL mevduat payı %61 seviyesine yükselmiştir.

USDTRY döviz kurunda görece sakin bir seyir ve TL’de yaklaşık %9,4 bir reel değerlendirme ile 2025 tamamlandı. 2026’da reel değerlenmenin sınırlı olacağı ve enflasyona yakın bir USDTRY hareketi bekliyoruz.

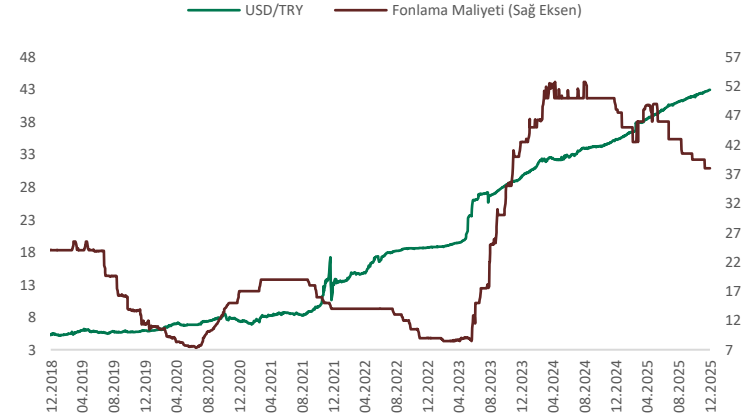
Politika faizi 2025 yılı boyunca toplamda 950 baz puan indirimle %38 seviyesine çekilmiştir. Enflasyon görünümü odaklı kademeli indirimlerin 2026 boyunca devam etmesini ve yılı %28-30 bandında bir politika faiziyle tamamlayacağımızı tahmin ediyoruz.

Sistemdeki likidite fazlası yıl başında 846 milyar TL iken 2025 sonu itibariyle 476 milyar TL seviyesine gerilemiştir. 370 milyar TL tutarındaki azalış para tabanındaki ve net iç borçlanmadan kaynaklı değişimlerin sonucudur. Likidite yönetimi kapsamında mevcut API portföyü yaklaşık 262 milyar TL iken 2026 hedefi 450 milyar TL olarak açıklanmıştır.

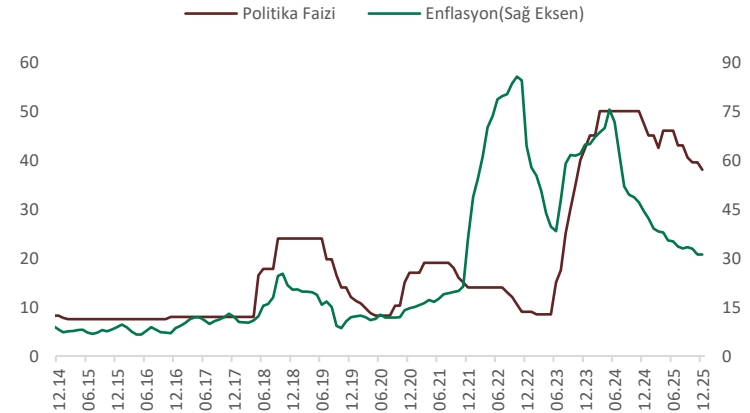
Döviz likiditesi ve rezervler para politikası hedeflerini desteklemeye ve ekonomik şoklara karşı tampon görevi görmeye devam edecektir. Swap ihalelerinde döviz karşılığı TL stoku sıfırlanmış ve altın karşılığı TL 31,9 tona ulaşmıştır. Ayrıca brüt rezervler 190,8 milyar USD ve swap hariç net rezervler 66 milyar USD seviyesine yükselmiştir.

2026 para politikasının temel amacı fiyat istikrarı doğrultusunda devam edecektir. Bu temel hedefe ulaşırken TCMB, kısa vadeli ara hedeflerle gerçekleşen enflasyonu hedeflenen enflasyona yakınsatmayı amaçlıyor. Para politikasına talep/arz yönlü yurtdışı/yurtdışı kaynaklı dışsal bir şok gelmediği varsayımı altında yılı yaklaşık %21-25 bandında bir enflasyonla tamamlayacağımızı öngörüyoruz.

Döviz Kuru ve Fonlama Maliyeti



Enflasyon ve Politika Faizi

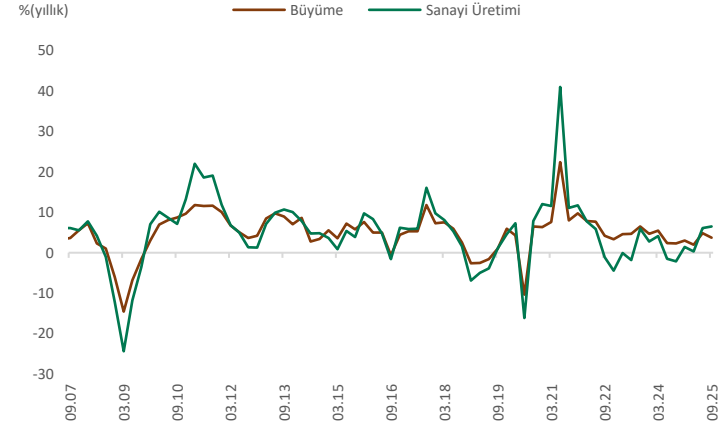


Büyüme ve Cari Denge

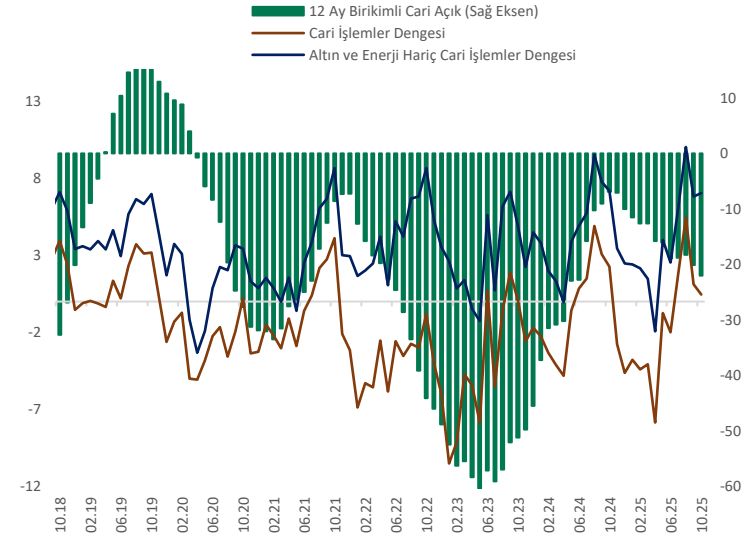
Para politikası süreci 2023 sonrası inşa edilirken temel öncelik büyüme ve üretimden ödün verilmeden dezenflasyon patikasını tamamlamaktır. Görece sıkı para politikasına rağmen büyüme rakamları oldukça pozitif seyrediyor. 2025 üçüncü çeyrek itibarıyla yıllık büyüme %3,7 seviyesinde seyrederken nihai tüketim büyümenin motoru olmaya devam ediyor. Buradan talep/tüketim göstergelerinin hedeflenen çıktı açığı düzeyinde olmadığı anlıyoruz. Büyümeye yatırımdan son çeyrekte gelen katkının sürdürülebilir büyüme açısından önemli olduğunu ve bu etkinin faiz indirimleriyle 2026 boyunca devam edeceğini tahmin ediyoruz. 2023 sonrası sanayi üretimi-büyüme döngüsündeki korelasyon zayıflamıştı fakat 2025 son çeyrek itibarıyla üretimin büyüme göstergelerine yakınsadığını görüyoruz. Tüketimden ziyade üretim/yatırım yanlı büyüme hem istihdam hem de enflasyon göstergeleri açısından daha pozitif bir makro finansal görünüm sağlayacaktır.

Ödemeler dengesinde 2024 yılında rekor düşük seviyelere gerileyen cari açık 2025 sonunda 10,4 milyar USD düzeyinde gerçekleşmişti (15 yıllık ortalama 30,4 milyar USD). Sıkı para politikasının özellikle ithal talebi sınırlaması pozitif bir atmosfer yaratırken, kademeli faiz indirimleri cari açıkta 2025 boyunca artışı beraberinde getirdi. Yılı yaklaşık 24-25 milyar USD cari açıkla tamamlayacağımızı düşünüyoruz. 2026 boyunca faiz indirimlerine paralel 26-30 milyar USD seviyesinde bir cari açık beklentimiz var. Açığın finansman kalitesi de değişiyor. Kısa vadeli mevduat/kredi ağırlığının portföy yatırımlarına doğru kayacağı bir döneme giriyoruz. Cari açığın sürdürülebilir seviyelerde kalması hem finansal kırılganlığı azaltacak hem de kur ve ithal fiyatlardan gelen enflasyonist baskıları hafifletecektir.

Büyüme ve Sanayi Üretimi



Cari Denge (Milyar USD)



2026 Makro Tahminler

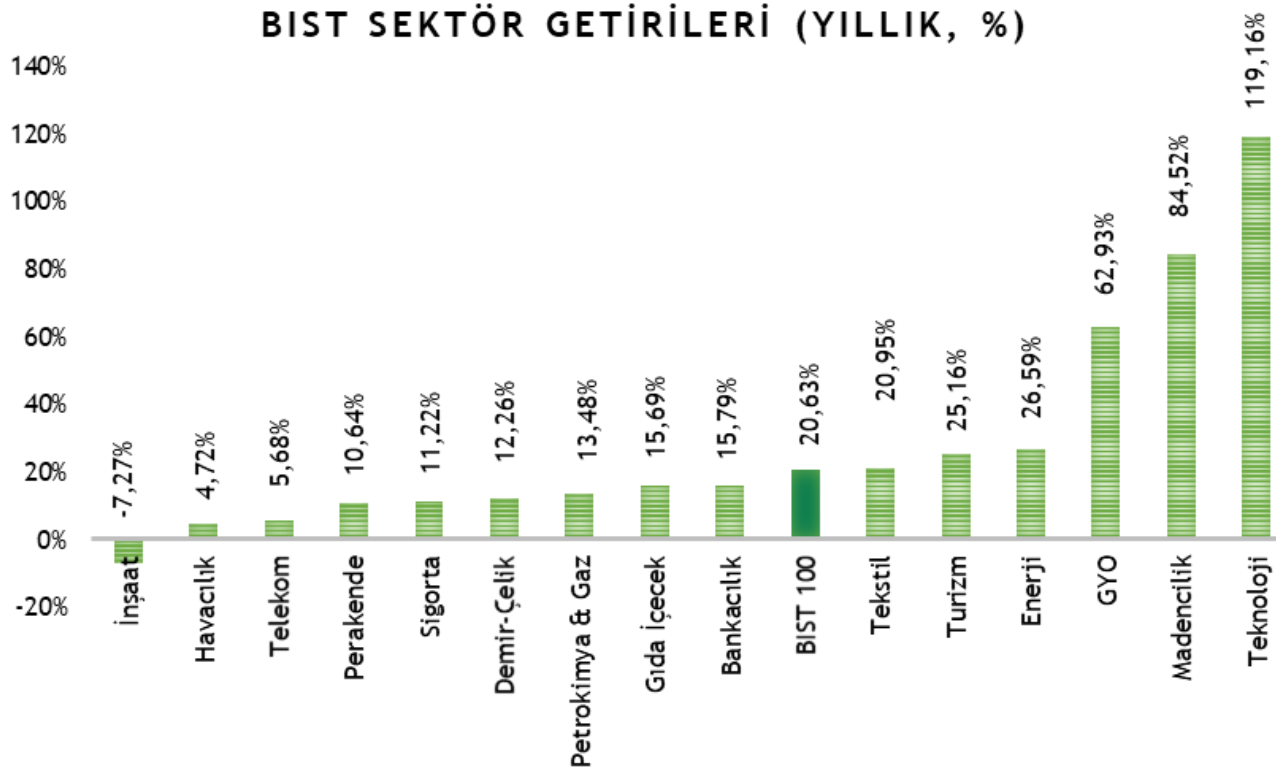
Bu varsayımlar ve temel çerçeve dahilinde, 2025 yılına ilişkin gerçekleşmeler ve 2026 makro tahminlerimizi aşağıdaki tabloda görebilirsiniz:

		<u>2025</u>	<u>2026</u>
Dolar/TL	Dönem Sonu	42,954	52,787
	Dönem Ortalaması	39,627	49,811
Euro/TL	Dönem Sonu	50,454	63,397
	Dönem Ortalaması	45,056	59,278
Euro/Dolar	Dönem Sonu	1,175	1,201
	Dönem Ortalaması	1,135	1,190
TÜFE Enflasyon	Dönem Sonu	30,9%	22,9%
	Dönem Ortalaması	36,0%	26,9%
Çekirdek Enflasyon	Dönem Sonu	31,7%	21,9%
	Dönem Ortalaması	34,0%	24,9%
10 Yıl Bono Faizi	Dönem Sonu	29,0%	22,8%
Politika Faizi	Dönem Sonu	38,00%	29,00%
GSYİH	Dönem Sonu	3,4%	4,2%
GSYİH (Milyar TL)	Dönem Sonu	58.252	74.032
GSYİH (Milyar Dolar)	Dönem Sonu	1.470	1.486
İşsizlik Oranı	Dönem Sonu	8,5%	8,3%
Bütçe Dengesi	GSYİH'ya Oranı	-3,9%	-3,5%
Faiz Dışı Denge	GSYİH'ya Oranı	-1,1%	-0,3%
Cari Açık	GSYİH'ya Oranı	-1,7%	-1,9%

Sektörler ve Şirketler

Ocak 2026

Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da 2025 yılsonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör yıllık %119,2 yükselişle teknoloji sektörü olmuştur.

Bankalar 2026 beklentiler

Marj Toparlanması Odaklı Kârlılık Dönemi

- Bankacılık sektörü, 2024 yılında zayıflayan kârlılığın ardından 2025 yılında belirgin bir toparlanma eğilimi sergilemiştir. Bu dönemde faiz gelirleri güçlü bir artış gösterirken, gerileyen enflasyonun etkisiyle ücret ve komisyon gelirlerindeki büyüme daha sınırlı kalmış; ancak üçüncü çeyrek itibarıyla söz konusu gelirler enflasyonun üzerinde artış kaydederek karlılığa katkı sağlamıştır. Buna karşılık, 2025 yılında kârlılık üzerindeki başlıca baskı unsurlarından biri beklenen zarar karşılıklarındaki artış olmuştur.
- 2026 yılında Türk bankacılık sektörü için temel temanın, düşen fonlama maliyetlerinin net faiz marjlarında belirgin bir toparlanma yaratması olacağını öngörüyoruz. 2025 yılında beklentilerin bir miktar altında kalan faiz indirimleri nedeniyle ötelenen marj iyileşmesinin, 2026 yılında daha net şekilde kârlılığa yansımaları bekliyoruz. Bu doğrultuda, sektör kârlılığının ana belirleyicisinin net faiz marjı genişlemesi olacağını düşünüyoruz.
- 2025 yılında bankaların kârlılığını güçlü biçimde destekleyen net ücret ve komisyon gelirlerinin, 2026 yılında aynı ölçüde belirleyici olmayacağını düşünüyoruz. Ücret ve komisyon gelirleri artış hızında yavaşlama beklerken, faaliyet giderleriyle karşılaştırıldığında komisyon/gider rasyosunda normalleşme eğilimi öngörüyoruz. Bununla birlikte, ödeme sistemleri ve dijitalleşme kaynaklı gelirlerin devam eden katkısı sayesinde, komisyon/gider rasyosundaki iyileşmenin ivme kaybetmekle birlikte sınırlı bir gerileme göstermesini bekliyoruz.
- Aktif kalitesi tarafında, 2026 yılında sorunlu kredilerde artış eğiliminin devam edeceğini, ancak bu artışın sektör genelinde yönetilebilir seviyelerde kalacağını öngörüyoruz. Bu ortamda, takipteki kredi oranı düşük, karşılık oranları yüksek ve risk maliyetini kontrol edebilen bankaların değerlendirme açısından pozitif ayrışmasını bekliyoruz.
- Makro tarafta, TCMB'nin 2025 yılında uyguladığı sıkı para politikası ve rezervlerdeki toparlanmanın desteklediği finansal istikrar görünümü, ülke risk priminde (CDS) belirgin bir gerileme sağladı. CDS'teki bu olumlu seyrin 2026 yılında da korunmasını ve bankacılık sektörünün değerlendirme çarpanlarını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.
- Bu çerçevede, 2026 yılında swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjında tepe seviyenin 3Ç26'da görülmesini, marjlardaki toparlanmanın ise sektör kârlılığını belirgin biçimde desteklemesini modelliyoruz. Ücret ve komisyon gelirlerinin katkısının görece olarak azalmasına rağmen, net faiz marjı kaynaklı kârlılık artışının, sektör genelinde güçlü bir net kâr büyümesi yaratmasını bekliyoruz.

Bankalar 2026 beklentiler

Marj Toparlanması Odaklı Kârlılık Dönemi

- Takibimizde bulunan bankaların 2025 yılında ortalama %48 net kâr artışı kaydetmesini, 2026 yılında ise %80 büyümeye gerçekleştirmesini bekliyoruz. Net kâr artış beklentimizin temelinde, bankaların net faiz gelirlerinde (swap dahil) 2025 yılında kaydedilmesini beklediğimiz %189'lık artışı takiben, 2026 yılında %100 oranında artış öngörümüz yer almaktadır.
- Net ücret ve komisyon gelirlerinde ise 2026 yılında daha ılımlı bir büyümeye bekliyoruz. 2025 yılını %55 artışla kapatmasını öngördüğümüz komisyon gelirlerinin, 2026 yılında %29 oranında artış kaydetmesini tahmin ediyoruz. Buna ek olarak, zarar karşılıklarında 2025 yılında beklenen %125'lik yüksek artışın ardından, 2026 yılında %41 oranında artış öngörüyoruz; böylece karşılık giderlerinin kârlılık üzerindeki baskısının azalmasını bekliyoruz.
- Faaliyet giderleri tarafında, gerileyen enflasyon görünümüne paralel olarak artış hızında yavaşlama beklemekle birlikte, personel giderlerindeki güçlü artış ve devam eden altyapı yatırımları nedeniyle faaliyet giderleri artışının ortalama enflasyonun üzerinde, yaklaşık %32 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Özet Gelir Tablosu	(AKBNK, GARAN, ISCTR, HALKB, VAKBN, YKBNK Toplam)						
	2023	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T
Net faiz geliri (swap dahil)	309,985	186,524	538,259	1,075,583	-40%	189%	100%
Net ücret ve komisyon geliri	193,210	413,636	639,852	824,818	114%	55%	29%
Diğer*	205,807	215,745	147,003	191,108	5%	-32%	30%
Faaliyet brüt karı	709,002	815,905	1,325,113	2,091,509	15%	62%	58%
Faaliyet giderleri	311,781	500,449	742,469	983,725	61%	48%	32%
Karşılıklar öncesi brüt kar	397,221	315,457	582,645	1,107,785	-21%	85%	90%
Beklenen zarar karşılıkları (net)	82,239	95,301	214,226	302,017	16%	125%	41%
Net faaliyet karı	314,982	220,156	368,418	805,767	-30%	67%	119%
İştirak gelirleri	65,665	80,418	106,830	137,214	22%	33%	28%
Vergi öncesi kar	380,647	300,574	475,248	942,981	-21%	58%	98%
Vergi karşılığı	49,949	35,184	83,369	239,254	-30%	137%	187%
Net dönem karı	329,242	264,556	390,824	703,727	-20%	48%	80%

Diğer: Net ticari kar/zarar (swap maliyetleri hariç) ve diğer faaliyet gelirleri (kredi karşılık iptalleri hariç).

Model portföy değişikliği (Bankalar)

- Makroekonomik görünüm ile banka bilançolarına ilişkin varsayımlarımızdaki güncellemeler sonucunda, güncel hedef fiyatlarımıza göre takip ettiğimiz bankalar için ortalama %45 yükseliş potansiyeli öngörüyoruz.
- Ekonomi yönetiminin normalleşmesi ve uygulanan sıkı para politikası çerçevesinde enflasyondaki gerileme ile bu görünüm doğrultusunda oluşan faiz indirim beklentilerinin, hisse performansları üzerinde belirleyici olacağını düşünüyoruz. Ekonomide öngörülebilirliğin artmasıyla birlikte ülke risk primindeki pozitif seyrin 2026 yılında da devam etmesini ve kredi derecelendirme kuruluşlarından gelecek değerlendirmelerin de hisse performanslarını desteklemesini bekliyoruz.
- Düşen faiz ortamında sektör içinde öne çıkmasını beklediğimiz bankalar;
 - TL fonlama ağırlığı yüksek ve fonlama vadesi kısa,
 - Görece uzun vadeli kredi portföyüne sahip,
 - TL kredi payı yüksek,
 - TÜFE'ye endeksli menkul kıymet oranını azaltarak sabit faizli menkul kıymet ağırlığını artıran,
 - Ayrıca aktif kalitesi güçlü (düşük takipteki kredi oranı, yüksek karşılık oranı) bankalar olacaktır.
- **Tavsiye değişiklikleri:** Akbank, Garanti BBVA, İş Bankası, VakıfBank, Yapı Kredi Bankası ve TSKB için AL tavsiyemizi, HalkBank için ise TUT tavsiyemizi koruyoruz. Akbank ve İş Bankası yer alan model portföyümüze Yapı Kredi Bankasını ekliyoruz.

Hedef fiyat ve tavsiye değişiklikleri

Bankalar	Eski Hedef Fiyat	Yeni Hedef Fiyat	Fark	Kapanış	Getiri Potansiyeli	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye
AKBNK	88.90	108.10	22%	72.30	50%	AL	AL
GARAN	172.28	203.65	18%	146.20	39%	AL	AL
HALKB	34.19	46.32	35%	42.02	10%	TUT	TUT
ISCTR	18.80	26.25	40%	14.42	82%	AL	AL
VAKBN	36.74	52.28	42%	32.96	59%	AL	AL
YKBNK	41.36	62.17	50%	37.64	65%	AL	AL
TSKB	18.86	20.06	6%	13.50	49%	AL	AL
	411.13	518.83	26%	359.04	45%		

Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma. Kapanış fiyatları 7 Ocak 2026

Model portföy değişikliği (Bankalar)

Yapı Kredi Bankası'nı model portföyümüze ekliyoruz. Model portföyümüzde Akbank, İş Bankası ve Yapı Kredi Bankası yer almaktadır.

- **Akbank'ın**, 2026 yılında düşen faiz ortamında; yüksek TL fonlama payı ile yüksek getirili ve uzun vadeli TL sabit faizli menkul kıymet portföyünün desteğiyle dengeli bir marj performansı sergilemesini bekliyoruz. Bankanın güçlü bilanço yapısı, yüksek sermaye yeterlilik oranı, düşük Aşama 2 kredi oranı ve yüksek komisyon/gider oranı öne çıkan temel unsurlar arasında yer almaktadır.
- **İş Bankası'nın** 2026 yılında güçlü vadesiz mevduat oranı ve çeşitlendirilmiş faiz getirili aktif yapısı ile öne çıkmasını bekliyoruz. Bankanın düşük takipteki kredi oranı, güçlü karşılık seviyesi, son dönemde hızlı toparlanan net faiz marjı ve etkin maliyet yönetimi temel güçlü yönler arasında yer almaktadır. Son dönemde kârlılık açısından görece geri planda kalan bankanın, 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde net kâr artışı kaydetmesini bekliyoruz.
- **Yapı Kredi Bankası**, takibimizdeki bankalar arasında en yüksek toplam vadesiz mevduat oranına ve en yüksek TL vadesiz mevduat oranına sahip banka olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca bankanın kısa vadeli TL mevduatının toplam mevduat içindeki payının yüksek olması, fonlama tarafında yeniden fiyatlamaya oldukça elverişli bir yapı sunmaktadır.

Şeker Yatırım vs. Bloomberg Konsensüs Kâr Tahminleri

Bankalar Solo, mn TL)	2025T			2026T		
	Şeker Yatırım	Konsensüs	Fark %	Şeker Yatırım	Konsensüs	Fark %
AKBNK	59,492	62,809	-5%	107,239	112,200	-4%
GARAN	115,206	114,051	1%	165,863	170,857	-3%
ISCTR	63,430	60,886	4%	133,558	104,170	28%
YKBNK	59,492	54,281	10%	107,239	98,162	9%
Birinci Grup Bankalar	297,620	292,027	2%	513,899	485,389	6%
TSKB	11,217	12,450	-10%	13,408	16,632	-19%
İkinci Grup Bankalar	11,217	12,450	-10%	13,408	16,632	-19%
Takibimizdeki Bankalar	308,837	304,477	1%	527,307	502,021	5%

Kaynaklar: Bloomberg, Şeker Yatırım Araştırma

Akbank (AL, Hedef: 108,10 TL)

Dengeli Marj, Güçlü Büyüme, Kontrollü Risk

Akbank'ın, 2026 yılında düşen faiz ortamında; yüksek TL fonlama payı ile uzun vadeli ve yüksek getirili TL sabit faizli menkul kıymet portföyünün desteğiyle dengeli bir marj performansı sergilemesini bekliyoruz. Güçlü bilanço yapısı, yüksek sermaye yeterlilik oranı, düşük Aşama 2 kredi oranı ve yüksek komisyon/gider rasyosu bankanın öne çıkan temel güçlü yönleri arasında yer almaktadır.

Faiz indirim sürecinde kontrollü marj toparlanması. 2026 yılında politika faizinde beklenen kademeli indirimlerle birlikte net faiz marjında iyileşme öngörüyoruz. Etkin fonlama yönetimi sayesinde fonlama maliyetlerinin optimize edileceğini, kısa vadeli mevduatlar içerisindeki yüksek TL payı ile aktif ve menkul kıymet portföyündeki TL ağırlığının marj oynaklığını sınırlandıracağını düşünüyoruz. Bu yapı, düşen fonlama maliyetleriyle birlikte marj gelişimine ek katkı sağlayacaktır.

Pazar payı kazanımlarıyla desteklenen kredi büyümesi. TL kredilerde son dönemde güçlü pazar payı artışı sergileyen Akbank'ın, 2026 yılında enflasyonun üzerinde kredi büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Sağlam sermaye yapısı ve geniş müşteri tabanı, bankanın kredi büyümesinde sektör ortalamasının üzerinde performans göstermesini desteklemektedir.

Sağlam aktif kalitesi ve yönetilebilir risk maliyeti. Görece düşük Aşama 2 kredi oranı sayesinde, 2026 yılında takibe dönüşümün sınırlı kalmasını bekliyoruz. Güçlü karşılık seviyesi dikkate alındığında, net kredi riski maliyetinin 150-175 baz puan aralığında gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Komisyon gelirleriyle desteklenen kârlılık görünümü. Net ücret ve komisyon gelirlerinin 2026 yılında daha ılımlı bir büyüme sergilemesini beklemekte birlikte, ödeme sistemleri ve dijital bankacılık gelirlerinin kompozisyonu desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılamayı sürdürmesi, kârlılığa pozitif katkı sağlamaya devam edecektir.

Net faiz marjındaki toparlanma, güçlü kredi büyümesi ve kontrollü risk maliyeti varsayımları altında, Akbank'ın 2026 yılında yaklaşık %32 seviyesinde özkaynak kârlılığı elde edeceğini tahmin ediyoruz. **Akbank için 2025 yılında %40, 2026 yılında ise %80 net kâr büyümesi öngörüyoruz; 108,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.**

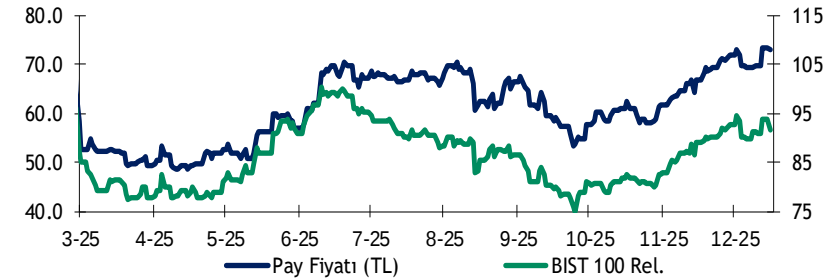
Getiri Potansiyeli: %50

Piyasa Değeri (TLmn)	375,960	Beta (12A)	1.21
Piyasa Değeri (USD mn)	8,750	Ort. Günlük Hacim	6,688
Kapanış	72.30	Yabancı Payı	49.6%
12 Ay Yüksek	75.05	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	47.88	Ağırlık	5.38%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	41,766	64,124	130,357	186,629
% Fark, Yıllık	-29.9%	53.5%	103.3%	43.2%
Net ücret ve komisyon geliri	69,162	115,033	146,011	177,295
% Fark, Yıllık	124.3%	66.3%	26.9%	21.4%
Net kar	42,366	59,492	107,239	150,085
% Fark, Yıllık	-36.3%	40.4%	80.3%	40.0%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.9%	3.8%	3.9%	3.5%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1.4%	2.2%	1.6%	0.8%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2.4%	2.8%	3.9%	4.3%
Ortalama aktif getirisi	2.0%	2.1%	2.8%	3.0%
Ortalama özkaynak getirisi	19.0%	22.6%	31.8%	33.5%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	2.9	8.0	6.3	3.5
F/DD	0.9	1.4	1.3	0.9



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	7.9	22.3	6.4	14.2
US\$ Getiri (%):	6.4	18.5	-1.7	-6.2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-1.3	10.0	-10.6	-5.4

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Garanti BBVA (AL, Hedef: 203,65 TL)

Yüksek aktif kârlılığı, sınırlı artış potansiyeli.

Garanti BBVA, rakiplerine kıyasla daha düşük kaldıraç oranına sahip olmasına rağmen sektör ortalamasının üzerinde seyreden özkaynak kârlılığı ile öne çıkmaktadır. Mevcut kârlılık seviyesinin görece yüksek olması nedeniyle, 2026 yılında kârlılık artışının rakip bankalara kıyasla daha sınırlı kalmasını bekliyoruz.

Güçlü marj seviyesi, sınırlı genişleme alanı. Swap dahil net faiz marjı tarafında rakiplerine kıyasla güçlü bir konumda bulunan Garanti BBVA'da, düşen fonlama maliyetlerine rağmen baz etkisi nedeniyle 2026 yılında daha sınırlı bir marj genişlemesi bekliyoruz.

TL kredi ağırlığıyla desteklenen gelir yapısı. Faiz getirili aktifler içerisinde TL kredi payının takip ettiğimiz bankalar arasında en yüksek seviyede olması, Garanti BBVA'nın rakiplerine kıyasla kârlılık açısından ayrışmasının temel nedenlerinden biri olarak öne çıkmaktadır. Yüksek kredi oranı ve düşük menkul kıymet portföyü nedeniyle görece daha riskli bir aktif kompozisyonuna sahip olan bankada, sektör ortalamasının altında seyreden kaldıraç oranı bu riski dengeleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Yönetilebilir aktif kalitesi, görece yüksek risk maliyeti. Görece yüksek Aşama 2 kredi oranı nedeniyle 2026 yılında takipteki kredi oranında yönetilebilir düzeyde bir artış öngörüyoruz. Garanti Bankası'nın 2026 yılında kredi karşılıklarını güçlendirmesini beklemekle birlikte, net kredi riski maliyetinin 175-200 baz puan aralığında gerçekleşmesini beklemekteyiz.

İlimli komisyon büyümesi, artan gider baskısı. Mevcut durumda oldukça güçlü seviyelerde bulunan komisyon/gider rasyosunun 2026 yılında sınırlı bir gerileme kaydetmesini bekliyoruz. Net ücret ve komisyon gelirlerinin 2026'da daha ılımlı bir büyüme sergileyeceğini; bankanın planlı yatırımları doğrultusunda faaliyet giderlerinin ise sektör ortalamasının bir miktar üzerinde seyredeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, komisyon/gider rasyosunun %85-90 bandına gerilemesini bekliyoruz.

Garanti için 2025 yılında %25, 2026 yılında ise %44 net kâr büyümesi öngörüyoruz. 203,65 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

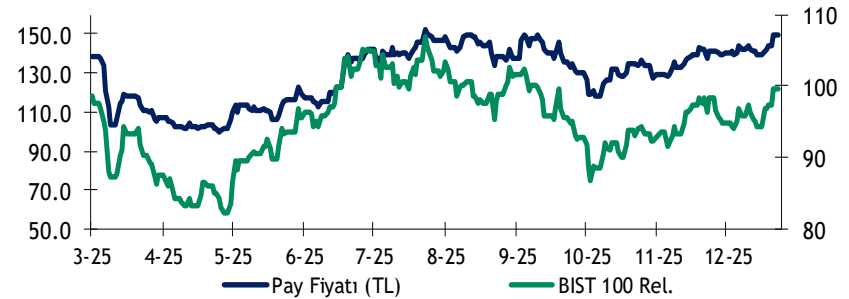
Getiri Potansiyeli: %39

Piyasa Değeri (TLmn)	614,040	Beta (12A)	1.21
Piyasa Değeri (USD mn)	14,291	Ort. Günlük Hacim	3,809
Kapanış	146.20	Yabancı Payı	8.8%
12 Ay Yüksek	154.50	Halka Açıklık (%)	14.0%
12 Ay Düşük	98.75	Ağırlık	2.37%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	70,413	139,179	230,272	315,247
% Fark, Yıllık	1.2%	97.7%	65.4%	36.9%
Net ücret ve komisyon geliri	94,124	143,297	187,933	231,379
% Fark, Yıllık	130.9%	52.2%	31.1%	23.1%
Net kar	92,175	115,206	165,863	222,742
% Fark, Yıllık	5.5%	25.0%	44.0%	34.3%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.2%	3.4%	3.8%	3.2%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1.2%	1.9%	1.8%	1.2%
Net faiz marjı (Düzeltilmiş)	3.5%	4.8%	5.8%	6.1%
Ortalama aktif getirisi	4.0%	3.6%	3.7%	3.8%
Ortalama özkaynak getirisi	32.6%	30.6%	33.7%	33.9%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	2.8	5.7	5.3	3.7
F/DD	1.00	1.58	1.45	1.12



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	3.3	8.7	7.2	19.4
US\$ Getiri (%):	1.9	5.3	-1.0	-2.0
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-5.5	-2.3	-9.9	-1.0

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

HalkBank (TUT, Hedef: 46,32 TL)

Getiri Potansiyeli: %10

Faiz indirim döngüsünde avantajlı bilanço yapısı.

Halkbank'ın TL mevduat ağırlıklı fonlama yapısı ve uzun vadeli kredi portföyü sayesinde faiz indirim sürecinde görece avantajlı bir konumda olduğunu düşünüyoruz. Faizlerin yükseldiği dönemde rakiplerine kıyasla daha olumsuz etkilenen bankanın, faiz indirim döngüsünde daha güçlü bir toparlanma sergilemesini ve 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde net kâr artışı kaydetmesini bekliyoruz.

Uzun vadeli kredi yapısıyla desteklenen marj toparlanması. Rakiplerine kıyasla daha uzun vadeli kredi kompozisyonu, düşen faiz ortamında fonlama maliyetlerindeki gerilemeyi kredi-mevduat makası açısından daha etkin değerlendirmesine olanak tanımaktadır. Net faiz marjında son dönemde başlayan toparlanmanın 2026 yılında da sürmesini bekliyoruz. Kısa vadeli kredi oranının özel mevduat bankalarına kıyasla düşük olması ve ortalama kredi vadesinin uzunluğu marj görünümünü desteklemektedir.

TL mevduat ağırlıklı fonlama, dengelenen maliyet baskısı. Vadesiz TL mevduat oranı ve toplam mevduatlar içerisindeki yüksek TL payı fonlama tarafında bankayı desteklerken, mevduata olan yüksek bağımlılık rakiplerine kıyasla daha yüksek mevduat maliyetine yol açmaktadır. Bununla birlikte, son dönemde azalma eğilimi gösteren bu bağımlılığın 2026 yılında da sınırlayıcı bir unsur olmaya devam etmesini, ancak etkisinin kademeli olarak zayıflamasını bekliyoruz.

Menkul kıymet ve TÜFE duyarlılığı yüksek bilanço. Toplam menkul kıymetler ile TÜFE endeksli menkul kıymetlerin aktifler içerisindeki payının yüksek olması, bankanın 2026 yılında menkul kıymet getirilerindeki değişimlere rakiplerine kıyasla daha duyarlı bir bilanço yapısına sahip olduğuna işaret etmektedir.

Sermaye kısıtı nedeniyle temkinli büyüme. Yüksek kaldıraç seviyesi ve görece sınırlı sermaye yeterliliği dikkate alındığında, aktif büyümesinin ağırlıklı olarak menkul kıymet portföyü üzerinden gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, kredi büyümesinin 2026 yılında sektör ortalamasının bir miktar altında kalacağını öngörüyoruz.

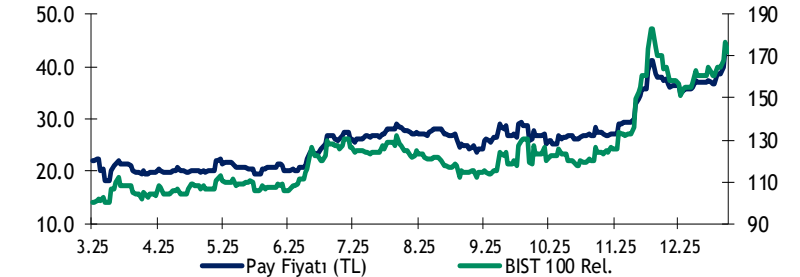
Halkbank için 2025 yılında %68, 2026 yılında ise %136 net kâr büyümesi öngörüyoruz. 46,32 TL hedef fiyat ile TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Piyasa Değeri (TLmn)	301,904	Beta (12A)	1.24
Piyasa Değeri (USD mn)	7,027	Ort. Günlük Hacim	1,488
Kapanış	42.02	Yabancı Payı	0.5%
12 Ay Yüksek	44.70	Halka Açıklık (%)	9.0%
12 Ay Düşük	16.74	Ağırlık	0.75%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	4,964	77,197	159,138	197,743
% Fark, Yıllık	-77.5%	1455.0%	106.1%	24.3%
Net ücret ve komisyon geliri	39,367	59,750	79,257	97,953
% Fark, Yıllık	107.8%	51.8%	32.6%	23.6%
Net kar	15,105	25,410	59,962	75,859
% Fark, Yıllık	49.4%	68.2%	136.0%	26.5%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.1%	3.6%	4.3%	3.9%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	-0.4%	1.2%	1.7%	1.3%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	1.0%	2.8%	4.4%	4.6%
Ortalama aktif getirisi	0.6%	0.7%	1.3%	1.4%
Ortalama özkaynak getirisi	11.0%	14.4%	26.5%	26.6%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	11.9	5.0	4.0	3.2
F/DD	1.5	1.2	0.9	0.8



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	13.7	52.8	63.8	149.9
US\$ Getiri (%):	12.1	48.0	52.0	105.1
BİST 100 Relatif Getiri (%):	5.3	35.9	35.4	104.5

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

İş Bankası (AL, Hedef: 26,25 TL)

Getiri Potansiyeli: %82

Güçlü fonlama yapısı ve toparlanan kârlılık görünümü

İş Bankası'nın 2026 yılında yüksek vadesiz mevduat oranı ve çeşitlendirilmiş faiz getirili aktif yapısı ile öne çıkmasını bekliyoruz. Düşük takipteki kredi oranı, güçlü karşılık seviyesi, toparlanan net faiz marjı ve etkin maliyet yönetimi bankanın temel güçlü yönleri arasında yer almaktadır. Son dönemde kârlılık açısından görece geri planda kalan bankanın, 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde net kâr artışı kaydetmesini öngörüyoruz.

Faiz indirim sürecinde hızlanan marj toparlanması. 2026 yılında politika faizinde beklenen kademeli indirim sürecinde, kısa vadeli ve vadesiz mevduat oranının yüksek olması fonlama maliyetlerindeki düşüşün net faiz marjına daha hızlı yansımaları sağlayacaktır. Bu doğrultuda, 2026 yılında net faiz marjındaki güçlenmenin devam etmesini bekliyoruz.

Enflasyonun üzerinde kredi büyümesi ve aktif genişleme. 2026 yılında kredi büyümesinin ortalama enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Ticari kredi ağırlıklı portföy yapısı ve geniş müşteri ağı kredi büyümesini desteklerken, faiz getirili aktifler içerisindeki güçlü menkul kıymet portföyünün de aktif büyümesine katkı sağlamaya devam etmesini bekliyoruz.

Yönetilebilir aktif kalitesi ve kontrollü risk maliyeti. Takipteki kredi oranının rakiplerine kıyasla düşük seviyede olması, 2026 yılında kredi kalitesinde yaşanabilecek sınırlı bozulmanın yönetilebilir kalmasını desteklemektedir. İhtiyatlı risk yönetimi yaklaşımı ve güçlü karşılık oranları sayesinde, net kredi riski maliyetinin 2026 yıl sonunda 150-200 baz puan aralığında gerçekleşmesini bekliyoruz.

İlımlı komisyon büyümesi, dengeli gider görünümü. Net ücret ve komisyon gelirlerinde sektör geneline paralel olarak daha ılımlı bir artış öngörmekle birlikte, etkin maliyet yönetimi sayesinde komisyon/gider rasyosunun yatay seyretmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, komisyon gelirlerinin kârlılığa olan destekleyici etkisinin korunacağını düşünüyoruz.

Sektör ortalamasının üzerinde net kâr artışı beklentisi. Güçlü ticari kredi portföyü, sağlam fonlama yapısı ve ihtiyatlı risk yönetimi yaklaşımı ile İş Bankası'nın 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde güçlü net kâr artışı kaydetmesini bekliyoruz.

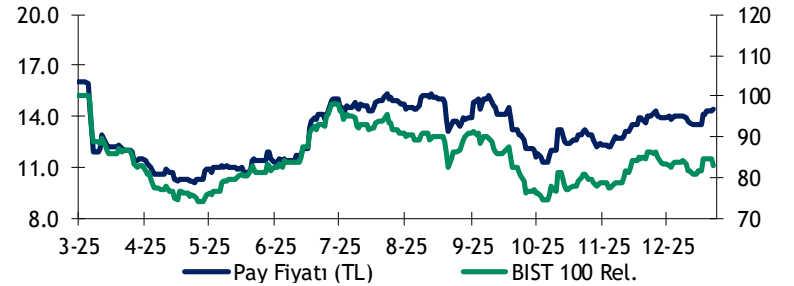
İş Bankası'nın 2025 yılında %39, 2026 yılında ise %110 net kâr büyümesi öngörüyoruz. 26,25 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

Piyasa Değeri (TLmn)	360,500	Beta (12A)	1.25
Piyasa Değeri (USD mn)	8,390	Ort. Günlük Hacir	6,476
Kapanış	14.42	Yabancı Payı	24.7%
12 Ay Yüksek	16.36	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	10.07	Ağırlık	3.08%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	-13,182	64,889	173,986	248,522
% Fark, Yıllık	a.d.	a.d.	168.1%	42.8%
Net ücret ve komisyon geliri	91,411	134,586	172,459	211,042
% Fark, Yıllık	115.4%	47.2%	28.1%	22.4%
Net kar	45,517	63,430	133,558	191,356
% Fark, Yıllık	-37.0%	39.4%	110.6%	43.3%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.1%	3.0%	3.5%	3.3%
Kredi riski maliyeti	1.1%	2.1%	1.8%	0.9%
Net faiz marjı (Swap dahil)	-0.5%	1.9%	3.7%	4.1%
Ortalama aktif getirisi	1.6%	1.6%	2.5%	2.8%
Ortalama özkaynak karlılığı	15.8%	17.8%	29.4%	32.2%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	7.4	5.7	2.7	1.9
F/DD	1.06	0.90	0.68	0.52



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	2.5	11.9	4.3	4.5
US\$ Getiri (%):	1.1	8.4	-3.6	-14.2
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-6.2	0.6	-12.3	-13.3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

TSKB (AL, Hedef: 20,06 TL)

Ücret ve komisyon gelirlerinde normalleşme

TSKB, uzun vadeli ve sürdürülebilir kredi büyümesi, güçlü net faiz marjı ve öngörülebilir kârlılık yapısı ile sektör içerisinde olumlu ayrılan bir banka konumundadır. Yabancı para ağırlıklı bilanço yapısı ve kalkınma bankacılığı odaklı iş modeli, bankanın regülasyon ve politika kaynaklı oynaklıklardan görece sınırlı etkilenmesini sağlamaktadır. Son dönemde ve 2025 yılı boyunca mevduat bankalarına kıyasla yüksek seyreden özkaynak kârlılığının, 2026 yılında normalleşerek gerilemesini ancak enflasyonun üzerinde kalmasını bekliyoruz.

Bankanın 2026 yılını görece güçlü bir net faiz marjı ile tamamlamasını bekliyoruz. Son dönemde mevduat bankalarının aksine güçlü seyreden net faiz marjının, 2026 yılında kademeli bir normalleşme ile %5 seviyesinin altına gerilemesini öngörmekle birlikte, bu seviyenin hâlen güçlü bir marj sunduğunu düşünüyoruz. Uzun vadeli ve ağırlıklı olarak yabancı para cinsi fonlama yapısı, faiz indirimi sürecinde bankaya katkısı sınırlı kalmakla birlikte, TL faiz oynaklığına ve regülasyonlara karşı bankayı görece daha dayanıklı kılmaktadır.

TSKB'nin uzun vadeli ve disiplinli kredi büyüme stratejisinin 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, bankanın kredi büyümesinin (\$) yaklaşık %10 seviyelerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Proje finansmanı ve sürdürülebilirlik odaklı krediler, kredi büyümesinin temel sürükleyicileri olmaya devam edecektir.

TSKB, mevduat bankalarına kıyasla güçlü aktif kalitesi ve yüksek karşılık oranları ile öne çıkmaktadır. 2026 yılında takipteki kredilerde sınırlı ve yönetilebilir bir artış öngörmekle birlikte, bankanın güçlü kredi karşılıkları ve mevcut serbest karşılıkları sayesinde aktif kalitesi görünümünün sektör ortalamasına kıyasla daha sağlam kalmasını bekliyoruz.

Bankanın güçlü karşılık oranları ve düşük takipteki kredi oranı, aktif kalitesinde olası bir bozulmadan kaynaklanabilecek karşılık gideri riskini sınırlamaktadır.

Bu çerçevede, TSKB için 20,06 TL hedef fiyat ile “AL” tavsiyemizi sürdürüyoruz.

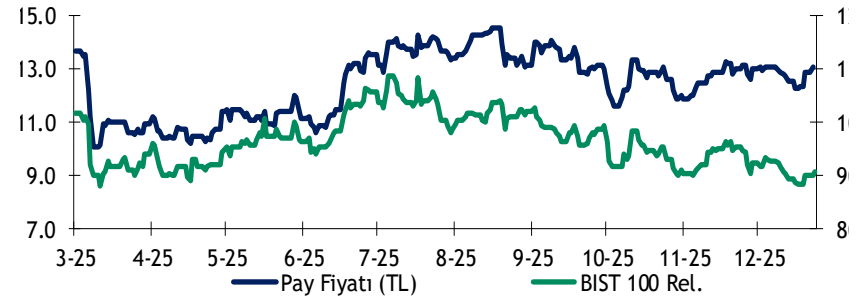
Getiri Potansiyeli: %49

Piyasa Değeri (TLmn)	37,800	Beta (12A)	1.26
Piyasa Değeri (USD mn)	880	Ort. Günlük Hacim	6,688
Kapanış	13.50	Yabancı Payı	22.0%
12 Ay Yüksek	14.73	Halka Açıklık (%)	39.0%
12 Ay Düşük	9.59	Ağırlık	0.41%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	11,937	14,474	14,959	18,033
% Fark, Yıllık	24.9%	21.3%	3.4%	20.5%
Net ücret ve komisyon geliri	514	402	572	697
% Fark, Yıllık	13.4%	-21.7%	42.2%	21.9%
Net kar	10,135	11,217	13,408	15,307
% Fark, Yıllık	43.9%	10.7%	19.5%	14.2%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	2.2%	1.6%	1.1%	0.7%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	-0.6%	0.8%	0.3%	0.4%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	6.1%	5.5%	4.3%	4.1%
Ortalama aktif getirisi	4.9%	3.9%	3.5%	3.2%
Ortalama özkaynak getirisi	38.1%	29.1%	26.6%	23.9%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	2.6	3.4	3.4	2.8
F/DD	0.9	1.1	0.9	0.7



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	3.7	3.8	4.7	4.6
US\$ Getiri (%):	2.3	0.6	-3.4	-14.1
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-5.1	-6.6	-12.1	-13.3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

VakıfBank (AL, Hedef: 52,28 TL)

Getiri Potansiyeli: %59

Marj toparlanması güçlü kâr artışı

VakıfBank, görece zayıf vadesiz mevduat oranına karşın yüksek TL mevduat ağırlığı ve uzun vadeli kredi portföyü sayesinde faiz indirim sürecinde öne çıkabilecek bankalar arasında yer almaktadır. Özel mevduat bankalarına kıyasla daha uzun vadeli kredi yapısı, düşen faiz ortamında kredi getirilerinin daha yavaş gerilemesine olanak tanıyarak net faiz marjındaki toparlanmayı destekleyebilir. Son dönemde güçlenen net faiz marjının, 2025 yılının son çeyreğinde TÜFE endeksli menkul kıymet gelirlerinin katkısıyla belirgin şekilde artmasını; 2026 yılında ise faiz indirim sürecinin devamıyla birlikte toparlanma eğilimini sürdürmesini bekliyoruz.

Sermaye yeterliliği kaynaklı sınırlamalar kredi büyümesini baskılıyor. Görece zayıf çekirdek sermaye yeterliliği oranının kredi büyüme potansiyeli üzerinde baskı oluşturmaya devam edeceğini; bu doğrultuda kredi büyümesinin sektör ortalamasının bir miktar altında kalacağını ve aktif büyümesinin daha çok menkul kıymet portföyü üzerinden gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Aktif kalitesinde yönetilebilir bozulma, karşılık tarafında güçlenme. Mevcut durumda yönetilebilir seviyelerde seyreden takipteki kredi oranının önümüzdeki dönemde sınırlı ancak kontrol edilebilir bir artış göstermesini bekliyoruz. Artan kârlılığın desteğiyle bankanın kredi karşılık oranlarını güçlendirmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, yüksek kaldıraç seviyesine sahip olan bankanın, kredi kalitesinde beklentilerin üzerinde bir bozulma yaşanması halinde kârlılık üzerinde görece daha fazla baskı yaratabilir.

Gider baskısı komisyon performansını gölgeliyor. 2025 yılında güçlü ücret ve komisyon geliri artışına rağmen, faaliyet giderlerindeki yüksek artış nedeniyle komisyon/gider rasyosunun özel mevduat bankalarına kıyasla görece zayıf kaldığını gözlemliyoruz. 2026 yılında komisyon gelirlerinde daha ılımlı bir büyüme beklentimize paralel olarak, söz konusu rasyoda sınırlı bir gerileme öngörüyoruz.

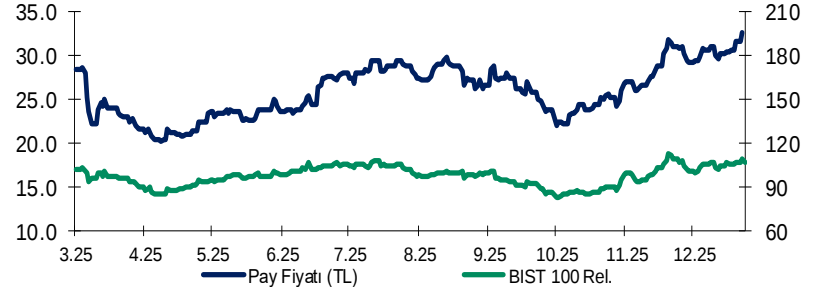
Marj toparlanmasının desteğiyle güçlü kâr artışı beklentisi. Görece düşük sermaye yeterlilik oranı ve yüksek kaldıraç seviyesi değerlendirme tarafında bankanın rakiplerine kıyasla bir miktar geride kalmasına neden olabilese de, marj toparlanmasının desteğiyle VakıfBank'ın 2025 yılında %75, 2026 yılında ise %81 net kâr artışı kaydetmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, 52,28 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Piyasa Değeri (TLmn)	326,829	Beta (12A)	1.03
Piyasa Değeri (USD mn)	7,607	Ort. Günlük Hacim	970
Kapanış	32.96	Yabancı Payı	1.9%
12 Ay Yüksek	33.86	Halka Açıklık (%)	6.0%
12 Ay Düşük	19.92	Ağırlık	0.54%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	68,704	134,247	234,433	321,628
% Fark, Yıllık	66.1%	95.4%	74.6%	37.2%
Net ücret ve komisyon geliri	46,474	75,888	97,186	117,258
% Fark, Yıllık	80.5%	63.3%	28.1%	20.7%
Net kar	40,375	70,876	128,076	192,690
% Fark, Yıllık	61.2%	75.5%	80.7%	50.4%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	1.8%	3.0%	3.8%	3.7%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	2.1%	1.8%	2.5%	1.5%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	2.5%	3.2%	4.0%	4.5%
Ortalama aktif getirisi	1.2%	1.5%	2.1%	2.5%
Ortalama özkaynak getirisi	20.9%	28.2%	36.6%	39.4%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	5.7	4.6	2.6	1.7
F/DD	1.1	1.1	0.8	0.6



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	6.6	32.8	20.6	37.4
US\$ Getiri (%):	5.1	28.6	11.4	12.9
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-2.5	19.4	1.4	13.9

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Yapı Kredi Bankası (AL, Hedef: 62,17 TL)

Getiri Potansiyeli: %65

Yeniden Fiyatlamaya Hazır Fonlama Yapısı

Yapı Kredi Bankası, takibimizdeki bankalar arasında en yüksek vadesiz ve TL vadesiz mevduat oranına sahip banka olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca kısa vadeli TL mevduatın toplam mevduat içindeki payının yüksek olması, fonlama tarafında yeniden fiyatlamaya oldukça elverişli bir yapı sunmaktadır.

Faiz indirim döngüsünde hızlanan marj genişlemesi potansiyeli. Bu fonlama kompozisyonu, faiz indirim sürecinde mevduat maliyetlerinin hızlı şekilde gerilemesine imkan tanıyarak güçlü net faiz marjı genişlemesi beklentimizin temel dayanağını oluşturmaktadır. Bankanın görece daha aktif swap fonlaması kullanması, faiz indirim sürecinde fonlama maliyetlerinin kısa vadede daha hızlı düşmesine katkı sağlayabilir.

Sermaye yeterliliğine rağmen sektöre paralel kredi büyümesi beklentisi. Çekirdek sermaye yeterliliği oranı özel mevduat bankalarının bir miktar gerisinde bulunsun da, 2026 yılında sektöre paralel ve enflasyonun üzerinde kredi büyümesi bekliyoruz. Son dönemde benimsenen seçici büyüme yaklaşımı kapsamında kontrollü şekilde gerileyen pazar payının, önümüzdeki dönemde yeniden pazar payı kazanımı yönünde evrileceğini tahmin ediyoruz.

Güçlü aktif kalitesi ve kontrollü risk maliyeti görünümü. Son dönemde yatay seyreden takipteki kredi oranı ve kontrollü kredi risk maliyeti, Yapı Kredi'yi aktif kalitesi açısından rakiplerinden olumlu ayırtmaktadır. Görece düşük takipteki kredi girişleri dikkate alındığında, 2026 yılında sınırlı bir takipteki kredi oranı artışı öngörürken, aynı dönemde karşılık oranlarının güçlenmeye devam edeceğini modelliyoruz.

Komisyon gelirlerinin giderleri karşılamaya devam ettiği yapı. Güçlü seviyelerde seyreden komisyon/gider rasyosunun, 2026 yılında komisyon gelirlerindeki daha ılımlı büyüme beklentimize paralel olarak sınırlı ölçüde gerilemesini bekliyoruz. Buna karşın, ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerinin neredeyse tamamını karşılamaya devam edeceğini öngörüyoruz.

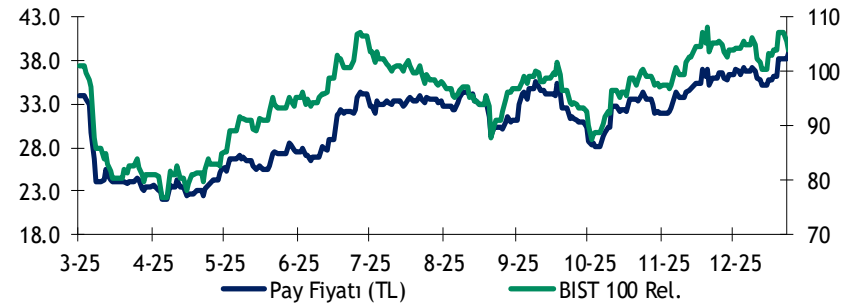
Marj genişlemesiyle desteklenen güçlü kârlılık görünümü. Güçlü fonlama kompozisyonu, sağlam aktif kalitesi ve çeşitlendirilmiş kredi portföyünün desteğiyle Yapı Kredi'nin 2026 yılında belirgin net faiz marjı genişlemesi, güçlü net kâr artışı ve yüksek özkaynak kârlılığı elde etmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, bankanın 2025 yılında %94, 2026 yılında ise %93 net kâr artışı kaydetmesini öngörüyoruz. **Yapı Kredi için 62,17 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

Piyasa Değeri (TLmn)	317,947	Beta (12A)	1.27
Piyasa Değeri (USD mn)	7,400	Ort. Günlük Hacim	6,573
Kapanış	37.64	Yabancı Payı	30.3%
12 Ay Yüksek	38.92	Halka Açıklık (%)	39.0%
12 Ay Düşük	21.92	Ağırlık	3.41%

(TL Mn)	2024A	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	13,860	58,623	147,397	213,127
% Fark, Yıllık	-79.3%	323.0%	151.4%	44.6%
Net ücret ve komisyon geliri	73,097	111,298	141,973	173,206
% Fark, Yıllık	112.0%	52.3%	27.6%	22.0%
Net kar	29,017	56,410	109,030	164,408
% Fark, Yıllık	-57.3%	94.4%	93.3%	50.8%

Rasyolar	2024A	2025T	2026T	2027T
TGA Oranı	3.1%	3.7%	4.0%	3.7%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0.8%	2.0%	2.1%	1.4%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	0.7%	2.4%	4.4%	4.9%
Ortalama aktif getirisi	1.4%	2.0%	2.9%	3.3%
Ortalama özkaynak getirisi	15.7%	25.2%	36.0%	39.4%

Değerleme Çarpanları	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K	8.9	5.6	2.9	1.9
F/DD	1.3	1.2	0.9	0.6



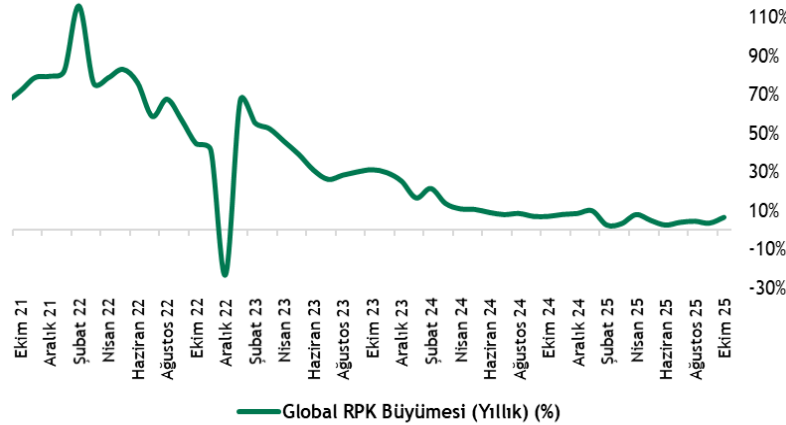
Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	5.0	19.6	17.9	20.7
US\$ Getiri (%):	3.5	15.9	8.9	-0.9
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-3.9	7.6	-0.9	0.1

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Havacılık Sektörü

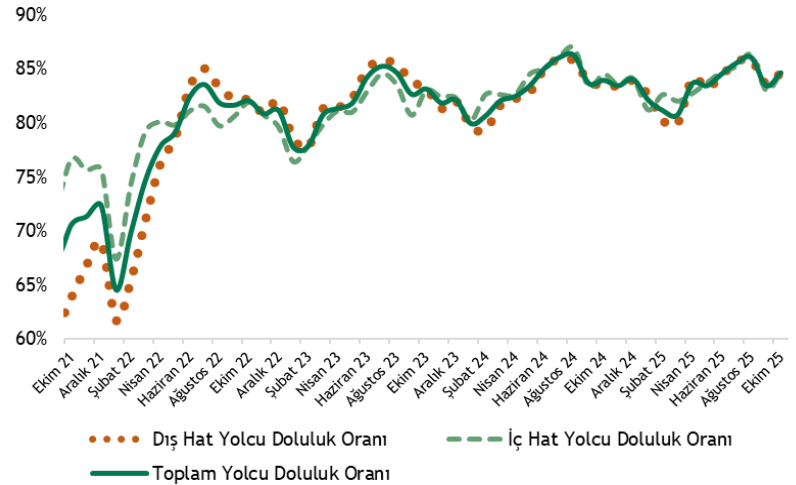
❖ 2025 yılı, havacılık sektöründe talebin korunduğu; ancak jeopolitik riskler, uçak teslimat sürelerinin uzaması/ertelenmesi, maliyet enflasyonu nedeniyle fiyatlama gücünün sınındığı ve yüksek doluluk oranlarının kârlılığa istenilen ölçüde yansımadağı bir yıldır. Ukrayna ve Orta Doğu'daki çatışmalar, sektörün trafik büyümesi beklentileri üzerinde sınırlayıcı bir etki yaratmıştır. Sektör oyuncularını, zorlu koşullara rağmen yüksek seyreden doluluk oranlarının desteğiyle yolcu ve kargo hacimlerini artırmayı başarmıştır. Sektör genelinde uçuş sayıları ve AKK geçen yıla kıyasla daha yavaş artarken, RASK artışı da bu nedenle sınırlı kalmıştır. Diğer taraftan; uçak teslimatlarındaki ertelemeler havayolu şirketlerinin kapasite tarafında sıkışıklığa neden olmuş; şirketleri daha eski ve yakıt verimliliği düşük uçakları kiralamaya ya da mevcut uçakları planlanandan daha uzun süre filoda tutmaya zorlamıştır. Ek olarak; Pratt & Whitney GTF motorlarına ilişkin sorunların genç uçakların dahi hizmet dışı kalmasına yol açması, sektör oyuncularının planlananın altında operasyonel katkı sağlamasına neden olmuştur.

Global RPK Büyümesi (%) (Yıllık)



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Global Yolcu Doluluk Oranları (%)

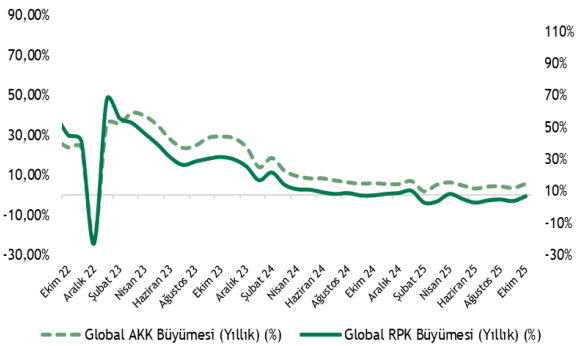


Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Havacılık Sektörü

- Yıl genelinde yakıt fiyatlarındaki düşüş, maliyet tarafında dengeleyici unsurdu. Yakıt dışı giderler ise ücret enflasyonu, bakım ve onarım harcamaları, uçak kiralama maliyetleri ve havalimanı ücretlerindeki artışlardan dolayı yüksek seyretmişti. Kargo operasyonları ise 2025'te daha kırılgandı. Artan korumacılık eğilimleri ve ticaret politikalarındaki belirsizlikler küresel ticaret hacmini baskılamakta, ABD'nin *de minimis* muafiyetini kaldırması hacim-getiri dinamiklerini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca; deniz taşımacılığı navlunlarının geçen yıla kıyasla gerilemesi, hava kargonun göreceli rekabet avantajını zayıflatmıştır.
- Yurtiçi pazarda ise zorlu makroekonomik ve jeopolitik koşullara rağmen hem yolcu trafiği hem de AKK büyümesini sürdürmüştür. Turizm talebinin sınırlı destek sunduğu bir ortamda, DHMİ verilerine göre 11A25 itibarıyla iç hat yolcu sayısı yıllık %6,2 artışla 93,8mn'a ulaşırken; dış hat yolcu sayısı yıllık %7,3 büyüyerek 135,7mn'a yükselmiştir. Transit uçuşların da dahil edilmesiyle toplam yolcu sayısı ise yıllık %6,7 artışla 229,6mn'a ulaşmıştır. DHMİ verileri, 2025'te Türkiye'de özellikle transit yolcu trafiğinde belirgin bir ivme kaybına işaret etmektedir. Orta Doğu'daki çatışmalar ve Ukrayna savaşı kaynaklı rota değişimleri, Türkiye hava sahasını kullanan overflight trafiğini görece daha dayanıklı kılmakla birlikte, Türkiye'nin transit yolcu trafiğinin zayıflamasına yol açmıştır. Toplam trafik hacmi korunmasına rağmen, yüksek katma değerli transit yolcunun azalması birim gelir kalitesini göreceli olarak zedelemiştir.

Global RPK & AKK Büyümesi (%) (Yıllık)



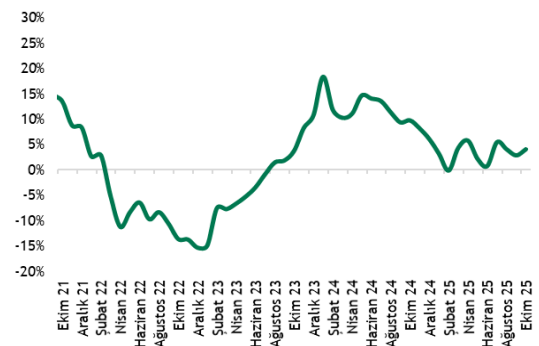
Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Global Kargo Doluluk Oranı (%)



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

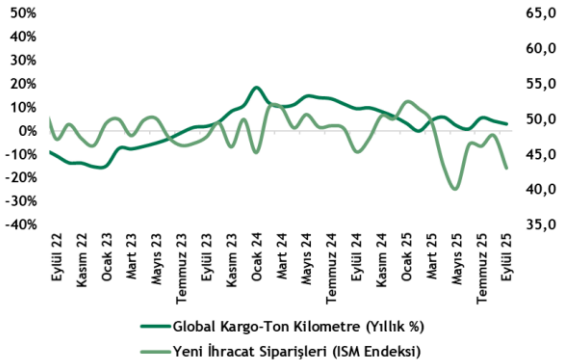
Global Kargo-Ton Kilometre Büyümesi (Yıllık) (%)



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

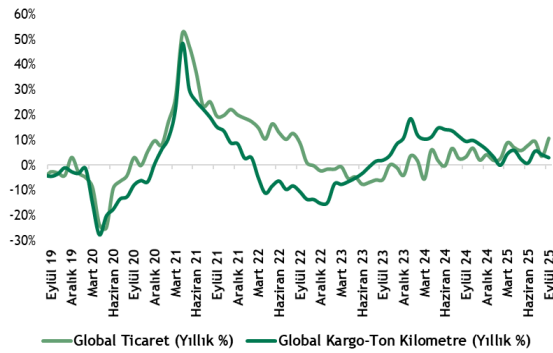
Havacılık Sektörü

Global Kargo-Ton Kilometre Büyümesi vs. Yeni İhracat Siparişleri



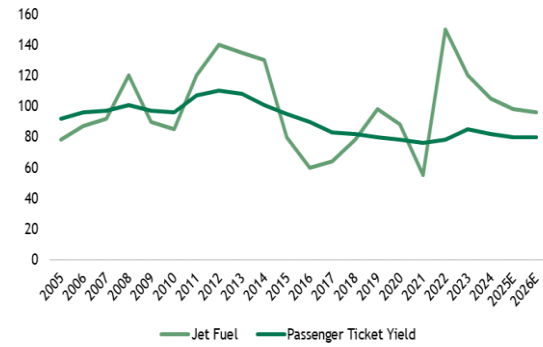
Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Global Kargo-Ton Kilometre Büyümesi vs. Global Ticaret Büyümesi



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Yolcu Bilet Getiri & Jet Yakıt Fiyatı, Endeks, 2010=100

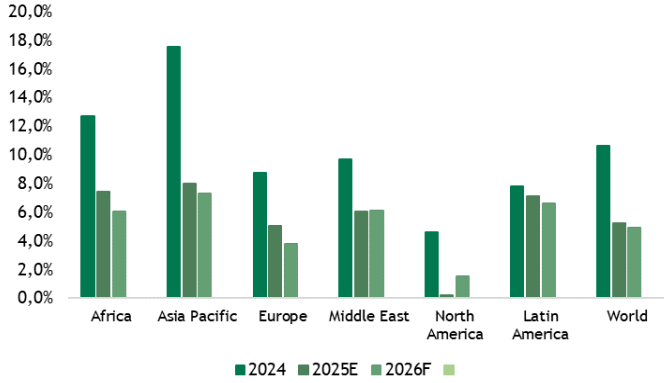


Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

- **2026 Görünümü & Riskler:** Sektör genelinde, uçak ve motor üretimindeki gecikmelerin önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklentisi hakimdir. GTF motorlarına ilişkin sorunların sürebileceği de öngörülmektedir. Kargo tarafında ise deniz taşımacılığı navlunlarının düşük seviyelerde kalması, hava kargo fiyatlaması üzerindeki baskıyı artırabilir. Buna karşın, 2026'da yolcu talebinin güçlü ve dirençli kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Yakıt fiyatlarının 2026'da da ılımlı seviyelerde seyretmesi maliyet tarafını destekleyebilecektir. Kapasite imkânları ölçüsünde, 2026'da da trafik büyümesinin ve yolcu doluluk oranlarının yüksek seyrini koruması beklenmektedir.
- DHMI projeksiyonlarına göre; yolcu trafiği büyümesinin 2025 yılsonu itibariyle 246.1mn yolcuya, 2026 yılı için 258.2mn yolcuya, 2027 yılı için ise 265.4mn yolcuya çıkması tahmin edilmektedir. Türk havacılık sektöründe büyüme projeksiyonlarını destekleyecek maddeler, i) İstanbul Havalimanı'nın verimli kullanımı & ISG'de 2. terminalin açılmasıyla hava yolcu kapasitesinin artırılması, ii) Türk havacılık sektörü şirketlerinin filo genişletme planları, iv) güçlü turizm faaliyetlerinin elverişli hava koşulları ile desteklenmesi, v) İstanbul Havalimanı'na yapılacak olan yeni kargo terminali inşasının kargo faaliyetlerini desteklemesi.

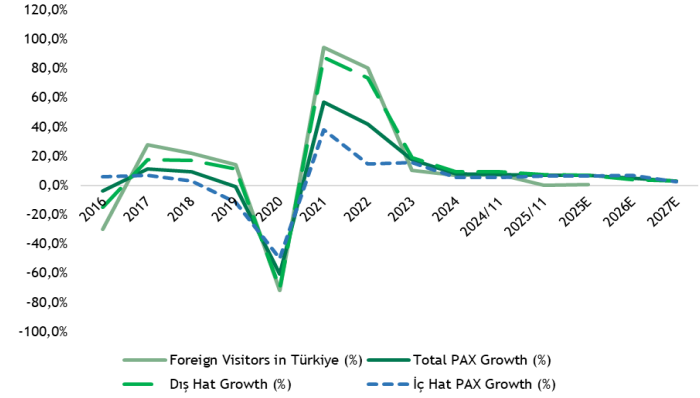
Havacılık Sektörü

Bölgesel Yolcu Büyümesi (%) (Yıllık)



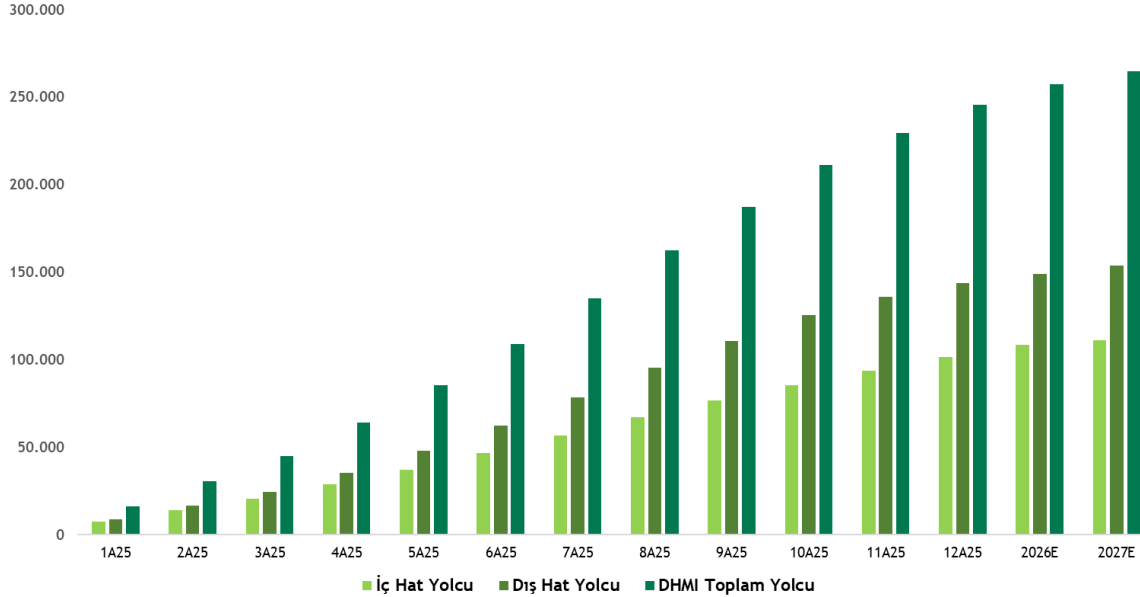
Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Turizm İstatistikleri ve Yolcu Sayıları (%)



Kaynak: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, DHMI, 2026 Yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı, Şeker Yatırım

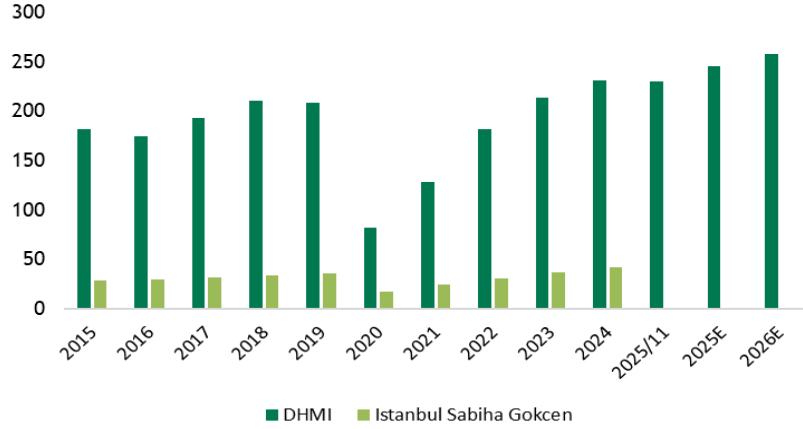
DHMI Yolcu Sayıları (Bin Kişi)



Kaynak: DHMI, Şeker Yatırım

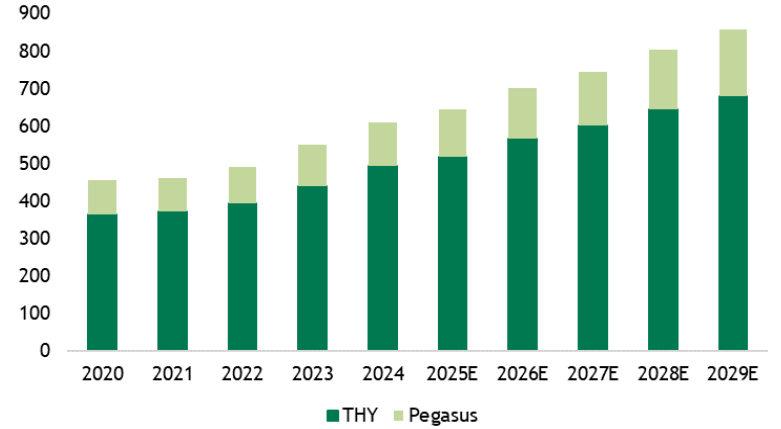
Havacılık Sektörü

Havalimanları Yolcu Sayısı (mn)



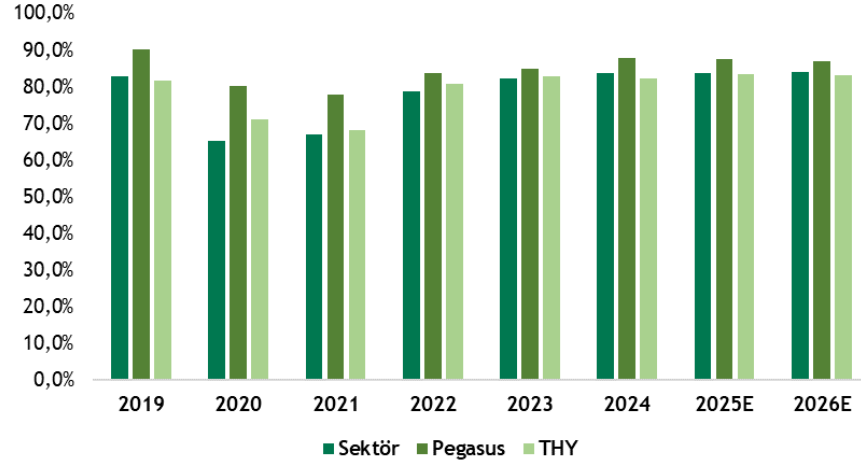
Kaynak: DHMI

Pegasus & THY Filo Büyüklükleri (Adet)



Kaynak: Pegasus, THY, Şeker Yatırım

Yolcu Doluluk Oranları (%)



Kaynak: IATA, Pegasus, THY, Şeker Yatırım

Pegasus (AL, Hedef Fiyat: 345,30 TL)

Getiri Potansiyeli: 68%

Stratejik Adımlar Operasyonel Zemini Güçlendiriyor...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı **365,60 TL'den 345,30 TL'ye** hafif aşağı yönlü revize ediyor, **"AL"** önerimizi koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%68'lik getiri potansiyeli** sunmaktadır. Pegasus, 2026T F/K 6.0x ve 2026T FD/FAVÖK 4.97x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ Pegasus, 2029 sonuna kadar filosuna 43 adet A321NEO uçak dahil edecek ve 2028'den itibaren Boeing 737-10 uçaklarını filosuna dahil etmeye başlayacaktır. 2025'te Şirket'in filosunun 127 uçağa 2026'te ise 135 uçağa ulaşmasını bekliyoruz. Düşük turizm desteğine rağmen Şirket'in 2025 sonu toplam yolcu sayısının yıllık %13,9'luk artışla 42,7mn'e ulaşabileceğini düşünüyoruz. Şirket'in toplam AKK'sının 2025'te yıllık %16,5 (Pegasus: %14-%16), 2026'da da %9,6 büyümesini öngörüyoruz. Pegasus'un 2025'i %87,3'lük yolcu doluluk oranıyla kapatmasını, 2026'da da, tarihsel ortalamaların üzerinde, bu seviyelerin korunacağını düşünüyoruz.

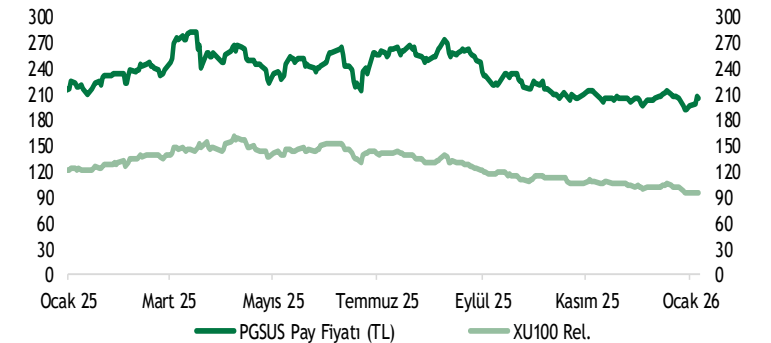
➤ **Pegasus'un 2025 sonu** yolcu başına yan gelirlerinin %4,5'lik artışla 29,5€ olabileceğini (Pegasus: düşük tek büyüme) tahmin ediyoruz. Yolcu RASK'ının yıllık %7,2 düşüşle 4,34 € gerçekleşmesini (Pegasus: yıllık %6-%8 azalış), 2026'da da rekabet ortamından kaynaklı sert bir fiyatlamaya potansiyeli öngörmemekle yüksek doluluk oranlarının telafisiyle RASK'ın 2025'e benzer gerçekleşebileceğini öngörüyoruz. Şirket'in 2025'te 3.358mn €, 2026'da ise yan gelirlerin katkısıyla yıllık %11,4 artışla 3.742mn € satış geliri elde etmesini beklemekteyiz. Yan gelirlerin toplam gelirlerdeki yüksek payının, rekabetçi bilet fiyatlamasının negatif etkisini sınırlayacağını düşünüyoruz. 2025 toplam CASK'ın yıllık %1,2 düşerek €43.81'e ulaşmasını (Pegasus: %1-%3 azalış), yakıt hariç CASK'ın ise yıllık %4 artarak €42.66'ya erişmesini (Pegasus: %3-%5 artış) bekliyoruz. Brent petrol fiyatlarının 2026'da da düşük seviyelerde seyretmesini öngörüyoruz; ancak jet yakıt maliyetlerinin görece yüksek seyretmesi, CASK'ta baskı yaratmaya devam edebilir. Şirket'in FAVÖK marjının 2025'te %25,3 (Pegasus 2025T: ~%26), 2026'da ise %26,8 olarak gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Smartwings satın alımının, Smartwings'in EBITDA üretimi ve uçuş lisanslarıyla Pegasus'a uzun vadede **kademeli olarak** operasyonel katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Smartwings'in filosunun yaşlı olmasına rağmen uçakların operasyonel kiralama ile kullanılması büyük bir soru işareti yaratmıyor.

➤ **Aşağı yönlü riskler:** Uçak teslimatları ötelenmesi, global büyümede yavaşlama, jeopolitik riskler, ISG'de artan rekabet, jet yakıt fiyatı dalgalanma, €/US\$ volatilitesi.

Kod	PGSUS.TI/PGSUS.IS	Kapanış	205,10
Piyasa Değeri (Mn TL)	102.550	Son 12 Ay En Yüksek	287,25
Piyasa Değeri (Mn €)	2.042	Son 12 Ay En Düşük	191,60
Firma Değeri (Mn TL)	253.411	Beta	0,92
Firma Değeri (Mn €)	5.136	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn €)	68,0
Halka Açıklık Oranı (%)	45,37	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	19,64

Anahtar Rakamlar (mn €)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	2.670	3.126	3.358	3.742
Büyüme (%)	9,0%	17,1%	7,4%	11,4%
FAVÖK	838	888	850	1.002
FAVÖK Marjı (%)	31,39%	28,39%	25,33%	26,77%
Net Kar	790	361	315	339
Pay Başına Kar	1,58	0,72	0,63	0,68
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç/FAVÖK (x)	2,88	3,10	3,38	2,92
Net Borç/Özsermaye (x)	1,44	1,35	1,22	1,09
Ort. Özsermaye Karlılığı	61,2%	19,4%	14,3%	13,4%
Ort. Aktif Karlılığı	14,4%	5,2%	3,9%	3,9%

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	2,58	5,65	6,48	6,03
FD/FAVÖK	5,33	5,41	5,79	4,97
FD/Satışlar	1,67	1,54	1,47	1,33
PD/DD	1,22	1,01	0,87	0,76
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	4,75	-8,48	6,99	-6,18
\$ Getiri (%)	2,87	-11,72	7,18	-31,95
BIST-100 Relatif (%)	-4,15	-17,72	0,17	-22,22



Kaynak: KAP, Pegasus, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

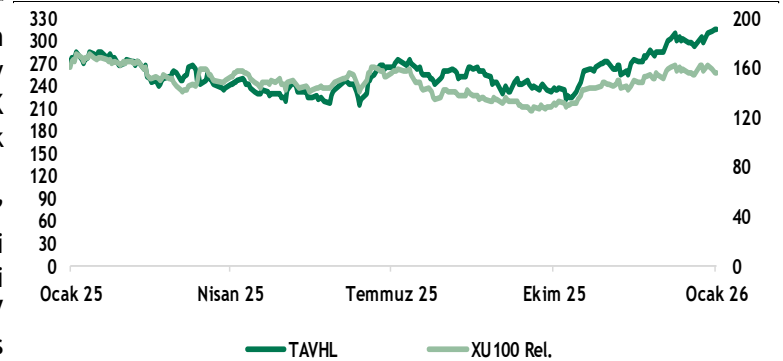
Yatırım Planları Büyümeyi ve TAV'ın Potansiyelini Destekliyor...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı 384,00 TL'den 425,30 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor, "AL" önerimizi koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak yeni hedef fiyatımız Şirket için %35'lik getiri potansiyeli sunmaktadır. TAV, 2026T F/K 14.09x ve 2026T FD/FAVÖK 6.17x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ Yatırım Programları ve Beklentiler: Şirket, Antalya Havalimanı yeni terminalini yolcu trafiğine 2Ç25'te açmıştı; (65mn yolcu kapasitesi) ve 2038'de başlaması planlanan yatırımla yolcu kapasitesinin +80mn olmasını beklemektedir. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı yeni imtiyaz süresinin başlamasıyla daha yüksek tarifeler ve garanti yolcu/UFRYK12 sona ermesiyle 2024'te hizmet verilen yolcu sayısı ile eski imtiyaza göre daha yüksek gelir elde edilebileceğini ifade etmiştir. Şirket, 2025 yılında Ankara'nın UFRS FAVÖK katkısının yaklaşık €45mn olmasını beklemektedir. Şirket, 2025'te net satış gelirleri için €1.750mn-€1.850mn aralığında, toplam yolcu trafiği için 110mn-120mn aralığında, dış hat yolcu trafiği için ise 75mn-83mn beklentisi bulunmaktadır. TAV, 2025 için €520mn-€590mn aralığında FAVÖK ve 2.5-3.0 aralığında Net Borç/FAVÖK beklentisine sahiptir. Şirket, 2025 yatırım harcamasını ise €220-€240mn bandında şekillendirmiştir (TAV, Almatı Yatırım Programı'na 2025'te €70mn ayıracak (toplamda €315mn)). Şirket, 2025'te tamamlanmış yatırımlardan daha yüksek faiz gideri ve amortisman beklentisi, kalan satın alma fiyatının dağıtılmasının amortismanı nedeniyle Antalya 1'den daha düşük net kar beklentisi, güçlü TL'nin TGS ve ATU'nun net kârında düşüşe neden olabileceği ve Ankara, BTA Antalya ve TAV İşletme Hizmetleri yeni New York özel yolcu salonundan beklenen kira amortismanının FAVÖK üzerindeki etkisinden kaynaklı olarak 2025'te net kârın 2024'ten yüksek olmasını beklememektedir.

➤ Almatı operasyonlarının güçlü performansı ve "Almatı Yatırım Planı" doğrultusunda ileriye dönük beklenen güçlü büyüme tahminleri ve Yeni Ankara & Yeni Antalya Havalimanları'na yapılan yatırımların getireceği terminal genişlemeleriyle beklenen satış gelirleri büyümesi sayesinde TAV hisselerinin pozitif görünümünü devam ettirip sağlıklı performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz.

Kod	TAVHL.TI/TAVHL.IS		Kapanış	315,50
Piyasa Değeri (TRY mn)	114.615	Son 12 Ay En Yüksek		319,00
Piyasa Değeri (\$ mn)	2.667	Son 12 Ay En Düşük		212,80
Firma Değeri (TRY mn)	174.240	Beta		0,96
Firma Değeri (\$ mn)	4.104	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		16,95
Halka Açıklık Oranı (%)	49,82	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		71,40
Anahtar Rakamlar (€ mn)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	1.310	1.660	1.836	2.076
Büyüme (%)	24,6%	26,7%	10,6%	13,1%
FAVÖK	385	489	561	665
FAVÖK Marjı (%)	29,4%	29,5%	30,6%	32,0%
Net Kar	249	183	83	189
Pay Başına Kar	0,69	0,50	0,23	0,52
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç/FAVÖK (x)	4,34	3,52	2,88	2,08
Net Borç/Özsermaye (x)	1,18	1,07	0,96	0,71
Ortalama Özsermaye Karlılığı	19,05%	12,12%	5,05%	10,43%
Ortalama Aktif Karlılığı	6,08%	3,81%	1,65%	3,43%
Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	10,70	14,57	32,13	14,09
FD/FAVÖK	10,67	8,38	7,31	6,17
FD/Satışlar	3,13	2,47	2,23	1,98
F/DD	1,89	1,66	1,59	1,37
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	11,29	33,18	5,78	14,31
\$ Getiri (%)	9,76	29,01	5,53	-6,11
BIST-100 Relatif (%)	1,84	19,73	-0,96	-5,23



Kaynak: KAP, TAV Havalimanları Holding, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: 53%

Filo Yatırımları ve Ağ Gücüyle Desteklenen Büyüme...

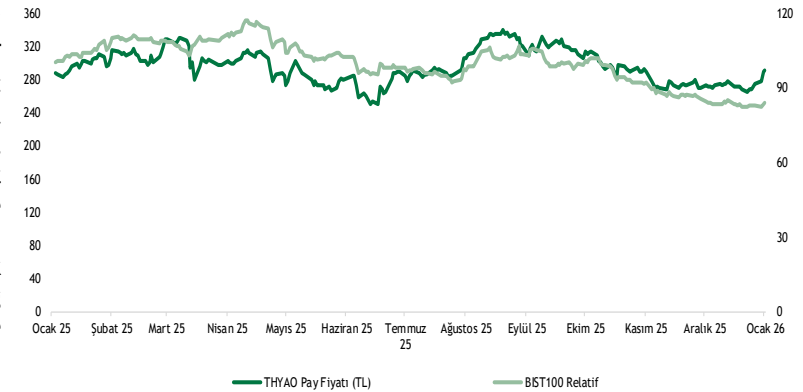
➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı **495,50 TL'den 445,00 TL'ye** revize ediyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız **%53'lük getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2026T F/K 3.73x ve 2026T FD/FAVÖK 3.60x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ 2029-2034 yılları arasında Boeing 787 uçaklarının filoya kademeli olarak dahil olmaya başlaması ve Boeing ile 150 adet 737 MAX uçağının satın alımına ilişkin müzakerelerin tamamlanmış olması doğrultusunda, THY'nin filo büyüklüğünün 2026'da yönetim beklentileriyle uyumlu şekilde 566 uçağa ulaşacağını öngörüyoruz (2025 sonu: 516 uçak; THY beklentisi: 525-530). Şirket'in toplam yolcu sayısının 2025'te yıllık %8,1 artışla 92,1mn yolcuya ulaşacağını hesaplamaktayız. Yolcu doluluk oranının 2025'te %83,2, 2026'da ise kapasite artışına bağlı olarak hafif bir normalleşmeyle %82,9 gerçekleşmesini bekliyoruz. Toplam AKK 2025'te yıllık %7,6 artacağını (THY beklentisi: %7-8) öngörürken, 2026'da Uzak ve Orta Doğu hatları ile AJet'in güçlü katkısıyla AKK'nin %9,4 büyümesini bekliyoruz. Kargo operasyonlarında ise 2025'te hacmin 2.136 bin tona ulaşacağını düşünüyoruz.

➤ Türk Hava Yolları'nın kargo gelirlerinin 2025'te yıllık %4,6 daralarak 3.333mn USD seviyesinde gerçekleşmesini tahmin etmekteyiz. Rekabetçi bilet fiyatlamasının yolcu gelirleri üzerindeki baskısı ile birlikte, küresel ticaretteki yavaşlama ve deniz taşımacılığından gelen artan rekabet nedeniyle zayıf seyreden kargo gelirlerinin etkisiyle toplam satış gelirlerinin 2025'te yıllık %5,8 artışla (THY beklentisi: %5 - %6) 23.993mn USD ulaşmasını, 2026'da ise yıllık %6,9 büyümesini öngörüyoruz. Yolcu RASK'ının 7,25 US\$ seviyesinde tahmin ederken, toplam yolcu birim gelirlerinde rekabet ortamından kaynaklı sert bir fiyatlama potansiyeli öngörmemekle birlikte 2025'te 8,72 US\$, 2026'da da yatay gerçekleşeceğini hesaplıyoruz. Maliyet tarafında, 2025'te artan personel birim giderleri ve GTF kaynaklı zorlukların etkisiyle yakıt hariç CASK'ın yıllık %5,2 artarak 6,04 US\$ seviyesine ulaşmasını, buna karşın düşüş gösteren yakıt CASK'ının katkısıyla toplam CASK'ın 8,13 US\$ seviyesinde yatay seyretmesini bekliyoruz. Brent petrol fiyatlarının 2026'da da görece düşük seviyelerde kalmasını beklemekte birlikte, jet yakıtı crack spread'lerinin yüksek seyretmeye devam etmesinin CASK üzerinde baskı unsuru olmaya devam edebileceğini not ediyoruz. 2026 için %1,3 temettü verimi hesaplıyoruz. 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.

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

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	290,75	
Piyasa Değeri (Mn TL)	401.235	Son 12 Ay En Yüksek	342,72	
Piyasa Değeri (Mn \$)	9.337	Son 12 Ay En Düşük	246,66	
Firma Değeri (Mn TL)	786.497	Beta	0,93	
Firma Değeri(Mn \$)	18.619	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	245,3	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,40	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	22,21	
Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	20.942	22.669	23.993	25.641
Büyüme (%)	13,7%	8,2%	5,8%	6,9%
FAVÖK	5.533	5.059	4.942	5.175
FAVÖK Marjı (%)	26,4%	22,3%	20,6%	20,2%
Net Kar	6.021	3.425	2.522	2.506
Pay Başına Kar	4,36	2,48	1,83	1,82
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	2,4%	1,3%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,3	1,0	1,6	1,3
Net Borç/Özsermaye (x)	0,5	0,3	0,4	0,3
Ort. Özsermaye Karlılığı	47,6%	19,6%	12,5%	11,2%
Ort. Aktif Karlılığı	18,1%	9,1%	6,0%	5,4%
Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	1,55	2,73	3,70	3,73
FD/FAVÖK	3,36	3,68	3,77	3,60
FD/Satışlar	0,89	0,82	0,78	0,73
F/DD	0,57	0,46	0,42	0,38
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	7,59	-7,33	8,29	1,41
\$ Getiri (%)	6,11	-10,23	8,02	-16,71
BIST-100 Relatif (%):	-1,55	-16,69	1,38	-15,93

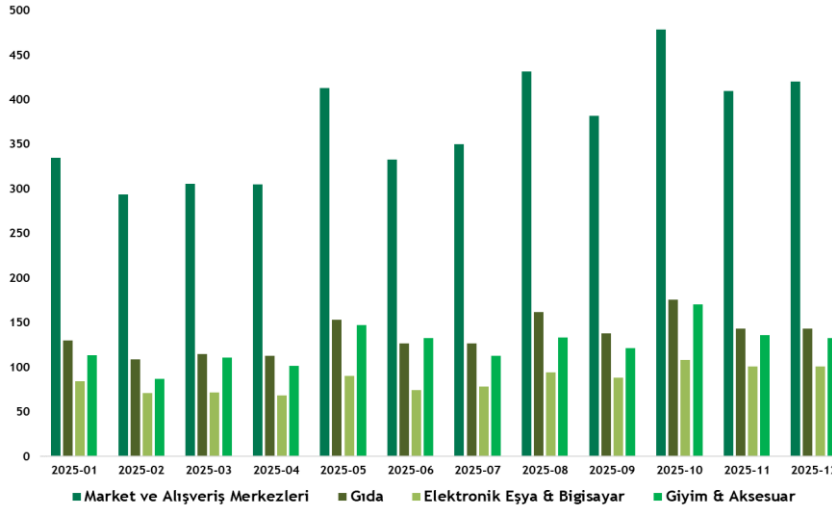


Kaynak: Türk Hava Yolları, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Gıda Perakendeciliği

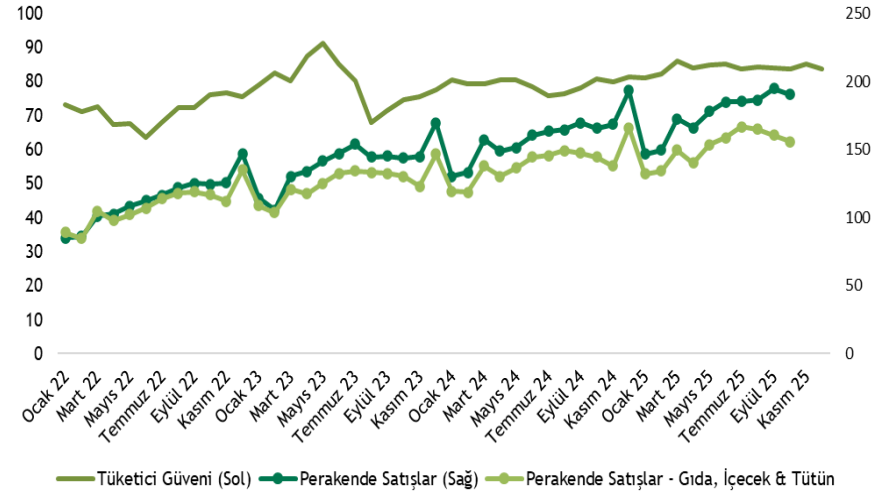
- ❖ 2025, gıda perakendeciliği sektörü açısından nominal ciroların güçlü seyrettiği, reel satış büyümesinin ise görece yatay kaldığı bir yıl olmuştur. Satın alma gücündeki erozyonun yıl genelinde telafi edilememesi reel tüketimde anlamlı bir toparlanmayı sınırlarken; müşteri trafiği, önceki yıllara kıyasla yatay/daralan bir eğilim sergilemiştir. Yıl içerisinde ek bir ücret güncellemesinin yapılmaması, yüksek fiyat seviyesi karşısında satın alma gücündeki zayıflamayı dengelemek için yeterli olmamıştır.
- ❖ TÜİK verilerine göre, 2025'te tüketici güvenindeki yatay seyre rağmen perakende satışlarda büyümenin sürdüğü; ancak gıda, içecek ve tütün grubunda yılın ikinci yarısında yavaşlama eğilimi görülmektedir. TCMB kartlı harcama istatistiklerine göre ise 2025'te market & alışveriş harcamaları yıllık %69,4, gıda harcamaları %57,5 artmıştır. Market & alışveriş harcamalarının toplam kartlı harcamalar içerisindeki payı %30,5'e (2024: %28,6) yükselirken, gıda harcamalarının payı yatay seyretilmiştir (2025: %11,2, 2024: %11,3). Temel ihtiyaç harcamalarındaki artışın ağırlıklı olarak fiyat etkisiyle şekillendiğini düşünüyoruz.

Grafik 1: TCMB Aylık Banka & Kredi Kartı Harcama Tutarı (milyar TL)



Kaynak: TCMB, EVDS

Grafik 2: Tüketici Güveni & Perakende Satışlar Endeksi (%)



Kaynak: TÜİK

Gıda Perakendeciliği

- ❖ Yoğun rekabetin hâkim olduğu sektörde şirketler yıl boyunca online satış, yemek servis hizmetleri ve paketlenmiş hazır yemek üretimi gibi çok kanallı büyüme stratejileriyle faaliyetlerini desteklemiştir. Mağaza açılışları ise yavaşlayarak seyrini korumuş ve yeni mağaza yatırımları düşük hızda devam etmiştir. Operasyonel veriler eşliğinde; 9A25 dönemi itibarıyla trafik büyümesinin hafif artı/hafif eksi bir bantta seyrettiğini, buna karşın sepet ve mağaza başına satış büyümelerinin daha istikrarlı görünüm sergilediğini ve sektörün trafik & hacimden ziyade fiyatlama ve ürün karması üzerinden büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Mağaza Sayıları (%) (Çeyrek)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Bim		1,5%	1,7%	1,9%	1,1%
Bim Türkiye		1,1%	1,4%	1,6%	0,9%
File		5,5%	2,8%	5,8%	5,4%
Bim Fas		4,0%	4,9%	5,0%	3,3%
Bim Mısır		6,1%	1,7%	1,6%	0,9%
Migros		2,0%	0,5%	1,2%	1,3%
Migros (M, MM, MMM)		2,1%	1,1%	1,1%	1,5%
Migros Jet		0,9%	-0,8%	0,4%	0,1%
5M		0,0%	0,0%	0,0%	-3,7%
Toptan		-3,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Macrocenter		7,0%	3,0%	6,8%	5,5%
Mion		6,4%	0,0%	2,0%	2,9%
Petimo					
* Online Hizmet Veren Mağaza Sayısı	10,3%	2,1%	7,0%	21,1%	
Şok Marketler		0,2%	0,3%	0,2%	0,2%

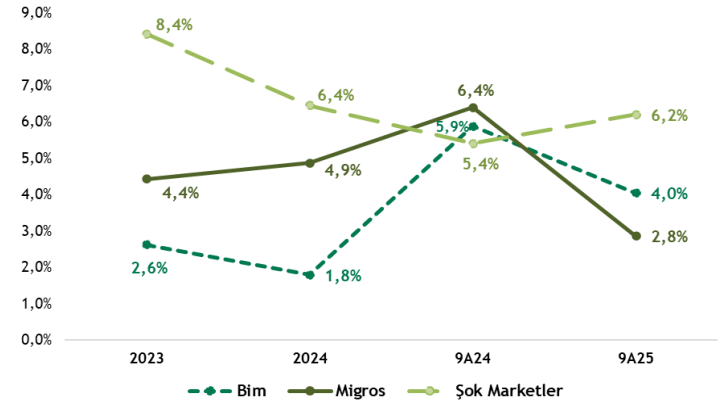
Birebir Mağaza Satış Büyümesi (%) (TMS 29 Hariç)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Bim	63,8%	57,6%	48,1%	40,0%	38,9%
Migros	49,7%	40,2%	35,1%	28,2%	32,0%

Birebir Mağaza Sepet Büyümesi (%) (TMS 29 Hariç)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Bim	63,0%	54,9%	47,4%	37,8%	37,8%
Migros	54,4%	47,3%	40,3%	34,1%	35,0%

Birebir Mağaza Trafik Büyümesi (%)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Bim	0,5%	1,8%	0,5%	1,6%	0,8%
Migros	-3,0%	-4,8%	-3,7%	-4,4%	-2,2%
Şok Marketler	-0,9%	-1,4%	-0,7%	0,9%	1,9%

Kaynak: Bim, Migros, Şok Marketler

Grafik 3: SNA/Net Satışlar (%)



Kaynak: Bim, Migros, Şok Marketler

2026'nın nominal büyümeden ziyade reel büyüme, nakit yaratma kapasitesi ve marj sürdürülebilirliğinin ön plana çıktığı bir yıl olacağını düşünüyoruz. Müşteri trafiğinin büyük ölçüde korunabileceğini, mağaza açılışlarının seçici tempoda devam edeceğini öngörüyoruz. %27'lik asgari ücret artışı personel giderlerinde sınırlı baskı oluşturabilir. Enerji maliyetleri ve kira oranları nedeniyle mağaza maliyetleri, aşağı yönlü riskleri oluşturmaktadır. Müşteri trafiğinde olası yatay/aşağı yönlü seyir ile mağaza başı satışlarda durağan büyüme eğilimi, negatif baskı yaratabilecektir.

BİM (AL, Hedef Fiyat: 800,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 36%

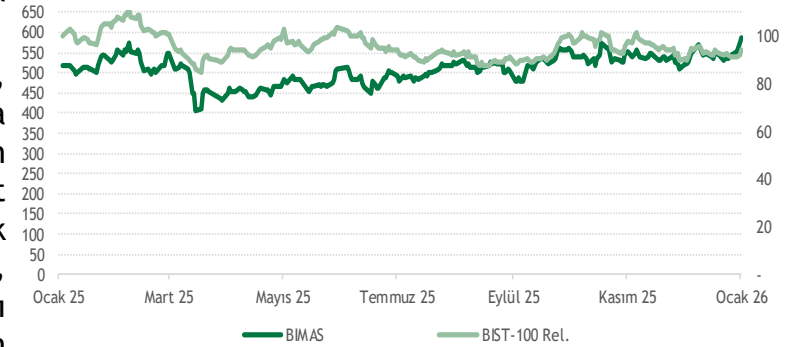
Defansif ve pozitif duruşumuzu, operasyonel iyileşme beklentisiyle koruyoruz...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı 772,00 TL'den 800,00 TL'ye hafif yukarı yönlü revize ediyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Bim, 2026T 6.3x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 12.2x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %36'ya işaret etmektedir. Özel markalı ürün portföyü, FİLE mağazalarının güçlü katkısı, nominal bazda enflasyon & bimflasyonun üzerinde seyreden mağaza sepet hacmindeki büyümenin, Bim'in 2025 yılı performansındaki temel unsurlar olduğunu düşünüyoruz.

➤ Net satışların 2026'da mağaza trafiğinde toparlanma, fiyatlama gücünün korunması ve mağaza başına ciro büyümesinin devam etmesiyle desteklenerek yıllık %22,5'lik büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Rekabet koşulları ve girdi maliyetleri nedeniyle brüt marj artışının kademeli olabileceğini öngörüyoruz. Faaliyet kârlılığı tarafında toparlanmayla FAVÖK'ün 2026'da 60,9 milyar TL'ye yükselmesini; FAVÖK marjının %5,4'ten %6,7'ye çıkmasını bekliyoruz. BİM nezdinde net kârdan ziyade FAVÖK ve nakit üretim kapasitesine odaklanmasının daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.

➤ Güçlü organik büyümesi ve sağlam finansal yapısı ile BİM, takdir ettiğimiz şirketler arasında yer almaktadır. Net kârda sürdürülebilir büyüme ve hedeflenen FAVÖK seviyelerinin korunması, yurt dışı operasyonların katkısı, yurt içi ve yurt dışında artan büyüme iştahı ve başarılı iş modeline paralel olarak Bim hisselerini olumlu değerlendiriyoruz. Borçsuz finansal yapısı, döviz riski taşıyamaması ve güçlü nakit akışına sahip olması nedeniyle BİM için "AL" önerimizi koruyoruz. 2025 ve 2026 için sırasıyla %2,2 ve %2,3'lük temettü verimi hesaplıyoruz.

Kod	BIMAS T1/BIMAS IS	Kapanış	587,00	
Piyasa Değeri (mn TL)	352.200	Son 12 Ay En Yüksek	590,50	
Piyasa Değeri (mn \$)	8.196	Son 12 Ay En Düşük	394,02	
Firma Değeri (mn TL)	382.021	Beta	1,03	
Firma Değeri (mn \$)	8.914	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	79,68	
Halka Açıklık Oranı (%)	71,6	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	46,67	
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	620.692	680.073	743.698	910.739
Büyüme	0,0%	9,6%	9,4%	22,5%
FAVÖK	25.987	29.527	40.067	60.854
FAVÖK Marjı	4,2%	4,3%	5,4%	6,7%
Net Kar	29.180	24.329	23.927	28.796
Pay Başına Kar	48,06	40,07	39,88	47,99
Temettü Verimi	1,7%	2,2%	2,2%	2,3%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,36	1,51	0,82	0,55
Net Borç / Özsermaye (x)	0,27	0,29	0,22	0,19
Ortalama Özsermaye Karlılığı	22,1%	17,0%	15,6%	17,4%
Ortalama Aktif Karlılığı	10,4%	8,3%	7,4%	7,9%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	12,1	14,5	14,7	12,2
FD/FAVÖK	14,7	12,9	9,5	6,3
FD/Satışlar	0,6	0,6	0,5	0,4
F/DD	2,7	2,3	2,3	2,0
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	15,1	4,4	9,4	12,8
\$ Getiri (%)	13,5	1,2	9,1	-7,4
BIST-100 Relatif (%)	5,3	-6,1	2,4	-6,5



Kaynak: KAP, Bim, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 & 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Migros (AL, Hedef Fiyat: 850,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 46%

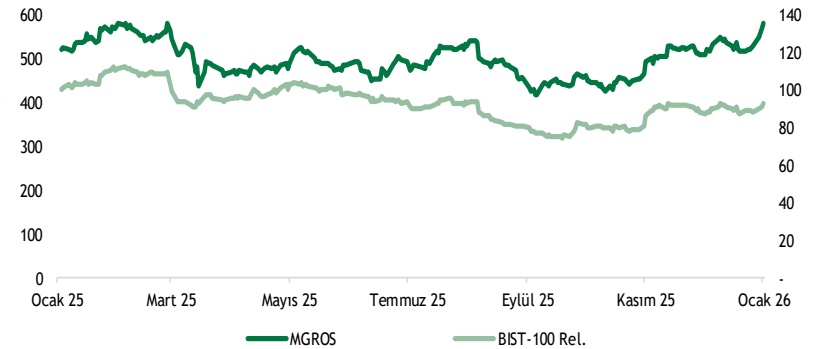
Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı 780,00 TL'den 850,00 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Migros, 2026T 2.8x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 10.5x 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.

Kod	MGROS TL / MGROS IS	Kapanış		581,00
Piyasa Değeri (mn TL)	105.193	Son 12 Ay En Yüksek		587,42
Piyasa Değeri (mn \$)	2.448	Son 12 Ay En Düşük		412,49
Firma Değeri (mn TL)	105.033	Beta		0,92
Firma Değeri (mn \$)	2.444	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		28,10
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		32,19
Anahtar Rakamlar (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	343.111	384.535	411.823	539.191
Büyüme	0,0%	12,1%	7,1%	30,9%
FAVÖK	5.939	20.676	27.334	36.940
FAVÖK Marjı	0,0%	5,4%	6,6%	6,9%
Net Kar	16.830	8.605	7.898	10.065
Pay Başına Kar	92,95	47,53	43,62	55,59
Temettü Verimi	1,2%	1,7%	2,3%	2,9%
Net Borç / FAVÖK (x)	-	-0,09	-0,27	-0,45
Net Borç / Özsermaye (x)	-	-0,03	-0,09	-0,17
Ortalama Özsermaye Karlılığı	28,1%	12,0%	10,0%	11,2%
Ortalama Aktif Karlılığı	10,3%	4,6%	3,7%	4,0%
Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	6,3	12,2	13,3	10,5
FD / FAVÖK	17,7	5,1	3,8	2,8
FD / Satışlar	0,3	0,3	0,3	0,2
F / DD	1,5	1,4	1,3	1,1
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	14,3	25,3	11,3	11,9
\$ Getiri (%)	12,7	21,4	11,0	-8,1
BIST-100 Relatif (%)	4,6	12,7	4,2	-7,3



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

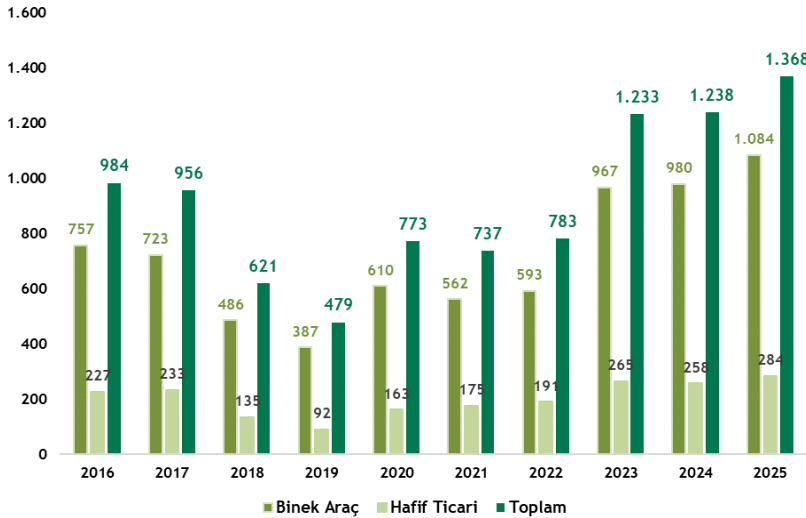
* 2023 & 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Otomotiv Sektörü

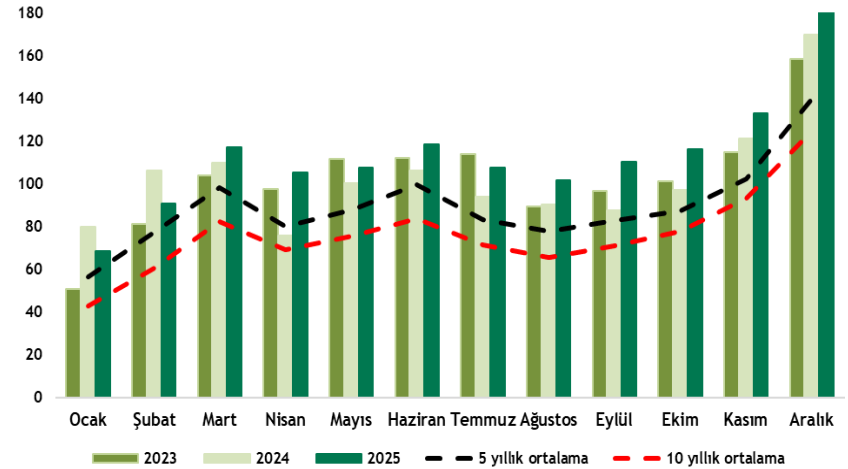
Otomotiv sektörü 2025 yılında yıl başındaki beklentilerin aksine güçlü performans sergilemiştir. Araç bulunurluğundaki iyileşmenin sürmesi, yeni ÖTV düzenlemesi öncesi elektrikli araç tarafında öne çekilen talep ile fiyat rekabetinin yarattığı yoğun kampanya dinamikleri, 2025 yılının satış momentumu oluşturmuştur. TL'nin EUR ve USD karşısında sınırlı değer kaybı, Uzak Doğulu markaların rekabeti artırması & tüketici finansmanına erişim zorlukları, yerli üreticilerin fiyatlama stratejileri üzerinde baskı yaratmıştır.

Yurtiçi binek+ticari araç satışları 2025'te yıllık %10,49 büyüyerek yılı 1.37mn seviyesinde tamamlamıştır (Ocak - Aralık 2024: 1.24mn adet). 12A25'te binek araç perakende satışları yıllık %10,62 artış göstererek 12A24'teki 980.341 adetten 1.084.496 adede yükselirken Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %9,97'lik yükselişle 12A24'teki 258.168 adetten 283.904 adete erişmiştir. 11A25'te toplam üretim adetleri yıllık bazda sınırlı, %2,7, artış göstererek 1.32mn adet olarak gerçekleşirken (11A24: 1.28mn adet) toplam ihracat adetleri ise 11A25'te yıllık %4,6 artışla 11A24'deki 928,4 bin adetten 971,4 bin adete ulaşmıştır.

Yurtiçi Otomotiv Pazarı (adet satış, bin)



Aylık İç Pazar (Binek + Hafif Ticari: adet satış, bin)

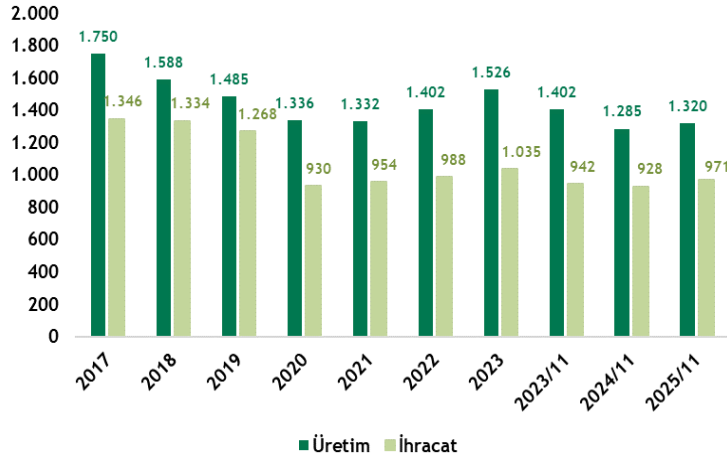


Kaynak: Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği (ODMD), Şeker Yatırım

Kaynak: Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği (ODMD), Şeker Yatırım

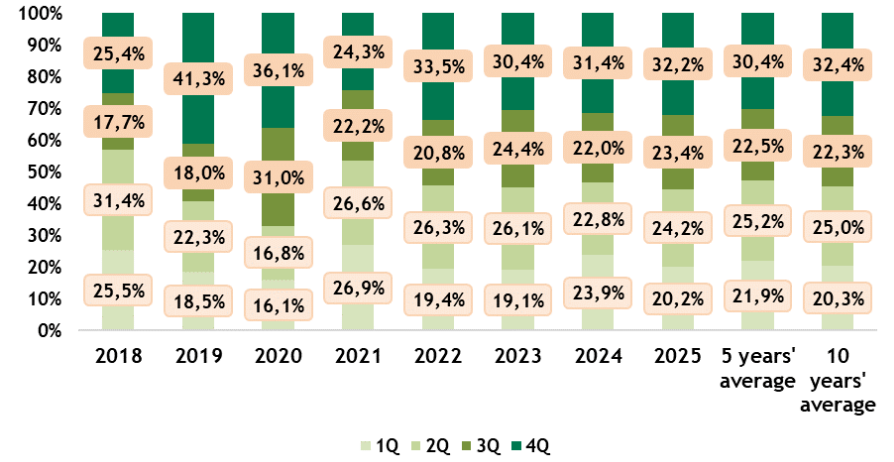
Otomotiv Sektörü

Üretim & İhracat (adet satış, bin)



Kaynak: Otomotiv Sanayii Derneği

Çeyreklik Yurtiçi Binek + Ticari Araç Satışları (adet satış, bin)



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği (ODMD), Şeker Yatırım

2025'te AB pazarının talep tarafı zayıf makro koşullar, yüksek faiz ortamı ve düşük tüketici güveni nedeniyle baskılanmıştır. Elektrifikasyon süreci beklenenden yavaş ilerlemiş; teşviklerin azaltılması ve şarj altyapısının yetersizliği nedeniyle EV penetrasyonu momentum kaybetmiştir. Çinli üreticilerin agresif fiyatlama ve rekabetçi ürün konumlandırması ise Avrupa üreticilerde segment bazlı fiyat baskısı yaratmıştır. Rekor pazar büyüklüğünün gerçekleştiği 2025'e kıyasla 2026'da daha normalize olmuş pazar koşulları oluşacağını öngörmekteyiz. Finansmana erişimin kademeli iyileşeceği varsayımıyla yurtiçi talebin 2025'e benzer geçebileceği görüşündeyiz. Elektrikli araç penetrasyonundaki artış ve yeni model lansmanlarının da araç satışlarını destekleyeceğini düşünüyoruz. Rekabetin sertleşmesiyle fiyatlama ortamında kötüleşme, finansmana erişiminde zorluklar, Avrupa pazarının yatay-zayıf seyrinin ihracatçı şirketleri baskılaması, sektör için aşağı yönlü risklerdir. AB'nin "Made in Europe" kriteri doğrultusunda Türkiye'nin kapsam dışında kalması halinde AB'deki zayıf talep ortamıyla birlikte ihracat hacimleri baskı altına girebilir.

Doğuş Otomotiv (AL, Hedef Fiyat: 302,90 TL)

Getiri Potansiyeli: 48%

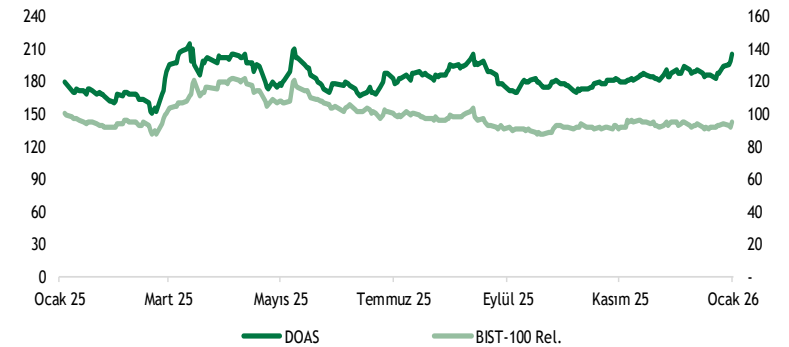
Pazar Payı Korunurken Operasyonel Görünüm Güçleniyor...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 302,90 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Doğuş Otomotiv, 2026T 3.3x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 4.2x rasyoları ile işlem görmektedir. Şirket'in toplam araç satışları Škoda dahil 12A25'te 206.6bin adete ulaşmış (yıllık +%12,2), toplam pazar payı %15,1'e yükselmiştir (PC+LCV+HCV). 2026'da; Škoda dahil toplam PC satışlarının düşük-yatay artış göstereceğini, LCV segmentinde rekabet yoğunluğu ve baz etkisi nedeniyle büyüme hızının yavaşlayabileceğini, ağır ticari araçlarda ise pazar şartlarına bağlı sınırlı düşüş varsayıyoruz.

➤ Güçlü satış görünümüne ek faaliyet giderlerinin kontrollü seyriyle marjların 2026 itibariyle kademeli toparlanacağını tahmin ediyoruz. Operasyonel temelli bir normalleşmeyle muhasebe etkilerinden görece sıyrılmış ve iştiraklerin/iş ortaklıklarının desteğiyle 2026'da net karda yıllık %47 artış, net kâr marjında 0.5 yp iyileşme modelliyoruz.

➤ Şirket'in Grup bünyesindeki markalarda en az bir elektrikli modeli piyasaya sürmesini stratejik açıdan tutarlı buluyoruz. Trafiğe katılan araç sayısındaki artış ve fiyat tarifi güncellenmesiyle TÜVTÜRK'ün katkısı devam edecektir. Şirket'in, VW markalı binek otomobillerin Irak, Azerbaycan ve Suriye'de satış ve SSH girişimi, operasyonel büyüme için pozitif katalizör niteliği taşıyor. Geniş bayi ağı ve SSH'ların karlılık marjları açısından Şirket'e katkısının devam edeceğini öngörüyoruz. 2025 & 2026'da %8,7 ve %12,7'lik temettü verimi hesaplıyoruz.

Kod	DOAS TI/DOAS IS	Kapanış		204,40
Piyasa Değeri (mn TL)	44.968	Son 12 Ay En Yüksek		220,51
Piyasa Değeri (mn \$)	1.046	Son 12 Ay En Düşük		148,48
Firma Değeri (mn TL)	68.814	Beta		0,79
Firma Değeri (mn \$)	1.621	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		11,18
Halka Açıklık Oranı (%)	39,5	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		19,12
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	282.044	246.568	274.774	340.706
Büyüme (%)		-12,6%	11,4%	24,0%
FAVÖK	46.634	21.912	17.075	23.301
FAVÖK Marjı (%)	16,5%	8,9%	6,2%	6,8%
Net Kar	37.082	9.938	7.791	11.457
Pay Başına Kar	168,55	45,17	35,41	52,08
Temettü Verimi	23,0%	15,7%	8,7%	12,7%
Net Borç/FAVÖK (x)	0,13	0,16	1,52	1,19
Net Borç/Özsermaye (x)	0,07	0,05	0,35	0,32
Ortalama Özsermaye Karlılığı	64,7%	13,1%	10,5%	14,3%
Ortalama Aktif Karlılığı	42,7%	8,0%	5,9%	7,6%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	1,2	4,5	5,8	4,2
FD/FAVÖK	1,5	3,1	4,1	3,3
FD/Satışlar	0,2	0,3	0,3	0,2
F/DD	0,6	0,6	0,6	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	8,9	15,3	8,7	14,8
Ş Getiri (%)	7,4	11,7	8,4	-5,7
BIST-100 Relatif (%)	-0,4	3,7	1,7	-4,8



Kaynak: KAP, Doğuş Otomotiv Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Ford Otosan (AL, Hedef: 143,00 TL)

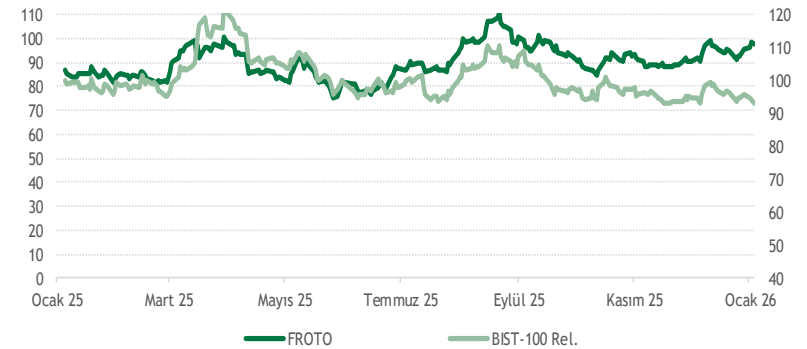
Getiri Potansiyeli: 47%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 143,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2026T 6.4x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 6.8x rasyoları ile işlem görmektedir. Ford Otosan'ın LCV satışları 2025'te yıllık %10,5 artış, 83.131 adede yükselirken PC satışları yıllık %10,8 daralarak 26.454 adede gerilemiş, toplam satış adetleri ise yıllık %4,5 artışla 109.585 adede ulaşmıştır. Şirket, toplam pazarda LCV payını %29,3 seviyesine yükselterek (2024: %29,1) güçlü pazar konumunu korumuştur.

➤ Ford Focus modelinin üretimden çıkarılmasının 2026 itibariyle binek segment performansını aşağı çekmesi beklense de, bu etkinin ürün karmasının gücüyle kademeli olarak dengelenebileceğini değerlendiriyoruz. Yeni modellerin bazı varyantlarında devam eden ramp-up süreçlerinin büyük ölçüde stabilize olduğu, ancak belirli varyantlarda bu sürecin 2026'ya sarkabileceği öngörülmektedir. AB pazarındaki ekonomik endişeler ile şarj altyapısı & teşvik mekanizmalarındaki yetersizlikler talep görünümünde belirsizlik yaratsa da, makroekonomik koşullarda olası bir rahatlamayla görülecek talep toparlanması, Şirket adına yukarı yönlü risk unsurudur. Bu çerçevede, 2026'da ihracat hacimlerinin, ağırlıklı olarak AB pazarındaki talep koşullarına bağlı olarak yatay seyretmesini bekliyor, kapasite kullanım oranlarında kademeli bir iyileşme varsayarak 2026'da operasyonel görünümün 2025'e paralel seyretmesini öngörüyoruz. Orta-uzun vadede, elektrifikasyon sürecinin olgunlaşması ve yeni model devreye alımlarıyla Ford Otosan'ın görünümünün pozitif olduğunu düşünüyoruz.

➤ Kısa vadede binek araçlardaki zayıflık ve Avrupa pazarındaki belirsizliklere rağmen pazardaki güçlü LCV konumu, ihracat ağırlıklı iş modeli, sağlam ürün karması ve cost-plus ihracat anlaşmalarıyla defansif pozitif bakış açımızı sürdürüyoruz.

Kod	FROTO TI/FROTO IS	Kapanış		97,55
Piyasa Değeri (mn TL)	342.313	Son 12 Ay En Yüksek		111,01
Piyasa Değeri (mn \$)	7.966	Son 12 Ay En Düşük		73,99
Firma Değeri (mn TL)	440.085	Beta		0,91
Firma Değeri (mn \$)	10.321	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		33,33
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		36,43
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	778.423	778.804	849.268	1.122.170
Büyüme	27,7%	0,0%	9,0%	32,1%
FAVÖK	80.714	52.184	51.026	68.519
FAVÖK Marjı	10,4%	6,7%	6,0%	6,1%
Net Kar	92.706	50.869	36.547	50.541
Pay Başına Kar	26,42	14,50	10,42	14,40
Temettü Verimi	5,9%	8,0%	4,3%	3,4%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,42	1,75	2,08	1,58
Net Borç/Özsermaye (x)	0,83	0,60	0,78	0,59
Ortalama Özsermaye Karlılığı		35,2%	25,5%	31,7%
Ortalama Aktif Karlılığı	25,1%	12,1%	9,1%	12,2%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	0,5	1,6	9,4	6,8
FD/FAVÖK	0,5	1,7	8,6	6,4
FD/Satışlar	0,1	0,1	0,5	0,4
F/DD	0,3	0,6	2,5	1,9
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	7,4	6,8	5,3	12,0
\$ Getiri (%)	6,0	3,4	5,0	-8,0
BIST-100 Relatif (%)	-1,7	-4,0	-1,4	-7,2



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

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Tofaş (AL, Hedef Fiyat: 338,50 TL)

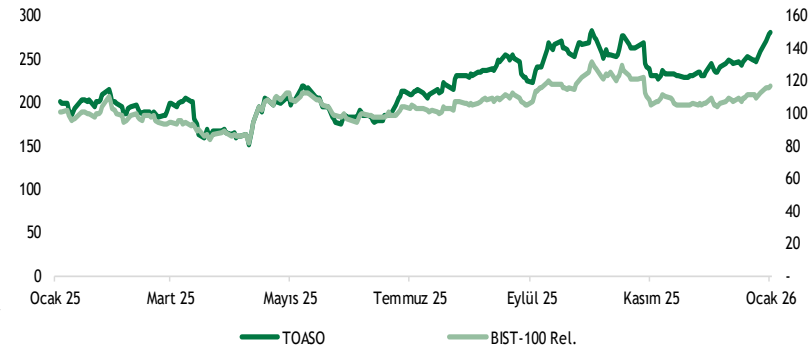
Getiri Potansiyeli: 21%

Şirket için hedef pay fiyatımızı 284,70 TL'den 338,50 TL'ye revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak Tofaş, 2026T 8.4x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 13.9x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %21'e işaret etmektedir.

Tofaş, Fiat, Opel, Citroën ve Peugeot için K0 modelinin hafif ticari araç ve Combi versiyonlarının Türkiye'de üretimine başlamış olup, 2024-2032'de 1mn adet üretim hedeflemekte ve bu üretimin 230 bin adedinin Kuzey Amerika'ya ihraç edilmesine yönelik sözleşme bulunmaktadır. Scudo (K0) modelinin hafif ticari araç satışlarına katkısının kademeli olarak artmasını bekleriz. Ayrıca, Stellantis markaları için 3Ç26 itibarıyla K9 modelinin hafif ticari araç ve Combi versiyonlarının devreye alınacak olması ticari araç büyümesi için pozitif bir katalizör niteliğindedir. K9 modelinin ağırlıklı olarak Türkiye ve MEA pazarlarına odaklanması, şirket operasyonlarını uzun vadede destekleyecektir. Öte yandan, Egea kontratlarının 2026'nın ikinci yarısına kadar uzatılmış olması, binek araç tarafında kısa vadede koruyucu bir etki sağlarken; orta-uzun vadede Egea'nın yerini alabilecek yeni model ve yatırım programlarına ilişkin haber akışı önemli olacaktır.

Şirketin al ya da öde anlaşmalarıyla desteklenen finansal yapısı ile FCA ve PSA markalarının sağladığı marka gücünü operasyonel görünüm açısından pozitif değerlendiriyoruz. Ayrıca, Stellantis Otomotiv konsolidasyonunun tamamlanmasıyla birlikte, finansallar üzerindeki etkilerin orta vadede daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Şirket için 2026 yılı için %3,6'lık bir temettü getirisi hesaplıyoruz.

Kod	TOASO TI/TOASO IS	Kapanış		280,75
Piyasa Değeri (mn TL)	140.375	Son 12 Ay En Yüksek		285,25
Piyasa Değeri (mn \$)	3.266	Son 12 Ay En Düşük		150,10
Firma Değeri (mn TL)	159.922	Beta		1,09
Firma Değeri (mn \$)	3.737	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		36,98
Halka Açıklık Oranı (%)	24,5	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		23,71
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	241.141	157.420	307.611	481.692
Büyüme (%)		-34,7%	95,4%	56,6%
FAVÖK	37.152	12.147	9.377	18.958
FAVÖK Marjı (%)	15,4%	7,7%	3,0%	3,9%
Net Kar	28.505	6.834	5.619	10.118
Pay Başına Kar	57,01	13,67	13,79	20,73
Temettü Verimi	8,9%	5,2%	2,4%	3,6%
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,39	0,51	2,21	0,26
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,35	0,17	0,33	0,06
Ortalama Özsermaye Karlılığı		10,4%	9,0%	13,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,1%	4,0%	4,9%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	4,9	20,5	25,0	13,9
FD/FAVÖK	4,3	13,2	17,1	8,4
FD/Satışlar	0,7	1,0	0,5	0,3
F/DD	1,8	2,1	3,5	2,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	20,2	0,7	13,7	46,0
\$ Getiri (%)	18,6	-2,4	13,4	19,9
BIST-100 Relatif (%)	10,0	-9,5	6,4	21,0

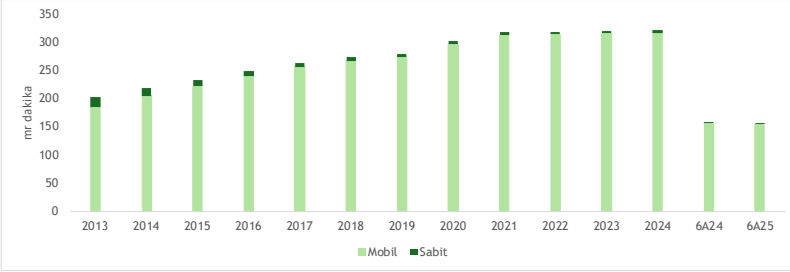


Kaynak: KAP, Tofaş, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

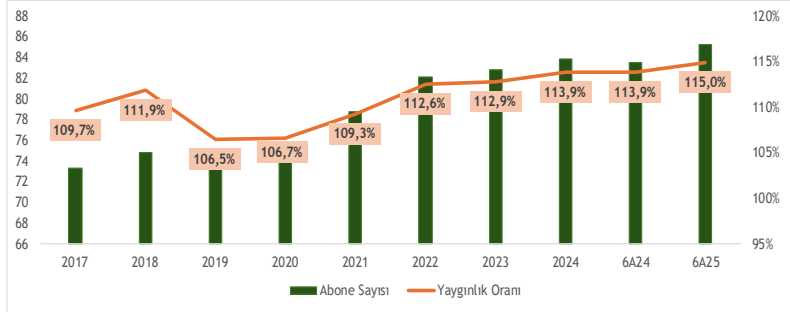
Telekomünikasyon

Toplam Yıllık Trafik (mr dk)



Kaynak: BTK

Mobil Abone Sayısı ve Penetrasyon

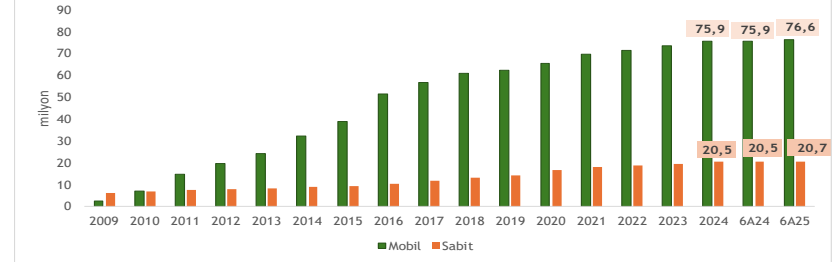


Kaynak: BTK

2025 yılı Telekom sektörü açısından hem Türkiye’de hem küresel ölçekte yapısal dönüşümün hızlandığı, teknolojik altyapı yatırımlarının yoğunlaştığı ve gelir kompozisyonunun daha belirgin şekilde veri merkezli bir yapıya evrildiği bir dönem olmuştur. Mobil abone sayısındaki artış, fiberleşme faaliyetlerinin ivme kazanması, veri tüketimindeki kesintisiz yükseliş ve dijital iş servisi gelirlerindeki güçlü büyüme, yıl boyunca sektörün talep dinamiklerini destekleyen başlıca unsurlar olmuştur.

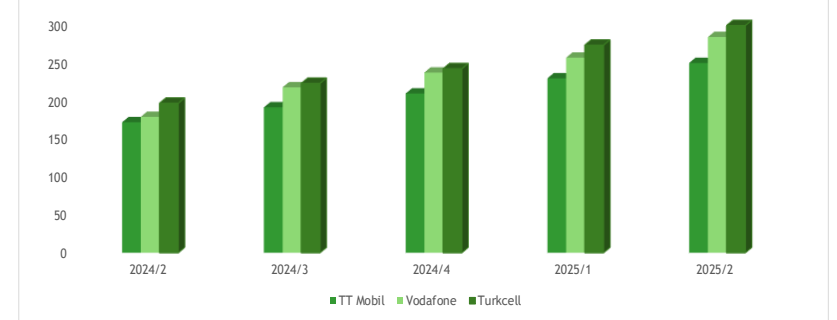
Mobil piyasada abone dinamikleri ve ARPU görünümü- BTK’nın 2025/06 dönemine ilişkin verilerine göre sabit telefon abone sayısı 8,8 milyon, mobil abone sayısı ise yaklaşık 96,5 milyon seviyesine ulaşmıştır. Mobil yaygınlık oranı %112,6 olarak gerçekleşirken, makineler arası iletişim (M2M) hatları ile 0-9 yaş aralığındaki nüfus hariç tutulduğunda bu oran %115’e yükselmektedir. Veri trafiğindeki güçlü artış; video akışı, bulut tabanlı uygulamalar, çoklu cihaz kullanımı ve oyun ekosistemindeki genişleme gibi faktörlerle desteklenmiştir. Öte yandan, faturalı hatların toplam abone içindeki payının yükselmesi operatörlerin ARPU göstergeleri üzerinde olumlu bir etki yaratmıştır. Artan veri tüketimi ve faturasızdan faturalıya geçiş eğiliminin güçlenmesi doğrultusunda, 2026 yılında mobil gelirlerin daha sağlıklı, öngörülebilir ve sürdürülebilir bir yapıya kavuşmasını bekliyoruz.

Genişbant Abone Sayısı



Kaynak: BTK

Operatörlere Göre ARPU (Abone Başına Aylık Gelir)



Kaynak: BTK

Telekomünikasyon

Altyapısal yatırımlar ve 5G'ye geçiş hazırlıkları- 2025'in en kritik gelişmelerinden biri, Ekim ayında gerçekleştirilen 5G frekans ihalesi olmuştur. İhale, Türkiye'nin yeni nesil mobil iletişim teknolojisine geçişinde stratejik bir eşik oluşturarak, 2026 itibarıyla 5G'nin kademeli olarak devreye alınacağını sinyali vermiştir. 2025 yılı boyunca operatörler, çekirdek ağ modernizasyonu, fiber altyapı genişlemesi ve şebeke kapasitesi artırımı gibi alanlara yoğun şekilde yatırım yapmıştır. Bu yatırımlar, yalnızca mobil genişbant için değil; nesnelerin interneti (IoT), endüstri 4.0 uygulamaları, akıllı şehir projeleri ve düşük gecikme hassasiyeti taşıyan endüstriyel kullanım senaryoları için de kritik önem taşımaktadır.

Fiber yaygınlaşması ve sabit genişbant büyümesi- 2025 yılında fiber abone sayısı ve sabit genişbant erişimi kayda değer ölçüde artmıştır. Dijital içerik tüketiminin çeşitlenmesi, evden çalışma pratiklerinin kalıcı hale gelmesi ve eğitim-sağlık gibi kritik hizmetlerin çevrimiçi platformlara taşınması, sabit internet altyapısına yönelik talebi güçlendirmiştir. Operatörlerin fiberleşme stratejileri, yalnızca hane halkı erişimini genişletmekle kalmamış; aynı zamanda 5G baz istasyonlarının arka plan bağlantı gereksinimini karşılamak açısından da stratejik bir rol üstlenmiştir.

Dijital iş servisleri, veri merkezleri ve bulut hizmetlerinde büyüme- Telekom şirketleri 2025 yılında gelir modelini klasik abonelik hizmetlerinin ötesine taşımış; dijital iş servisleri, kurumsal BT çözümleri, siber güvenlik hizmetleri, bulut servisleri ve veri merkezi işletmeciliği gibi yüksek katma değerli alanlara stratejik ağırlık vermiştir. Kurumsal segmentte dijitalleşme talebinin artması, telekom operatörlerinin yalnızca bağlantı sağlayıcısı değil, kapsamlı teknoloji hizmet sağlayıcıları olarak konumlanmasını hızlandırmıştır.

Rekabet dinamikleri ve finansal sürdürülebilirlik- 2025 yılında operatörler arası rekabet yüksek seyretmiş, mobil numara taşıma pazarındaki hareketlilik bunun somut bir göstergesi olmuştur. Abone kazanımı daha maliyetli hale gelirken, fiyat duyarlılığı ve paket çeşitliliği rekabet stratejilerinin merkezine yerleşmiştir. Sektördeki yüksek yatırım ihtiyacı, kur ve faiz değişkenleriyle birleşerek finansal sürdürülebilirliğin dikkatle yönetilmesi gereken bir boyutunu ortaya çıkarmıştır. Nakit akışı baskıları, yatırım-gelir dengesi ve operasyonel verimlilik 2025 yılında sektörün karşı karşıya kaldığı önemli sınamalardan biri olmuştur.

2026 yılına ilişkin beklentilerimiz, faturalı abone oranındaki yükseliş, paket kompozisyonunun veri ağırlıklı yapıya kayması ve data odaklı tarifelerde kademeli fiyat güncellemelerinin sürmesiyle reel ARPU büyümesinin devam edeceği yönündedir. Buna ek olarak veri tüketimindeki artış, dijital hizmetlerdeki genişleme ve kurumsal BT çözümlerindeki ivmelenmenin korunmasını bekliyoruz.

Bununla birlikte:

- Döviz bazlı yatırım maliyetlerinin artması,
- Yüksek yatırım harcamaları nedeniyle nakit akışı baskısı,
- Rekabet yoğunluğu (fiyat baskısı),
- Borçluluğun yükselme riski,

Sektör şirketleri açısından dikkatle yönetilmesi gereken başlıca risk unsurları olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak orta-uzun vadede, 5G ekosistemi, kurumsal dijitalleşme, bulut hizmetleri, güvenlik çözümleri, veri merkezi hizmetleri ve katma değerli dijital iş servislerinin ölçeklenmesi, bu riskleri dengeleyerek sektörün sürdürülebilir büyüme trendini korumasını sağlayacak temel fırsatlar olarak öne çıkacağını düşünümekteyiz.

Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 140,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %41

Google Cloud iş birliğinin, Turkcell'in teknoloji liderliğini güçlendirerek sürdürülebilir büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

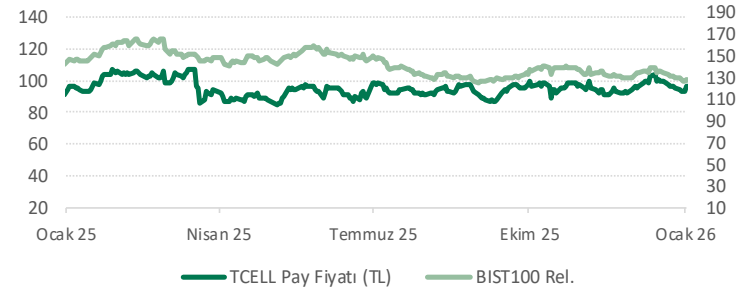
Turkcell, 2025 yılı telekom sektöründeki zorlu makro koşullara rağmen güçlü ve dengeli bir performansla tamamladı. Veri kullanımı ve faturalı abone odağına ek olarak dijital iş servisleri (veri merkezi vb.) ve Techfin tarafındaki büyüme, şirketin yıl boyunca operasyonel dayanıklılığını korumasına sağladı. Önümüzdeki dönemde, 5G ihale bedelinin ilk iki taksitinin 2026 yılı içinde ödenecek olması ve Google Cloud iş birliği kapsamında 2032'ye kadar tamamlanması planlanan üç veri merkezi için yaklaşık 1 milyar USD tutarındaki yatırım harcamaları nedeniyle, 2026 itibarıyla yatırım harcamaları içinde veri merkezlerinin payının artmasını bekliyoruz. Ancak, operasyonel yatırım harcamaları/satış gelirlerinin %24'ü aşmasını beklemiyoruz. Bununla birlikte, 5G, veri merkezi, güneş enerjisi gibi yatırımlara hazırlık yapmak için yıl başında yapılan Eurobond ihracı ve körfez ülkelerinden sağlanan çeşitli finansmanlarla finansal yapı erkenden hazırlandığından 2026 yılında net borç / FAVÖK'ün 1x'in altında kalacağını tahmin ediyoruz. **Kasım 2025'te açıklanan Google Cloud ile stratejik iş birliği, Turkcell'in telekom operatörlüğündeki teknoloji hizmet sağlayıcılığına evrilen dönüşüm sürecinde en kritik adımlardan biri olarak öne çıkmaktadır.** Şirket, 2032 yılına kadar planladığı 1 milyar ABD dolarlık yatırım ile veri merkezi kapasitesini iki katına çıkarmayı, dolar bazlı bulut gelirlerini ise mevcut seviyelerin yaklaşık altı katına taşımayı hedeflemektedir. Bu anlaşma kapsamında Turkcell'in Google Cloud'un yetkili iş ortağı ve satıcısı konumuna gelmesinin, ürün tedarik maliyetlerinde avantaj sağlarken satış tarafında da marj yapısını güçlendireceğini düşünüyoruz. Söz konusu ortaklığın, yalnızca yeni bir gelir kalemi yaratmakla kalmayıp, şirketin nakit akışını geleneksel telekom hizmetlerinden daha yüksek katma değerli ve ölçeklenebilir teknoloji çözümlerine yönlendirmesine imkân tanıyacağını öngörüyoruz. Genel çerçevede değerlendirildiğinde bu iş birliği, Turkcell'in döviz bazlı gelirlerini çeşitlendiren, kârlılık kalitesini artıran ve uzun vadeli büyüme stratejisini destekleyen stratejik bir kırılma noktası olacağını düşünüyoruz. Yıl genelinde mobil tarafta faturalı abone odağı ve sabit tarafta 100 MHz ve üzeri hız içeren paketlere artan talep, Turkcell'in ana gelir kalemlerini destekleyen temel unsurlar olurken; Ocak ayında uygulanan %14'lük kitlesel fiyat artışı takiben, yılın ilerleyen dönemlerinde segment bazlı fiyatlama ve müşterileri üst paketlere yönlendiren aksiyonlar gelir artışını desteklemiştir. Bu fiyatlama ve paket geçişi stratejisinin 2026 yılında da sürdürülmesini bekliyoruz.

Faturalı hat oranındaki yükseliş ve yapılan fiyat güncellemeleri, abone başı gelirlerde (ARPU) artışa katkı sağlarken; fiber abone sayısındaki büyüme, daha yüksek katma değerli müşteri yapısına geçişi hızlandırdı. Bu görünüm, şirketin gelir kompozisyonunu daha sürdürülebilir bir yapıya taşıdı. Dijital iş servisleri, veri merkezi, bulut çözümleri ve siber güvenlik hizmetleri, kurumsal segmentte gelir çeşitliliğini artırmıştır. Kurumsal müşterilere yönelik dijital dönüşüm projeleri, yüksek katma değerli sözleşmelerle ciroyu desteklerken, marj kalitesine de olumlu katkı sağlamıştır.

Turkcell, Superbox 5G modemler ile 5G deneyimini evlere taşımaya hazırlanıyor. Halihazırda satışta olan Superbox 5G cihazları, 1 Nisan 2026'da 5G'nin devreye alınmasıyla birlikte otomatik olarak 5G uyumlu hale gelecek. Şu anda 4.5G altyapısı üzerinden hizmet verirken, 5G ile birlikte Wi-Fi 7 teknolojisi üzerinden hizmet verecek olan yeni nesil superbox 5G, 4.5G'ye kıyasla 10 kata kadar daha yüksek hız sunmayı hedefliyor. Bu sayede fiber kalitesinde internetin, kablosuz bağlantı kolaylığıyla evlere ulaştırılması amaçlanıyor.

2026 yılında, Turkcell'de, faturalı abone oranındaki artış ve segment bazlı fiyatlama stratejisinin devamı sayesinde reel ARPU büyümesinin sürmesini, 5G'nin kademeli olarak devreye girmesiyle birlikte veri tüketimi ve dijital iş servisi gelirlerinin desteklenmesini, yüksek altyapı yatırımları nedeniyle yatırım harcamaları nominal olarak yükselse de gelirdeki artışla yatırım harcamaları/ satış gelirleri 'nin %24'ün üzerine çıkmasını beklemiyoruz. Net borç / FAVÖK rasyosunun 1x in altında kalmasını bekliyoruz. **Beklentilerimiz doğrultusunda Turkcell (TCELL) hissesi için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 136,60 TL seviyesinden 140,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %41 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.**

Kod	TCELL.IS	Kapanış	98,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	217.360	Son 12 Ay En Yüksek	107,10	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.949	Son 12 Ay En Düşük	81,29	
Firma Değeri (Mn TL)	261.676	Beta	1,05	
Firma Değeri (Mn \$)	5.924	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	62,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	44,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	45,1%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	194.580	207.928	241.350	320.250
Büyüme		6,9%	16,1%	32,7%
FAVÖK	88.922	92.523	103.780	130.380
FAVÖK Marjı	45,7%	44,5%	43,0%	40,7%
Net Kar (Mn TL)	23.725	30.790	18.760	24.300
Pay Başına Kar	10,78	14,00	8,53	11,05
Temettü Verimi	2,16%	3,62%	3,39%	3,59%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,54	0,40	0,21	0,20
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,15	0,08	0,08
Ort. Özsermaye Karlılığı		12,9%	7,1%	8,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,7%	3,9%	4,4%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	9,8	8,7	11,6	8,9
FD/FAVÖK	3,2	3,3	2,5	2,0
FD/Satışlar	0,8	1,2	1,1	0,8
F/DD	1,0	1,1	0,8	0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	2,0	1,9	0,2	-9,2
\$ Getiri (%)	0,1	-3,4	-12,8	-26,0
BIST-100 Relatif (%):	-8,5	-10,4	-6,1	-7,0



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Türk Telekom (AL, Hedef Fiyat: 80,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %35

Normalleşen fiyatlama, güçlenen abone ve fiber dinamikleri...

2025 yılında enflasyonun üzerinde bir fiyat revizyonu yapılmadı. Buna karşın 2022-2024 döneminde uygulanan fiyat ayarlamaları enflasyonun üzerinde gerçekleşmiş; bu süreç güçlü fiyatlama disiplini ile upsell odaklı ürün ve paket stratejileri tarafından etkin biçimde desteklenmiştir. Söz konusu unsurların katkısıyla 2023 ve 2024 yıllarında %15-17 bandında reel ARPU büyümesi elde edilmiştir. 2025 yılına ilişkin 9 aylık gerçekleştirmeler, fiyatlama tarafında normalleşme sürecinin başladığına işaret ederken, büyümenin kompozisyonunda da belirgin bir değişim gözlenmektedir. Bu dönemde büyümenin ana itici gücü, fiyat artışlarından ziyade abone bazındaki büyüme olmuştur. Nitekim 2024 yılında ortalama abone başı yıllık %4,4, 2025'in ilk 9 ayında ise %10,9 artış kaydetmiştir. Bu oranlar, geçmiş yıllarla kıyaslandığında daha güçlü bir abone kazanım ivmesine işaret etmektedir. Şirketin abone tarafında yakaladığı bu ivmenin 2026 yılında da korunmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2026 yılında gelir büyümesinin ana belirleyicilerinden birinin fiyat artışlarından ziyade abone kazanımı ve genişleyen abone bazının yaratacağı hacim etkisi olacağını düşünüyoruz.

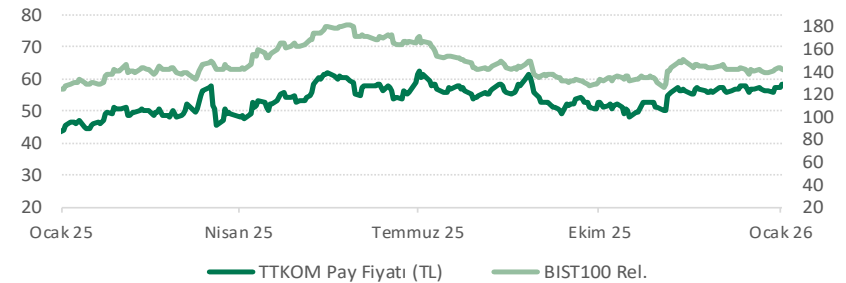
Sabit genişbant tarafında ise Türk Telekom'un ana stratejik odağı olan fiber altyapı yatırımlarının büyüme hikâyesinin merkezinde kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Mevcut FTTC abone bazının hızla FTTH altyapısına dönüştürülmesi, bağlantı kalitesi ve gelir potansiyelini yukarıya taşıyacağını düşünüyoruz. 2025 yılında fiber segmentinde gözlenen güçlü abone kazanımlarının ardından, 2026'da büyüme hızının devam edeceğini düşünüyoruz.

2025 beklentileri- 2025 yılı için %10 olan konsolide gelir büyümesi (UFRYK 12 hariç) ve %29 olan yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranı öngörüsü korunurken, FAVÖK marjının 2025'in ilk dokuz ayında beklentileri aşmasıyla birlikte FAVÖK marjı öngörüsü %41'den %41,5 seviyesine revize edildi. Şirket beklentilerinde 2025 yıl sonu enflasyon oranının %29 olacağını varsaymıştır.

TTKOM'un güçlü fiber altyapısı, 5G baz istasyonlarının arka bağlantısı için avantaj sağlayacağını düşünüyoruz. 5G ihale ödemesi, 2026'ya doğru CAPEX ve nakit akışı üzerinde geçici baskı yaratabilecek; ancak güçlü fiber altyapı sayesinde orta-uzun vadede gelir artışı ve iş modeli kalitesini destekleyici bir unsur olacağını düşünüyoruz.

Beklentilerimiz doğrultusunda, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 72,50 TL seviyesinden 80,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %35 getiri potansiyeli taşıdığı için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TTKOM.IS	Kapanış	58,85	
Piyasa Değeri (Mn TL)	205.975	Son 12 Ay En Yüksek	62,80	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.654	Son 12 Ay En Düşük	44,32	
Firma Değeri (Mn TL)	262.875	Beta	1,00	
Firma Değeri(Mn \$)	6.139	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	27,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	13,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	46,5%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	189.330	211.589	234.895	309.250
Büyüme		11,8%	11,0%	31,7%
FAVÖK	61.694	77.274	97.960	131.200
FAVÖK Marjı	32,6%	36,5%	41,7%	42,4%
Net Kar (Mn TL)	31.034	11.068	29.200	34.875
Pay Başına Kar	8,87	3,16	8,34	9,96
Temettü Verimi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,36	0,89	0,60	0,58
Net Borç / Özsermaye (x)	0,45	0,36	0,27	0,30
Ort. Özsermaye Karlılığı		5,9%	14,2%	14,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		3,1%	8,2%	9,3%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	5,2	18,0	7,1	5,9
FD/FAVÖK	4,0	3,5	2,7	2,0
FD/Satışlar	0,8	1,0	1,1	0,9
F/DD	0,9	1,0	0,9	0,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,5	-1,5	23,9	12,2
\$ Getiri (%)	-5,3	-6,6	7,8	-8,6
BIST-100 Relatif (%):	-13,5	-13,3	16,1	14,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

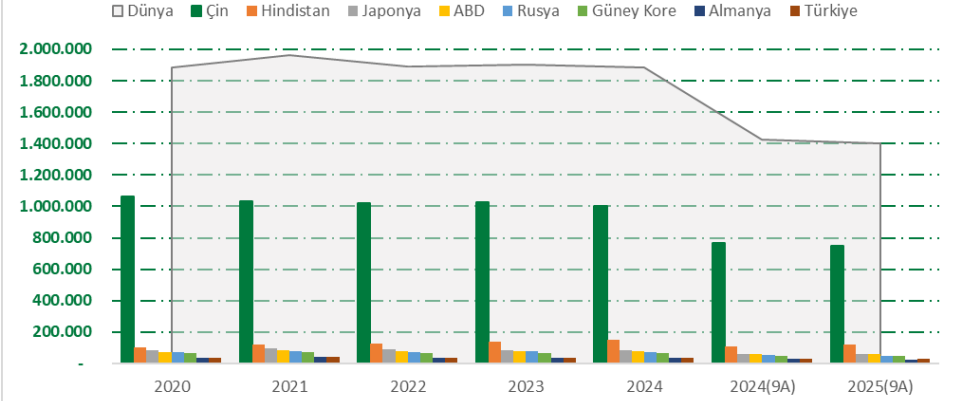
*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Demir Çelik Sektörü

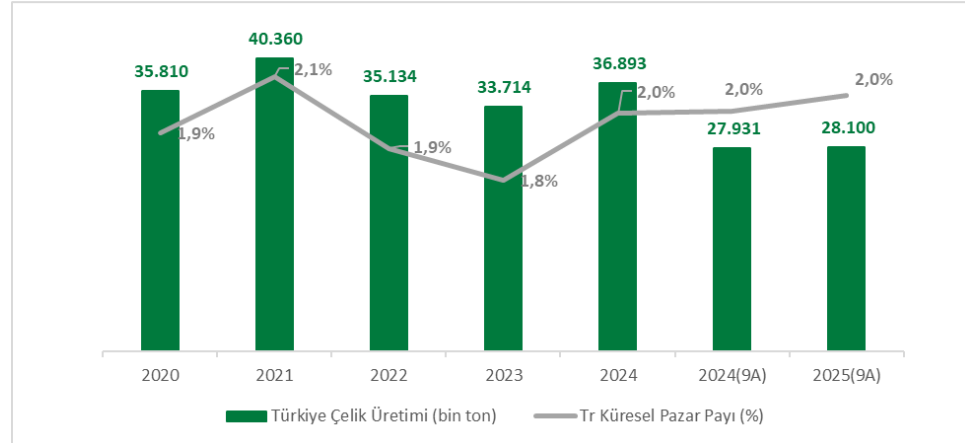
2025 yılında küresel demir-çelik sektörü, jeopolitik gerilimlerin ve ekonomik yavaşlamanın etkisiyle yeniden şekillenen bir talep ortamıyla karşılaştı. Çin'deki emlak sektörü kaynaklı yavaşlama sürerken, başta Asya olmak üzere bazı bölgelerde artan arz fazlası, dampingli fiyatlarla küresel piyasalara yöneldi. Bu durum; Avrupa ve ABD gibi gelişmiş ekonomilerde, korumacılık tedbirlerinin yeniden gündeme gelmesine ve ithalata yönelik ek vergilerin artırılmasına yol açtı.

World Steel Association (Worldsteel) verilerine göre, 2025'in ilk 9 ayında dünya ham çelik üretimi geçen yılın aynı dönemine göre %1,16 oranında düşerek yaklaşık 1,4 milyar ton seviyesinde gerçekleşti. Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya gibi başlıca üretici ülkeler üretim açısından öne çıkarken; Türkiye'nin global üretim içindeki payı ise yıllık bazda %2 seviyesinde kaldı. Yandaki grafiklerde, hem küresel çelik üretimindeki başlıca ülkelerin yıllar içindeki üretim eğilimleri hem de Türkiye'nin global pazar içindeki konumunun nasıl şekillendiği detaylı olarak sunulmuştur.

Küresel Çelik Üretimi ve Başlıca Üretici Ülkeler (2020 – 2025/9A) (bin ton)



Türkiye'nin Çelik Üretimi ve Küresel Pazar Payı (2020 – 2025/9A), (bin ton)



Kaynak: World Steel Association, Şeker Yatırım

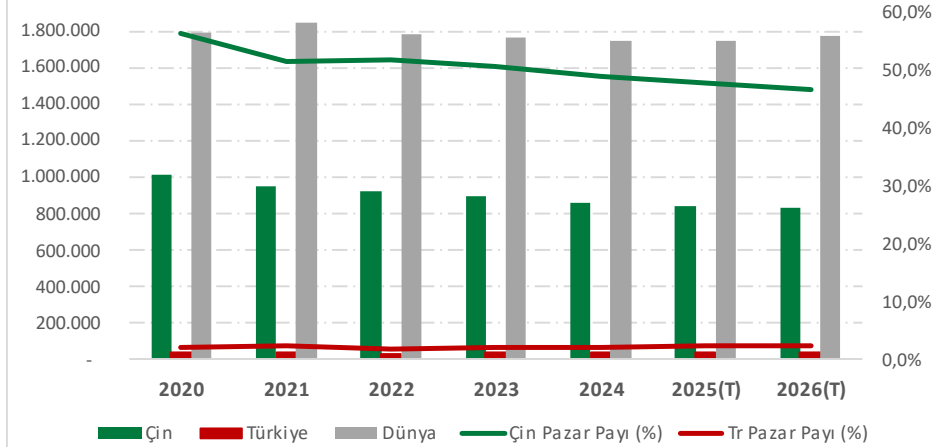
Demir Çelik Sektörü

2020-2023 döneminde pandemi sonrası toparlanma süreciyle birlikte dünya çelik tüketimi yıllık bazda sınırlı dalgalanmalar gösterirken, 2024 ve 2025 yıllarında tüketim rakamları görece yatay bir seyir izlemektedir. Dünya çelik tüketimi 2024 yılında 1.749,4 milyon ton olarak gerçekleşmiş, 2025 yılı için bu rakamın 1.749,2 milyon ton seviyesinde oluşması beklenmektedir. 2026 projeksiyonuna göre ise 1.772,5 milyon ton ile sınırlı bir artış öngörülmektedir.

Çin'in dünya çelik tüketimindeki payı, 2020'de %56,4 iken 2026 öngörüsünde %46,9'a kadar gerilemektedir. Çin'in tüketim tarafında kademeli olarak düşüş göstermesi, özellikle iç talep zayıflığı ve düşük marj ortamı nedeniyle arz kısıntısına gitmesinden kaynaklanmaktadır. Buna karşın, Hindistan gibi bazı Asya ülkelerinin üretim kapasitesini artırmaya devam etmesi, arz fazlası tartışmalarını canlı tutmaktadır. Bu bağlamda, global düzeyde bölgesel dengesizliklerin 2026 yılında da devam etmesi muhtemeldir.

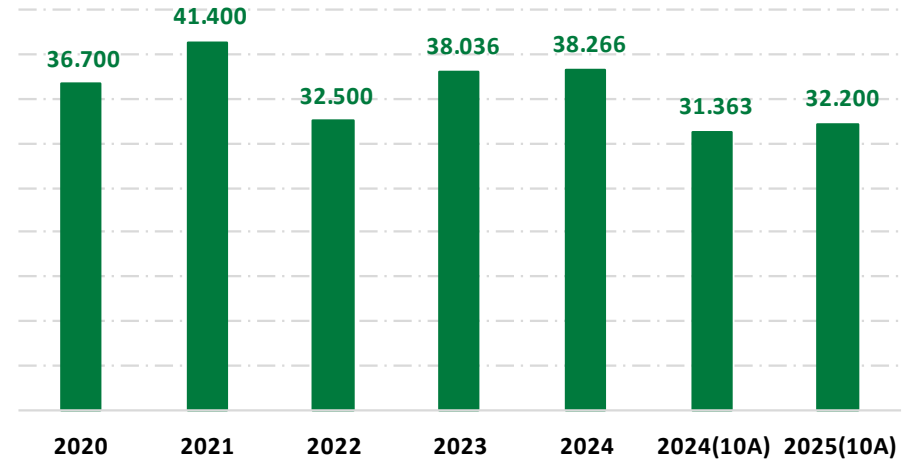
Türkiye tarafında ise 2020-2025 yılları arasında çelik tüketiminde ciddi dalgalanmalar gözlemlenmiştir. 2021 yılında 41,4 milyon ton ile güçlü bir performans sergilenmiş, ancak 2022'de bu rakam 32,5 milyon tona kadar gerilemiştir. 2023 ve 2024'te tüketim toparlansa da, 2025 yılı tahmini 39,7 milyon ton ile hâlâ 2021 seviyesinin altında kalmaktadır. Türkiye'nin 2022 yılında %1,8'e kadar düşen dünya tüketimi içindeki payı, 2025 yılında %2,3 seviyesine yükselmiştir.

Dünya Çelik Tüketimi (bin ton) ve Çin ile Türkiye'nin Pazar Payı(%) (2020–2026T)



Kaynak: World Steel Association, Şeker Yatırım

Türkiye Çelik Tüketimi (bin ton)



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği, TCÜD, Şeker Yatırım

Demir Çelik Sektörü

Kapasite Kullanımı : Artan İthalat ve Maliyet Baskısı

2025 yılı itibarıyla Türkiye’de ana metal sanayi genelinde kapasite kullanım oranı %75 seviyelerinde seyretmekteyken, özellikle çelik sektöründe bu oran %70’in altına gerilemiş durumdadır. Bu düşüşte başlıca iki neden öne çıkmaktadır:

- Artan ithalat baskısı
- Yükselen üretim maliyetleri

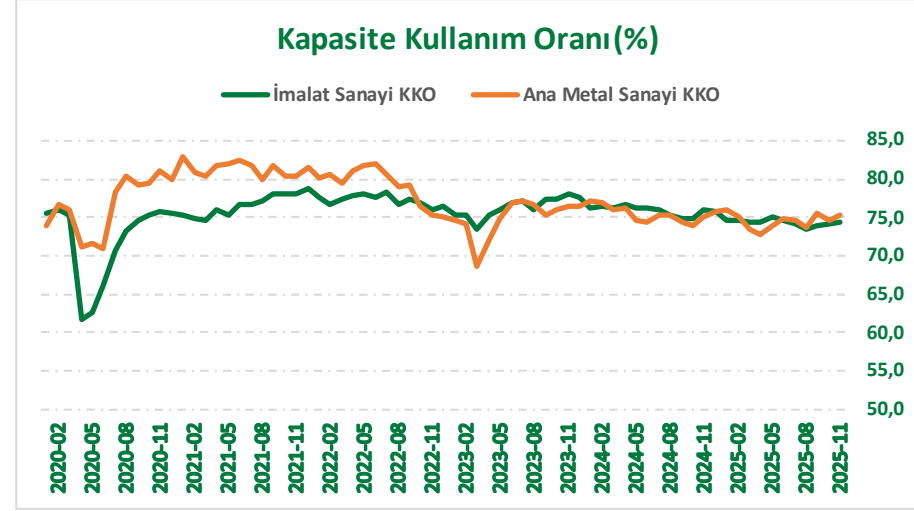
Çin’in ihracatını artırarak dumpingli ve düşük fiyatlı ürünlerle Türkiye pazarına yönelmesi, 2024 ve 2025’te yerli üreticilerin fiyat rekabetini kaybetmesine yol açmıştır. Aynı dönemde ihracat zayıf seyrini sürdürürken ithalat yeniden artışa geçmiştir.

Öte yandan, kur artışı ve yüksek enerji/girdi maliyetleri, üreticilerin kârlılığını baskılamış; bazı firmaların üretimlerini kısıtlamalarına veya tek vardiya sistemine geçmelerine neden olmuştur.

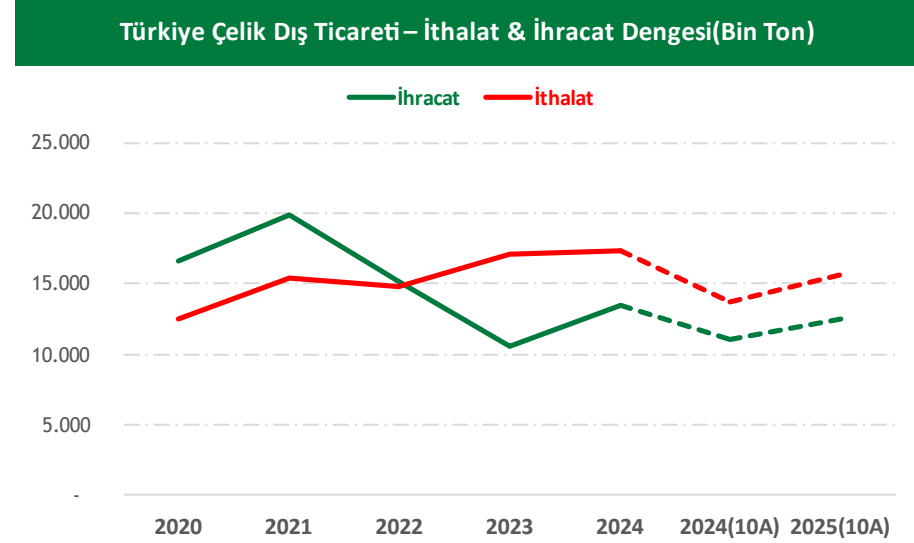
2026’ya Doğru Riskler: SKDM ve AB Kotaları

AB’nin karbon vergisi (SKDM) uygulaması ve kota sınırlamaları, ihracat pazarlarını riske atarken, Türkiye de Çin, Hindistan ve Rusya gibi ülkelere karşı dumping soruşturmaları başlatmıştır.

Ancak ithalatı kısıtlamaya yönelik bu önlemler, yerli üretimi korurken, aynı zamanda sanayi kullanıcıları için maliyet artışı riski de taşımaktadır.



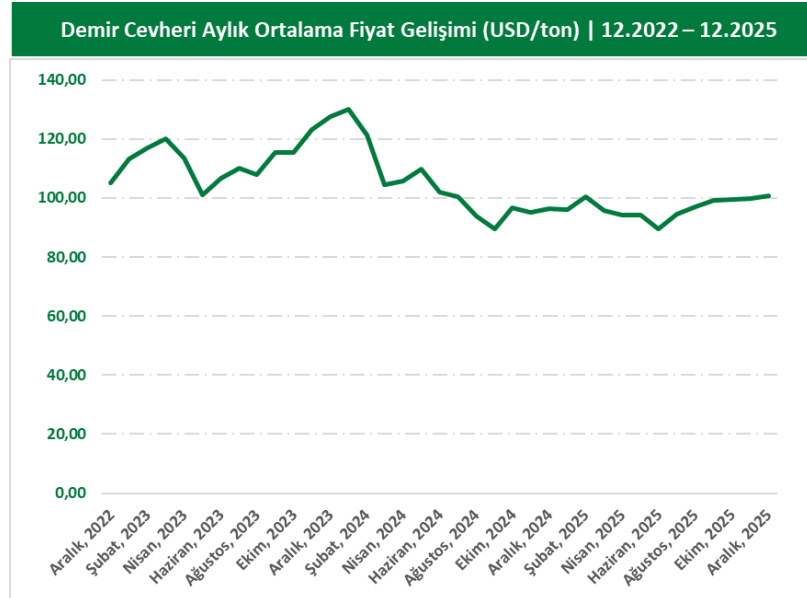
Kaynak: TÜİK, TCMB, Şeker Yatırım



Kaynak: TÜİK, TCÜD, Şeker Yatırım

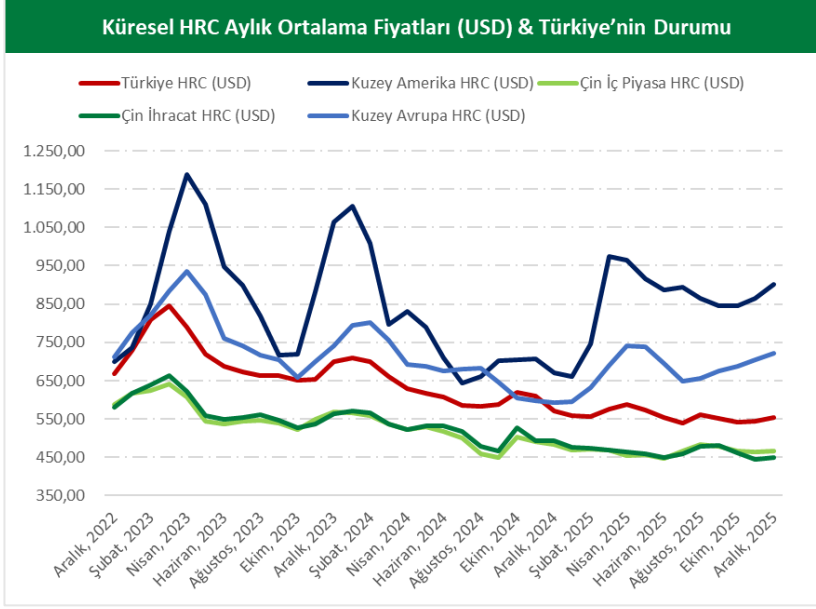
Demir Çelik Sektörü

2025 yılı boyunca demir cevheri fiyatları, küresel talep ve arz dengesine bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemiştir. Yılın ilk yarısında Çin'in emlak ve inşaat sektöründeki yavaşlamaya bağlı olarak zayıflayan talep, fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı yaratırken; yılın ikinci yarısında yeniden canlanan stok yenileme süreci ve kuraklık kaynaklı Brezilya menşeli arz kesintileri, fiyatlarda kısmi toparlanmalara yol açmıştır. Demir cevheri, entegre üretim yapan yassı ve uzun çelik üreticileri açısından doğrudan maliyet kalemlerinin başında gelmektedir. Bu kapsamda, fiyatlardaki her oynaklık üretim maliyetlerine ve dolayısıyla kâr marjlarına doğrudan etki etmektedir. Özellikle spot fiyatlardaki hızlı yükseliş dönemlerinde, üreticilerin nihai ürün fiyatlarına maliyet yansıtma kabiliyeti sınırlı kaldığında, brüt kârlılık oranları üzerinde baskı oluşmaktadır. 2025 yılı verileri incelendiğinde, ortalama demir cevheri fiyatlarının yıl başına göre görece yatay seyrettiği görülmektedir. Ancak aylık bazda yaşanan sert hareketlilik, hammadde tedarik zincirinde belirsizlikleri artırmış ve maliyet yönetimini daha kritik hale getirmiştir. Özellikle Çin ve Hindistan gibi büyük tüketicilerdeki talep görünümüne ilişkin değişkenlik, global fiyatlamalar üzerinde belirleyici olmuştur. Türkiye özelinde bakıldığında, demir cevheri ithalatına olan bağımlılığın yüksek olması nedeniyle kur hareketleri de maliyet üzerinde önemli bir etkidir. Bu nedenle, üreticilerin forward kontratlar ve doğal hedge yöntemleri ile bu tür volatilitelere karşı korunma mekanizmalarını etkin şekilde kullanmaları önem arz etmektedir.

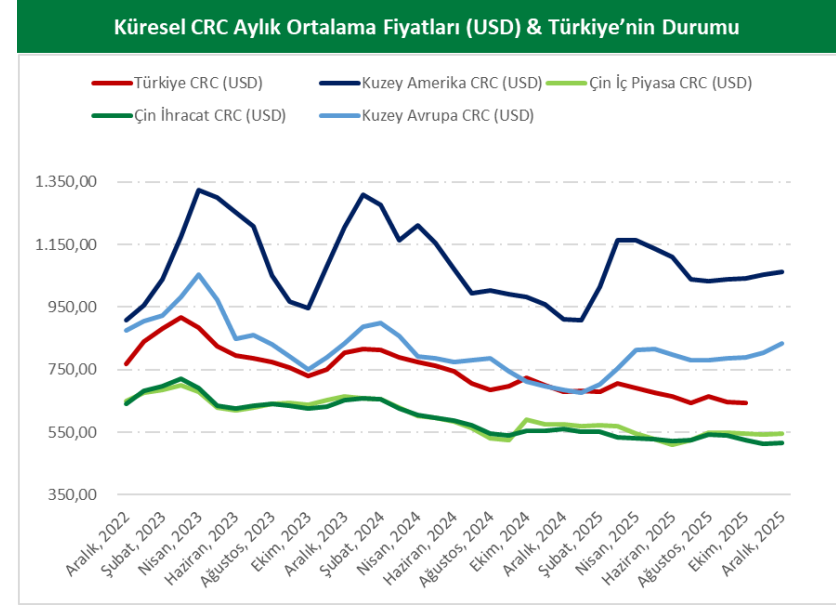


Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım

Demir Çelik Sektörü



Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım

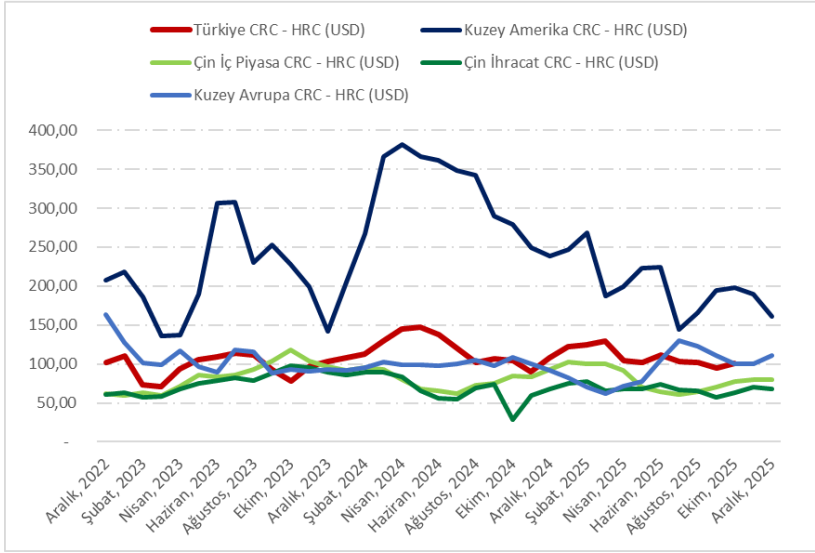


Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım

2025 yılı itibarıyla HRC (sıcak haddelenmiş yassı çelik) ve CRC (soğuk haddelenmiş yassı çelik) fiyatlarında küresel ekonomik gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir gözlemlenmiştir. Çin'deki emlak sektörüne yönelik endişeler, ABD ve Avrupa merkez bankalarının sıkılaşma döngüsü, enerji maliyetlerindeki volatilité gibi faktörler bu fiyatlamaların ana belirleyicisi olmuştur. HRC fiyatları daha çok temel inşaat ve sanayi talebine bağlı seyrederken, CRC fiyatları genellikle daha rafine ve yüksek katma değerli nihai ürünlere yönelik talebi yansıtmaktadır. Bu nedenle CRC, yapısal olarak HRC'nin üzerinde fiyatlanmaktadır. 2025 yılı boyunca süregelen oynaklığa rağmen, yılın ikinci yarısından itibaren fiyatların belirli bantlarda dengelendiği görülmektedir.

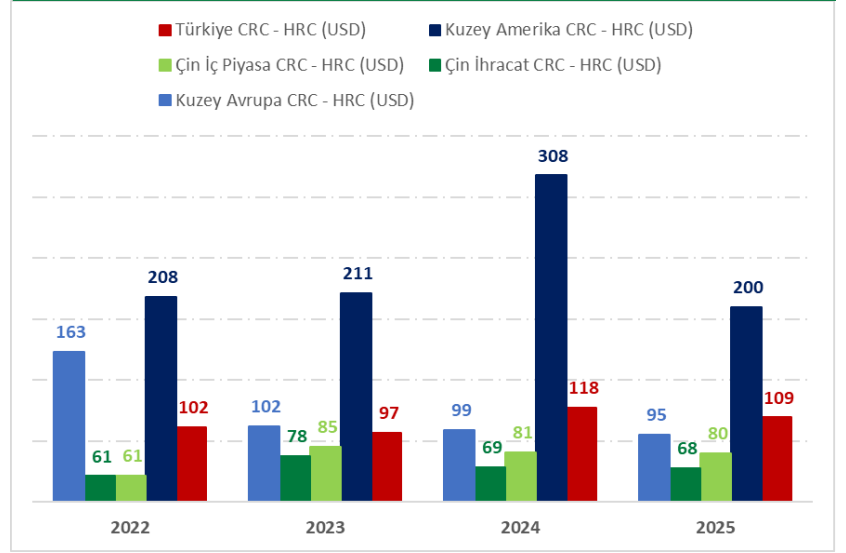
Demir Çelik Sektörü

CRC-HRC Fiyat Marjları: Küresel Karşılaştırma ve Türkiye'nin Durumu (USD/ton)



Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım

CRC-HRC Fiyat Marjları (Yıllık Ortalama, USD/ton) – Bölgesel Karşılaştırma



Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım

Entegre tesislerin kârlılığı çoğunlukla HRC ve CRC fiyat farkı üzerinden ölçülür. CRC fiyatı, HRC' ye kıyasla ne kadar yüksekse, üretici tesisin o derece katma değerli ürün ürettiği ve marjını artırdığı varsayılır. Bu nedenle CRC, üretim zincirinde HRC' ye göre daha rafine bir ürün olup, fiyat farkı aynı zamanda ürün karmaşasının kalitesini de yansıtır. Son veriler, Çin'deki CRC-HRC fiyat farkının (spread) diğer bölgelere kıyasla oldukça düşük seviyelerde kaldığını göstermektedir. Bunun temel sebebi, Çin'deki arz fazlası ve düşük fiyatların küresel düzeyde referans noktası hâline gelmesidir. Bu durum, özellikle Türkiye gibi ülkelerde düşük fiyatlı ithalat baskısı yaratmakta ve yerli üreticiler üzerinde ciddi bir kârlılık baskısına yol açmaktadır. Nitekim bu baskıyı dengelemek amacıyla ABD ve AB gibi bölgelerde yerli üreticileri korumaya yönelik anti-damping uygulamaları ve vergi düzenlemeleri hayata geçirilmektedir.

Erdemir (AL, Hedef Fiyat: 32,47 TL)

Getiri Potansiyeli: %31

Zorlu bir yılı geride bırakırken, 2026'ya temkinli bir iyimserlikle giriyoruz.

2025 yılı, Erdemir için hem dış talepteki zayıflık hem de artan rekabet nedeniyle zorlu geçti. Yıl boyunca ihracat tarafında Avrupa Birliği'nin ithalat kotalarını %47 oranında azaltması ve gümrük vergilerini %50'ye çıkarması, satış hacimlerini baskılamak; iç pazarda ise Çin ve Rusya gibi üreticilerin dumpingli fiyatlarla rekabeti artırması, fiyatlamaya gücünü sınırladı.

Ton başı FAVÖK 61,95 \$/ton seviyesinde kalırken, özellikle yassı mamul fiyatlarındaki oynaklık marjları olumsuz etkiledi. Kapasite kullanım oranı yıl boyunca %78'e kadar gerilerken, ölçek ekonomisi üzerindeki baskı da arttı. Buna karşın, yıl genelinde demir cevheri ve hurda fiyatlarının görece yatay seyri ile faizlerdeki gerileme ve kurdaki sınırlı artış, faaliyet ortamını nispeten destekledi.

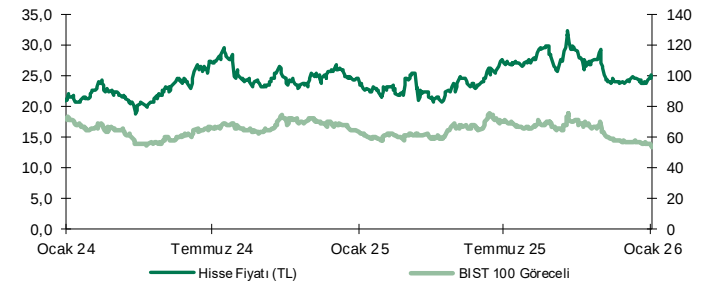
2025 Beklentileri: Yılı yaklaşık 7.600 bin ton satış hacmiyle kapatmasını beklediğimiz Erdemir'in, net satış gelirlerinin 207.194 milyon TL, FAVÖK'ünün 18.658 milyon TL ve net kârının 4.300 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise aynı dönem için 211.713 milyon TL net satış, 20.464 milyon TL FAVÖK ve 3.933 milyon TL net kâr düzeyindedir.

2026 Görünümü: Yeni yılda küresel ticaret politikalarındaki korumacılık eğiliminin sürmesini bekliyoruz. AB'nin Türkiye'ye yönelik kısıtlamaları, kısa vadede ihracat kanalını baskılamaya devam edebilir. Buna karşılık, Türkiye'de Dahilde İşleme Rejimi süresinin kısaltılması ve yerli kaynak kullanımına yönelik düzenlemeler, iç pazar odaklı üretimi destekleyen önemli unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, bağlı ortaklık Ermaden'in Alacahan sahasındaki potansiyel altın kaynağı, uzun vadede iç kaynaklı hammadde tedarikini artırarak maliyet yapısını destekleyebilecek bir opsiyonel değer unsuru niteliğindedir.

2026'da Erdemir'in satış hacminin 7.843 bin ton, net satış gelirinin 282.443 milyon TL'ye, FAVÖK'ünün ise 26.606 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise 285.720 milyon TL net satış geliri, 38.874 milyon TL FAVÖK ve 12.692 milyon TL net kâr seviyelerine işaret etmektedir. FAVÖK tarafındaki belirgin ayrışmanın, piyasanın marj toparlanmasına ilişkin daha iyimser varsayımlarına kıyasla, bizim yüksek rekabet, fiyatlamaya baskıları ve marj normalleşmesinin zamana yayılacağı yönündeki daha temkinli yaklaşımımızdan kaynaklandığını değerlendiriyoruz.

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 39,70 TL'den 32,47 TL seviyesine revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %31,4 yükseliş potansiyeli taşıdığından AL tavsiyemizi koruyoruz

Kod	EREGL.T1 / EREGL.IS	Kapanış	24,4	
Piyasa Değeri (mn TL)	171.080	Son 12 Ay En Yüksek	32,7	
Piyasa Değeri (mn \$)	3.981	Son 12 Ay En Düşük	19,9	
Firma Değeri (mn TL)	220.174	Beta	0,9	
Firma Değeri (mn \$)	5.164	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn !)	118,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	46,5	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	21,2%	
Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	147.900	204.060	207.194	282.443
Büyüme	112,9%	38,0%	1,5%	36,3%
FAVÖK	16.989	21.092	18.658	26.606
FAVÖK Marjı	11,5%	10,3%	9,0%	9,4%
Net Kar	4.033	13.481	4.300	5.372
Pay Başına Kar	1,15	1,93	0,61	0,77
Temettü Verimi	1,2%	1,0%	3,9%	0,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	2,47	3,06	0,25	0,34
Net Borç / Özsermaye (x)	0,23	0,27	0,02	0,04
Ortalama Özsermaye Karlılığı	2,7%	6,4%	1,9%	2,4%
Ortalama Aktif Karlılığı	1,7%	3,7%	0,9%	1,0%
Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K	35,6	12,7	39,8	31,8
FD/FAVÖK	10,9	10,4	11,8	8,3
FD/Satışlar	1,3	1,1	1,1	0,8
F/DD	0,9	0,7	0,8	0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	2,3	-11,1	3,8	5,6
\$ Getiri (%)	0,9	-13,9	3,5	-13,4
BIST-100 Rölatif (%)	-5,3	-20,9	-3,3	-13,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Kardemir (TUT, Hedef Fiyat: 30,91 TL)

Getiri Potansiyeli: %16

2025 yılı, uzun çelik tarafında zayıf iç talep koşulları ve küresel fiyatlamaya baskıları nedeniyle Kardemir açısından bir dengeleme ve geçiş yılı niteliği taşımaktadır. Çin kaynaklı arz fazlası ve küresel ekonomik aktivitedeki yavaşlama ürün fiyatlarını baskılayarak; hammadde maliyetlerindeki görece dengelenme ve ürün karmasındaki iyileşme, operasyonel kârlılığın korunmasına katkı sağlamıştır.

Operasyonel tarafta, Kardemir'in entegre üretim yapısı sayesinde kapasite kullanım oranları yıl boyunca genel olarak istikrarlı seyretmiştir. Açıklanan kapasite kullanım verileri, özellikle kok fırınları ve sıvı ham demir üretiminde yüksek kullanım oranlarının korunmaya devam ettiğine işaret ederken; ray-profil ve kontinü haddehanelerinde görece yüksek kapasite kullanımı, katma değerli ürünlerin satış içindeki payının artmasına katkı sağlamıştır. Bu görünüm, mevcut talep koşullarında dahi üretim sürekliliğinin korunabildiğini gösterirken, talep tarafında olası bir toparlanma ile birlikte operasyonel kaldıraç etkisinin daha belirgin hale gelmesini mümkün kılmaktadır.

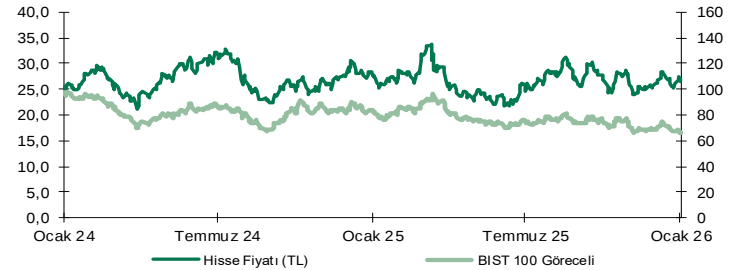
Finansal yapı tarafında, yatırım harcamalarının etkisiyle net borç seviyesinde artış gözlenmekle birlikte, Şirket'in güçlü operasyonel nakit üretim kapasitesi sayesinde borçluluk seviyesinin yönetilebilir düzeylerde kaldığını değerlendirebiliriz. Bu görünüm, Net Borç / FAVÖK oranındaki seyrile de desteklenmektedir. Nitekim söz konusu oran 2Ç25'te 1,49x seviyesinde gerçekleşirken, 3Ç25 itibarıyla 1,27x seviyesine gerilemiştir. Bununla birlikte, mevcut borçluluk yapısının özellikle yüksek finansman maliyetleri nedeniyle net kârlılığın toparlanmasını sınırlayıcı bir unsur olmaya devam ettiğini düşünüyoruz.

Bu çerçevede, 2025 yılı için net satış gelirlerini 68.968 milyon TL, FAVÖK' ü ise 5.842 milyon TL seviyesinde öngörüyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise aynı dönem için 64.272 milyon TL net satış, 5.791 milyon TL FAVÖK ve 664 milyon TL net kar seviyelerine işaret etmektedir. Tahminlerimiz, özellikle yılın ikinci yarısında ürün karmasındaki iyileşmenin etkisiyle operasyonel kârlılığın korunacağı yönündeki beklentimizi yansıtmaktadır.

2026 yılına ilişkin olarak, yurt içi talepte kademeli toparlanma ve altyapı yatırımlarının desteğiyle operasyonel görünümün güçlenmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2026 net satış tahminimizi 97.517 milyon TL, FAVÖK tahminimizi ise 7.222 milyon TL olarak belirliyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise 77.355 milyon TL net satış, 9.052 milyon TL FAVÖK ve 2.255 milyon TL net kar seviyelerinde bulunmaktadır. FAVÖK tarafındaki farkın, piyasanın marj toparlanmasına ilişkin daha iyimser varsayımlarından kaynaklandığını değerlendirirken, bizim beklentimiz marj iyileşmesinin zamana yayılan ve daha temkinli bir patikada gerçekleşeceği yönündedir.

Beklentilerimiz doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 30,91 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımız, 7 Ocak 2026 kapanış fiyatına göre %16 getiri potansiyeli sunarken, Kardemir D grubu payları için "TUT" tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	KRDM.D.TI / KRDM.D.IS	Kapanış	26,6	
Piyasa Değeri (mn TL)	20.770	Son 12 Ay En Yüksek	34,1	
Piyasa Değeri (mn \$)	483	Son 12 Ay En Düşük	21,2	
Firma Değeri (mn TL)	25.731	Beta	1,4	
Firma Değeri (mn \$)	603	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn !)	37,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	68,4	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	17,9%	
Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2023*	2024*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	66.766	50.615	68.968	97.517
Büyüme	96,4%	-24,2%	36,3%	41,4%
FAVÖK	4.151	3.751	5.842	7.222
FAVÖK Marjı	6,2%	7,4%	8,5%	7,4%
Net Kar	2.054	-2.716	-617	1.234
Pay Başına Kar	2,63	-3,48	-0,79	1,58
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,80	0,45	0,14	0,13
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,07	0,04	0,01	0,01
Ortalama Özsermaye Karlılığı	5,6%	-5,8%	-1,1%	1,8%
Ortalama Aktif Karlılığı	2,3%	-2,5%	-0,6%	1,2%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024*	2025T	2026T
F/K	9,0	-7,6	-33,7	16,8
FD/FAVÖK	3,9	6,9	4,4	3,6
FD/Satışlar	0,2	0,5	0,4	0,3
F/DD	0,4	0,4	0,3	0,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	4,8	1,4	7,2	-1,6
\$ Getiri (%)	3,3	-1,8	6,9	-19,2
BIST-100 Rölatif (%)	-3,0	-9,8	-0,1	-19,5



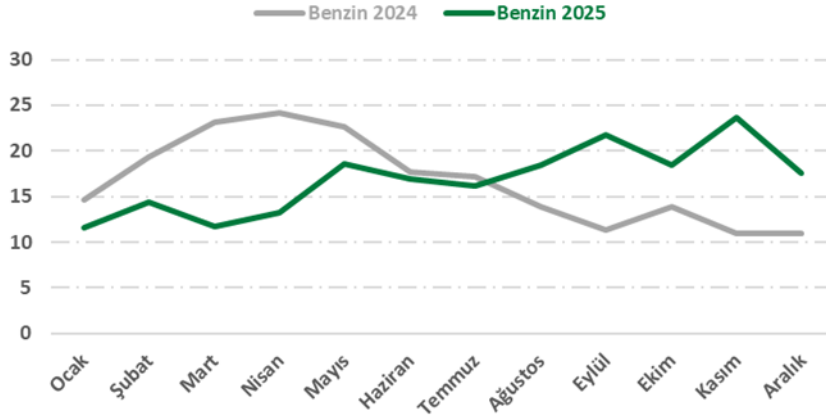
Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

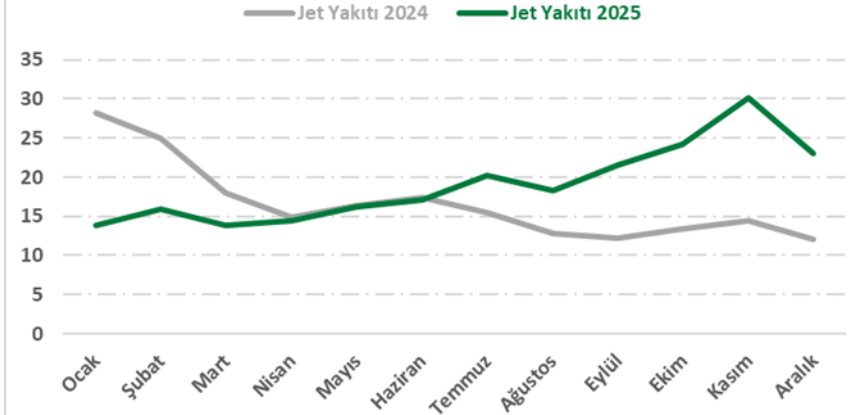
Rafineri Sektörü

2025 yılında rafineri ürün marjlarında, 2024 yılına kıyasla yılın ikinci yarısında genel bir toparlanma eğilimi gözlenirken, özellikle motorin ve jet yakıtı marjlarında dönemsel güçlenme dikkat çekmektedir.

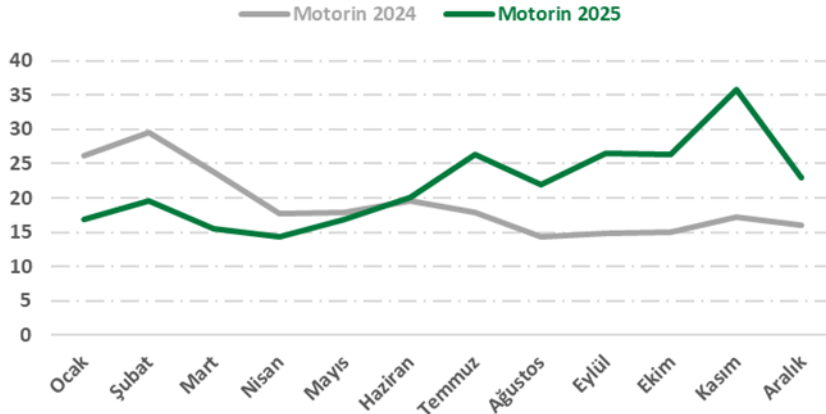
Benzin Ürün Marjları (USD/v)



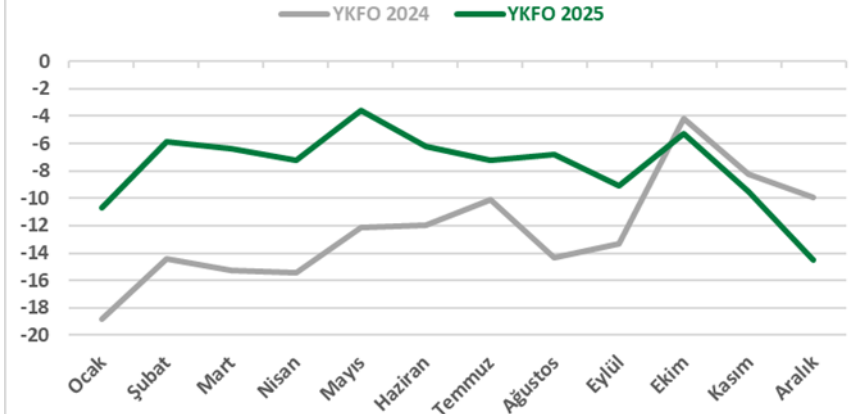
Jet Yakıtı Ürün Marjları (USD/v)



Motorin Ürün Marjları (USD/v)

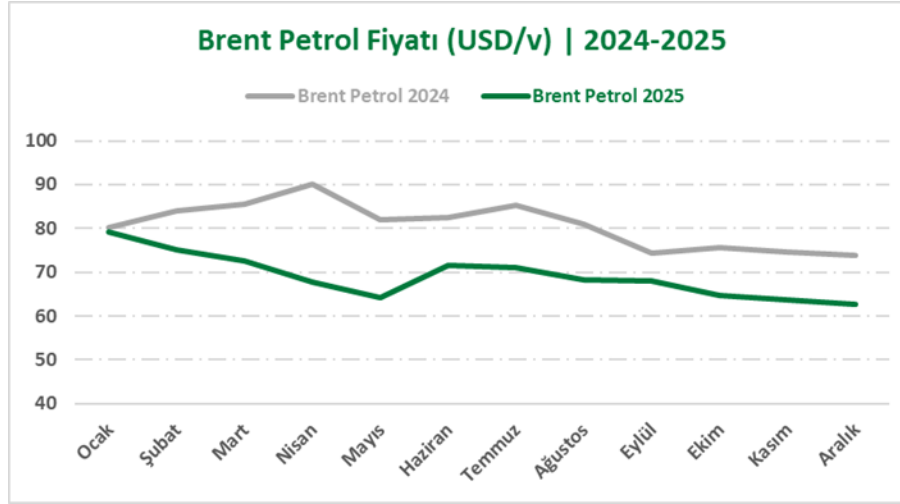


YKFO Ürün Marjları (USD/v)



Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

Rafineri Sektörü



Kaynak: Tüpraş, Şeker Yatırım

2025 yılı boyunca Brent petrol fiyatları; Rusya-Ukrayna savaşı ve Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler, OPEC+'ın arz kısıntılarına yönelik kararları ve pandemi sonrası talep dinamiklerinin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu dönemde yaptırımlar ve değişen ticaret akışları arz tarafında belirsizlik yaratırken, OPEC dışı arz artışı ve küresel ekonomik yavaşlama endişeleri fiyatlar üzerinde dengeleyici bir baskı oluşturmuştur. Söz konusu gelişmeler sonucunda Brent petrol fiyatları 2025 yılı genelinde tarihsel ortalamalara yakın bir bandta seyrederken, ham petrol maliyetleri rafineri marjları açısından belirleyici bir baskı unsuru oluşturmamış; marj dinamiklerinde ürün bazlı ayrışmaların ön plana çıkmasına zemin hazırlamıştır. 2026 yılına girerken, arz tarafındaki görece rahatlama ve yüksek stok seviyeleri Brent fiyatları üzerinde aşağı yönlü risklerin korunabileceğine işaret etmektedir.

Tüpraş (AL, Hedef Fiyat: 283,79 TL)

Getiri Potansiyeli: %42

2025 yılını güçlü operasyonel performansla geride bırakan Tüpraş için, 2026 yılına daha dengeli ve kârlılık açısından sürdürülebilir bir görünümle giriyoruz. Küresel rafineri sektöründe ham petrol fiyatlarından ziyade ürün bazlı marj ayrışmalarının belirleyici olmaya devam ettiği bir ortamda, Tüpraş'ın yüksek kompleksiteye sahip rafinerileri ve esnek üretim yapısı sayesinde sektör ortalamasına kıyasla daha dirençli bir performans sergileyebileceğini değerlendiriyoruz.

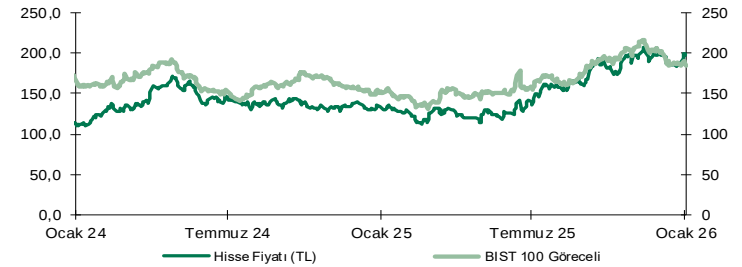
2025 yılında Tüpraş'ın net satış gelirlerinin 841.839 milyon TL, FAVÖK'ünün 66.122 milyon TL ve net kârının 47.093 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Şirket yönetiminin paylaştığı yaklaşık 30 milyon ton satış hacmi ve 6-6,5 ABD\$/varil net rafineri marjı beklentilerinin, yılın ikinci yarısında orta distilat ürünlere yönelik güçlü talep ve yüksek kapasite kullanım oranlarıyla desteklendiğini düşünüyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise aynı dönem için 844.921 milyon TL net satış, 65.064 milyon TL FAVÖK ve 33.402 milyon TL net kâr seviyelerine işaret etmektedir.

2026 yılında ise net satış gelirlerinin 929.151 milyon TL, FAVÖK'ün 66.746 milyon TL ve net kârın 59.974 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Piyasa medyan beklentileri 1.020.474 milyon TL net satış, 71.338 milyon TL FAVÖK ve 39.532 milyon TL net kâr düzeyindedir. FAVÖK tarafındaki görece temkinli yaklaşımımız, ürün marjlarının 2025'e kıyasla daha dengeli bir bantta seyredeceği varsayımımızdan kaynaklanmaktadır. Net kâr tarafındaki farklılaşmaların ise güçlü operasyonel nakit üretimi ve net nakit pozisyonunun finansman tarafında yarattığı esneklikten kaynaklandığını değerlendiriyoruz.

Makroekonomik cephede, küresel büyümenin ılımlı seyri ve jeopolitik risklerin enerji piyasaları üzerindeki etkisinin devam etmesini bekliyoruz. Brent petrol fiyatlarının yüksek stok seviyeleri ve arz tarafındaki görece rahatlatma nedeniyle sınırlı bir bantta dalgalanması, Tüpraş açısından ham petrol fiyat seviyesinden ziyade ürün marj kompozisyonunun daha belirleyici olduğu bir ortam yaratmaktadır. Bu çerçevede motorin ve jet yakıtı ağırlıklı ürün karması, yüksek kapasite kullanım oranı ve etkin maliyet yönetimi, şirketin kârlılık görünümünü destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Güncel makro varsayımlarımız ve şirket finansallarına ilişkin beklentilerimiz doğrultusunda, Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 283,79 TL seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanış fiyatına göre 42% getiri potansiyeline işaret etmekte olup, hisse için "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TUPRS.TI / TUPRS.IS	Kapanış	199,1	
Piyasa Değeri (mn TL)	383.625	Son 12 Ay En Yüksek	209,3	
Piyasa Değeri (mn \$)	8.927	Son 12 Ay En Düşük	111,9	
Firma Değeri (mn TL)	309.194	Beta	0,8	
Firma Değeri (mn \$)	7.134	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	79,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	46,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	34,2%	
Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2023*	2024*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	1.297.408	1.060.732	841.839	929.151
Büyüme	141,1%	-18,2%	-20,6%	10,4%
FAVÖK	181.875	66.368	66.122	66.746
FAVÖK Marjı	14,0%	6,3%	7,9%	7,2%
Net Kar	101.251	23.973	47.093	59.974
Pay Başına Kar	52,55	12,44	24,44	31,13
Temettü Verimi	15,6%	10,7%	17,0%	17,8%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,65	-1,35	-0,55	-0,91
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,31	-0,24	-0,09	-0,16
Ortalama Özsermaye Karlılığı	36,3%	6,4%	12,4%	15,4%
Ortalama Aktif Karlılığı	19,5%	3,7%	7,7%	8,5%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024*	2025T	2026T
F/K	2,7	16,0	8,1	6,4
FD/FAVÖK	1,0	4,7	4,7	4,6
FD/Satışlar	0,1	0,3	0,4	0,3
F/DD	1,0	1,0	1,0	1,0
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-1,2	9,0	6,7	50,0
\$ Getiri (%)	-2,6	5,5	6,4	23,1
BIST-100 Rölatif (%)	-8,5	-3,0	-0,6	22,7



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

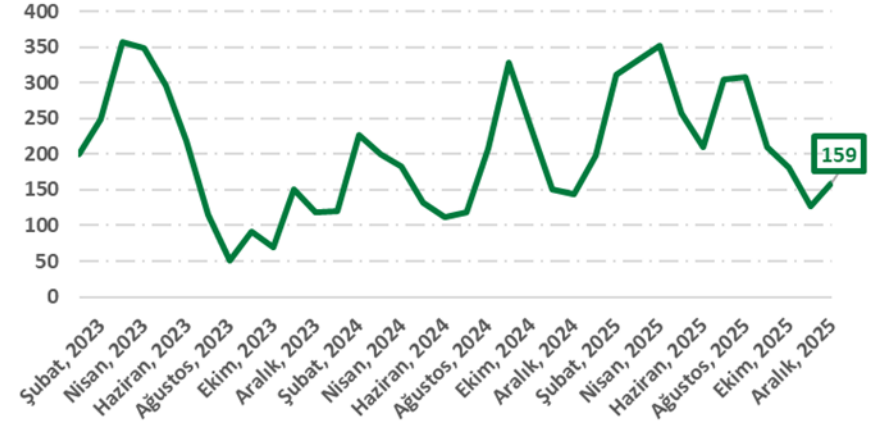
* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Petrokimya Sektörü

2025 yılında küresel ekonomik aktivitedeki zayıf seyrir, petrokimya ürünlerine yönelik talep görünümünü baskılamaya devam ederken, sektör genelinde fiyatlamaya gücü sınırlı kalmıştır. Platts Petrokimya Endeksi yıl boyunca dalgalı bir seyrir izlemekle birlikte, özellikle yılın ikinci yarısında belirginleşen gerileme eğilimi, talep tarafındaki toparlanmanın geciktiğine işaret etmektedir. Marj tarafında ise, etilen-nafta makası 2025 yılı boyunca yüksek volatilitate sergilemiş; yılın ilk yarısında görece güçlü seviyeler görülse de, ikinci yarıda artan arz baskısı ve zayıf nihai talep nedeniyle ortalamalar aşağı yönlü seyretilmiştir. Özellikle Asya kaynaklı yeni kapasite devreye girişleri ve Çin merkezli arz fazlasının bölgesel pazarlara yönelmesi, ürün fiyatları üzerindeki baskının devam etmesine neden olmuştur. Brent petrol fiyatlarındaki oynaklık nafta maliyetleri üzerinden üretim maliyetlerini etkilemiş olsa da, zayıf talep görünümü ve yüksek arz seviyesi nedeniyle söz konusu maliyet artışlarının nihai ürün fiyatlarına yansıtılması sınırlı kalmıştır. Bu durum, marj toparlanmasının kalıcı hale gelmesini zorlaştırmıştır.

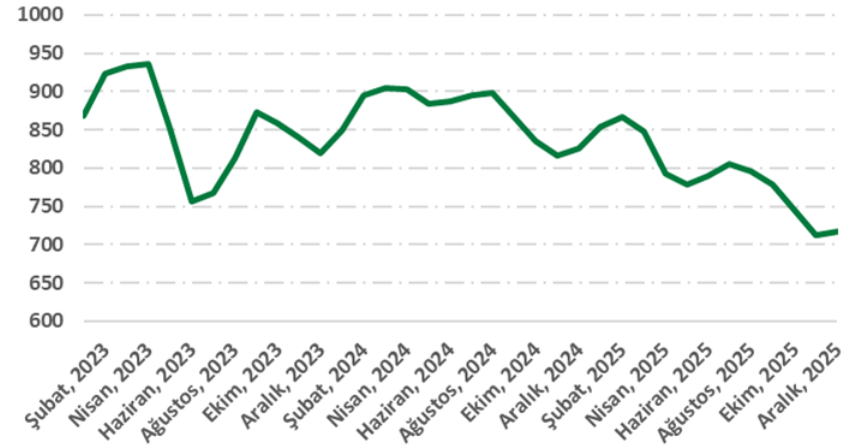
2026 yılına girerken, küresel ölçekte faiz indirim döngüsünün devam etmesi ve finansal koşullarda kademeli bir normalleşme beklentisi sektör açısından destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, yüksek kapasite artışları ve devam eden arz fazlası riski, sektör marjlarında anlamlı bir toparlanmanın gecikebileceğini göstermektedir. Bu çerçevede, 2026 yılında petrokimya sektöründe talep kaynaklı sınırlı bir iyileşme beklenmekle birlikte, marjların tarihsel ortalamaların altında kalmaya devam edebileceğini öngörüyoruz.

Etilen–Nafta Makası (USD/ton) – Aylık Ortalama



Kaynak: Petkim, Şeker Yatırım

Platts Petrokimya Endeksi – Aylık Ortalama



Kaynak: Petkim, Şeker Yatırım

Petkim (TUT, Hedef Fiyat: 15,90 TL)

Getiri Potansiyeli: -%5

Petkim için 2025-2026 dönemine ilişkin öngörülerimizi oluştururken, küresel petrokimya sektöründe devam eden arz fazlası, zayıf talep görünümü ve marjlar üzerindeki baskının temel belirleyici unsurlar olmaya devam ettiğini değerlendiriyoruz. 2025 yılında küresel ekonomik aktivitedeki zayıf seyir ve özellikle Asya kaynaklı yeni kapasite devreye girişleri, ürün fiyatları ve etilen-nafta makası üzerinde baskı yaratmayı sürdürmektedir.

Bu çerçevede, 2025 yılı için Petkim'in net satışlarının 84.806 milyon TL, FAVÖK'ünün -5.051 milyon TL ve net dönem zararının -13.241 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise 2025 yılı için 88.947 milyon TL net satış, -1.401 milyon TL FAVÖK ve -7.873 milyon TL net zarar seviyelerine işaret etmektedir. Tahminlerimizin piyasa beklentilerine kıyasla daha temkinli olmasının temel nedenleri; zayıf nihai talep görünümü, düşük kapasite kullanım oranlarının sürmesi ve marjlar üzerinde etkili olan arz fazlasının yıl genelinde devam edeceği varsayımımızdır.

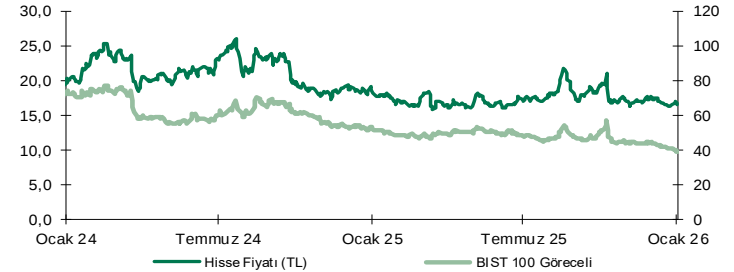
Marj tarafında, 2025 yılı boyunca etilen-nafta makasının dalgalı ancak tarihsel ortalamaların altında seyretmesini, bu nedenle operasyonel kârlılıktaki toparlanmanın sınırlı kalmasını bekliyoruz. Şirketin maliyet optimizasyonu ve düşük kârlı ünitelerde uyguladığı kapasite kısıntıları zarar seviyesini sınırlayıcı etki yaratmakla birlikte, sektör kaynaklı baskının tamamen telafi edilmesini zorlaştırmaktadır.

2026 yılına girerken, küresel ölçekte faiz indirim döngüsünün devam etmesi ve finansal koşullarda kademeli bir normalleşme beklentisi, petrokimya talebi açısından sınırlı bir destek unsuru oluşturmaktadır. Ancak, yüksek kapasite artışları ve devam eden arz fazlası nedeniyle marjların hızlı ve güçlü bir toparlanma sergilemesini beklemiyoruz. Buna karşın, 2025 yılındaki düşük baz etkisi, maliyet disiplininin sürdürülmesi ve etilen-nafta makasında kısmi toparlanma beklentisiyle birlikte, 2026 yılında operasyonel sonuçlarda belirgin bir iyileşme öngörüyoruz.

Bu doğrultuda, 2026 yılı için Petkim'in net satışlarının 107.744 milyon TL, FAVÖK'ünün 13.660 milyon TL ve net dönem zararının -34.681 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Piyasa medyan beklentileri ise 2026 yılı için 104.892 milyon TL net satış, 4.013 milyon TL FAVÖK ve 333 milyon TL net kâr öngörmektedir. FAVÖK tarafında piyasa beklentilerinin üzerinde bir toparlanma öngörmemize karşın, yüksek finansman giderleri ve borç geri ödeme takviminin etkisiyle net kâr tarafında temkinli duruşumuzu koruyoruz.

Beklentilerimiz doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 15,90 TL seviyesinde sabit bırakıyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanış fiyatına göre %5,2 düşüş potansiyeline işaret etmekteyken, Petkim payları için "TUT" tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	PETKM.TI / PETKM.IS	Kapanış	16,8	
Piyasa Değeri (mn TL)	42.527	Son 12 Ay En Yüksek	22,1	
Piyasa Değeri (mn \$)	990	Son 12 Ay En Düşük	15,2	
Firma Değeri (mn TL)	83.956	Beta	0,9	
Firma Değeri (mn \$)	1.988	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	26,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	49,0	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	7,3%	
Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2023*	2024*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	114.223	101.286	84.806	107.744
Büyüme	136,7%	-11,3%	-16,3%	27,0%
FAVÖK	-4.009	-1.418	-5.051	-13.660
FAVÖK Marjı	-3,5%	-1,4%	-6,0%	-12,7%
Net Kar	13.966	-8.303	-13.241	-34.681
Pay Başına Kar	5,51	-3,28	-5,22	-13,68
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç / FAVÖK (x)	-12,33	-33,04	-10,18	-5,19
Net Borç / Özsermaye (x)	0,51	0,61	0,77	1,09
Ortalama Özsermaye Karlılığı	19,8%	-9,6%	-18,4%	-52,7%
Ortalama Aktif Karlılığı	9,8%	-4,8%	-8,4%	-20,2%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024*	2025T	2026T
F/K	3,3	-5,1	-3,2	-1,2
FD/FAVÖK	-20,9	-59,2	-16,6	-6,1
FD/Satışlar	0,7	0,8	1,0	0,8
F/DD	0,4	0,6	0,6	0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-5,5	-13,1	2,6	-8,3
\$ Getiri (%)	-6,8	-15,8	2,3	-24,7
BIST-100 Rölatif (%)	-12,5	-22,6	-4,4	-24,9



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Enerji Sektörü

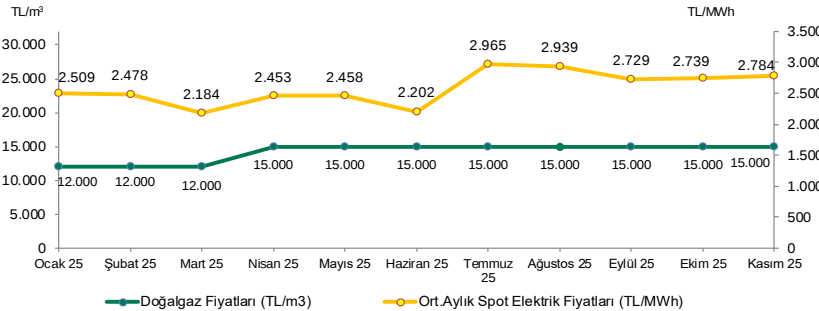
EPDK, elektrik piyasasında uygulanan spot tavan fiyat mekanizmasını güncelleyerek saatlik 3.000 TL/MWh seviyesindeki üst sınırı 5 Nisan 2025 itibarıyla 3.400 TL/MWh düzeyine yükseltmiştir. Bu artış, spot piyasadan satış yapan üreticiler açısından özellikle önemli olup, yüksek marjinal üretim maliyetine sahip doğalgaz çevrim santralleri ile kömür santrallerinin kârlılığı üzerinde pozitif etki yaratmıştır. Tavan fiyatın yukarı çekilmesi, bu santrallerin piyasa içindeki rekabet gücünü artırırken arz güvenliği açısından da destekleyici bir adım niteliği taşımaktadır. Enerji talebindeki artış, yakıt fiyatlarındaki oynaklık ve üretim maliyetlerinin yüksek seyri dikkate alındığında, 2026 yılında spot elektrik tavan fiyatında yeni bir artışın gündeme gelmesi muhtemel görünmektedir. Bu olası güncelleme, özellikle doğalgaz ve kömür fiyatlarının global seyrine bağlı olarak üretici tarafındaki maliyet baskılarını dengeleyici bir rol oynayabileceğini düşünmekteyiz.

Kurulu Güç- TEİAŞ verilerine göre Türkiye toplam elektrik kurulu gücü, 2025 yılı Kasım ayında 121.461 MW seviyesine ulaşmıştır. Ekim ayına kıyasla yaklaşık 66 MW'lık bir kurulu kapasite artışı gerçekleşmiş olup bu artışın tamamı lisanssız güneş enerjisi santrallerinden kaynaklanmaktadır. Kasım ayında yaklaşık 2 MW doğalgaz kaynaklı kurulu kapasitenin devrede olmadığı görülmüştür. Santrallerin kaynak bazında kurulu güç dağılımına bakıldığında, %62'si yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten santrallerden oluşmaktadır. Hidroelektrik santraller, Türkiye'nin toplam elektrik kurulu gücünün %27'sini oluştururken; rüzgar ve güneş enerjisi santrallerinin toplam kurulu güç içindeki payı %32'ye ulaşmıştır. Kasım ayında Türkiye'de toplam 27.398 GWh elektrik üretilmiştir. Ortalama günlük üretim miktarı 913 GWh olurken, bir önceki aya kıyasla yaklaşık %1 daha fazla üretim gerçekleşmiştir. Kasım ayında elektrik üretimi kaynaklara göre incelendiğinde, toplam üretimin %25'i ithal kömür santrallerinden, %23'ü ise doğalgaz santrallerinden karşılandı. Termik santrallerin toplam üretimdeki payı %63'e ulaştı. Mevsimselliğin de etkisiyle, fosil yakıtlar enerji arzında halen belirleyici bir rol oynamaktadır. Kasım ayında Türkiye'de toplam 27.212 GWh elektrik tüketilmiştir. Ortalama günlük tüketim miktarı 907 GWh olmuştur. Ekim ayına kıyasla Kasım ayında yaklaşık %0,6 daha az elektrik tüketilmiştir.

Elektrik ve Doğalgaz Fiyatları- 2025 yılı Nisan ayı itibarıyla elektrik üretim amaçlı kullanılan doğalgazın fiyatı BOTAŞ tarafından %25 artırılmıştır. Nisan ayından bu yana doğalgaz fiyatları sabit seyretmektedir. EPDK, elektrik piyasasında uygulanan spot tavan fiyat mekanizmasını güncelleyerek saatlik 3.000 TL/MWh seviyesindeki üst sınırı 5 Nisan 2025 itibarıyla 3.400 TL/MWh düzeyine yükseltmiştir. Kasım sonu itibarıyla 11 aylık ortalama spot elektrik fiyatları 2.586 TL/MWs'e ulaştı. Bunun sonucunda çeyreklik spot fiyatlarda %21,4 artış gerçekleşti (3Ç25 ortalama: 2.878 TL/MWs vs 2Ç25 Ortalama: 2.371 TL/MWs).

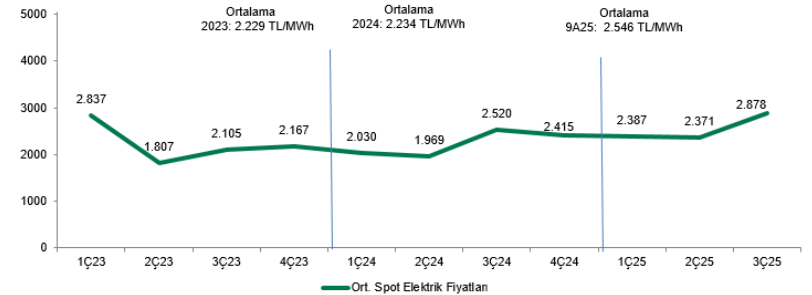
Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Yenilenebilir Enerji Yol Haritası'na göre Türkiye, 2035 yılına kadar güneş ve rüzgâr enerjisinde toplam yaklaşık 120 GW kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir. Bu güçlü yenilenebilir odak, depolamalı GES ve rüzgâr projeleriyle portföyünü genişletmeyi hedefleyen Aksa Enerji için önemli bir büyüme ve dönüşüm fırsatı sunuyor. Sanayinin artan yeşil enerji talebi ve AB'nin karbon düzenlemeleri, yenilenebilir elektrikten elde edilen gelirini değerini artırabilir. Aksa Enerji'nin 2028'e kadar yenilenebilir payını %20'ye çıkarma hedefiyle birlikte, mevcut politika çerçevesinin şirket için pozitif finansal ve stratejik katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Spot Elektrik ve Doğalgaz Fiyatları



Kaynak: BOTAŞ, EPIAS

Çeyreklik Bazda Spot Elektrik Fiyatları (TL/Mwh)



Kaynak: BOTAŞ, EPIAS

Aksa Enerji (AL, Hedef Fiyat: 85,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %22

2026 yılının yatırımların FAVÖK'e dönüşüm yılı olmasını bekliyoruz...

Yatırımların katkısıyla FAVÖK rakamının 2026 yılından itibaren her yıl artış göstermesi beklenirken, Şirket 2024 yılında 215m USD olan FAVÖK rakamının 2028 yılında 660m USD FAVÖK'e ulaşmasını öngörüyor. Aynı zamanda 2024 yılında %24 seviyesindeki FAVÖK marjının da 2028 yılında %42 seviyesine yükselmesi hedefleniyor. 2026 yılından itibaren FAVÖK'ün %90'ını garantili yabancı para kontratlarının ve YEKDEM mekanizmasının oluşturmaları bekleniyor.

Mevcut toplam kurulu güç kapasitesi 3.008 MW seviyesinde- Aksa Enerji'nin halihazırda Türkiye'de Antalya'da bir adet doğalgaz (900 MW), Kıbrıs'da bir adet fuel-oil (188 MW) ve Bolu'da bir adet yerli linyit santrali (270 MW) bulunmakta olup, yurtiçinde toplamda 1.358 MW elektrik üretim kapasitesi vardır. Şirketin Afrika'da 430 MW (Gana-370 MW çift yakıt santrali (akaryakıt ve doğalgaz) ve Mali-60 MW (akaryakıt)) kurulu güçte iki santrali bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca Özbekistan'da 1.220 MW kapasiteli dört doğalgaz santrali (Buhara-298 MW, Taşkent A-240, Taşkent B-252 MW ve Talimerca 430 MW) bulunmaktadır. Şirket ayrıca Madagaskar'daki 66 MW kurulu güce sahip akaryakıt santralini yenilenebilir enerji yatırımlarına odaklanma stratejisi kapsamında Eylül 2024'de satmıştır. Bahsi geçen santral, iki yıl daha (2025 ve 2026) Aksa Enerji tarafından işletme bedeli geliri karşılığında işletilecektir.

2026 yılında toplamda 1.094 MW kurulu gücünde 10 santral ile 1 müstakil elektrik depolama tesisi olmak üzere toplamda 11 projenin işletmeye alınmasını bekliyoruz. Bu projelerden 5'i Afrika'da, 1'i Orta Asya'da, yenilenebilir enerji santrallerinin 5'i ise Türkiye'de olacak. Şirket, özellikle devam eden santrallerin ticari işletmeye alınma tarihleri bakımından her ay 1 santrali devreye almayı planlıyor. Aksa Enerji, 2026 Ocak ayında 130 MW basit çevrim santrali ile Mart ayında 179 MW Kumasi doğalgaz kombine çevrim santralinin ilk fazını devreye almayı planlamaktadır. Şirket ayrıca Nisan ayında 240 MW Kazakistan Kızıldarda doğalgaz kombine ısı ve enerji santralini devreye almayı hedeflerken, Haziran ayında 145 MW Gabon doğalgazlı kombine çevrim santralini, Ağustos ayında ise 255 MW Senegal doğalgazlı kombine çevrim santralinin 160 MW'ını devreye almayı planlıyor. Ayrıca, AKSEN, Burkina Faso'da 119 MW kapasiteli yeni bir akaryakıt santrali yatırımını 2026 yılının son çeyreğinde devreye almayı planlamaktadır. Söz konusu yatırımın hayata geçirilmesiyle birlikte, şirketin Afrika'daki inşa hâlindeki kurulu gücü 750 MW'tan 869 MW'a yükselirken, bölgedeki mevcut kurulu güç 430 MW seviyesinde bulunmaktadır. 2026 yılında Afrika başta olmak üzere çok sayıda santralin kademeli olarak devreye alınması beklenirken, Burkina Faso'daki yeni yatırımın ise 2027 yılından itibaren marjlara anlamlı katkı sağlamaya başlamasını bekliyoruz.

2028 yılında kurulu gücünü 5000 MW'a yükseltmeyi hedefliyor. Şirket bugün itibarıyla 7 ülkede 10 santral ve toplam 3000 MW'ın üzerinde kurulu güce sahip konumda bulunmaktadır. Şirket halihazırda 7 ülkedeki faaliyetini 2028 yılına kadar 10 ülkeye, 11 santralini ise 21 santrale çıkarmayı hedeflemektedir. Şirket 2026 yılında kurulu gücünü 4000 MW'a yükseltmeyi hedeflerken, 2028 yılında ise 5000 MW'a çıkarmayı planlamaktadır. Mevcut kurulu gücünü %14'ü Afrika, %41'i Orta Asya ve %45'i Türkiye'de bulunmaktadır. 2028 yılında kurulu güç dağılımının %24'ü Afrika, %29 Orta Asya ve %47 'sinin ise Türkiye' olması beklenmektedir. Ayrıca 2028 yılında kurulu gücünde yenilenebilir enerji payının %20 olması hedeflenmektedir ("KKTC dahil).

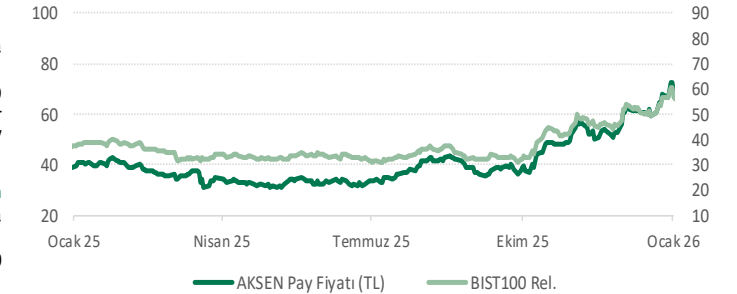
2026 yılında Türkiye'de toplam 251 MW'lık 5 yenilenebilir enerji projesini devreye almasını bekliyoruz. Aksa Enerji, 2026 yılının Şubat ayında Gaziantep GES (40.5 MW), Mart ayında Urfa müstakil elektrik Depolama (50 MW), Haziran ayında Kırşehir GES (50 MW), Ekim ayında Mersin RES (100 MW) ve Aralık ayında ise Kayseri GES'i (10 MW) devreye almayı planlıyor. Şirket bu yatırımlarla toplam güneş enerjisi kurulu gücünün 225,5 MW'a, toplam rüzgar enerjisi kurulu gücünün 665,91 MW seviyesine ve toplam müstakil elektrik depolama tesisinin kurulu gücünün 50MW ile toplam depolamalı RES&GES kurulu gücünün 941 MW'a ulaşmasını öngörüyor.

Aksa Enerji ile EÜAŞ arasında, 270 MW kurulu güce sahip Bolu Göynük linyit santralinde üretilen elektriğin asgari 75 ABD Doları/MWh fiyatla alım garantisini kapsamında satışına yönelik sözleşme imzalanmıştır. Aksa Enerji, 270 MW'lık Bolu Göynük linyit santrali için EÜAŞ ile asgari 75 ABD Doları/MWh fiyatlı alım garantisini içeren, 11 Kasım 2025-31 Aralık 2029 dönemini kapsayan elektrik satış sözleşmesi imzaladı. Anlaşmanın, yıllık yaklaşık 10 milyon ABD dolarına kadar ek FAVÖK katkısı yaratabileceğini tahmin ediyoruz.

Aksa Enerji'nin sonuç olarak, yatırımların devam etmesi ile birlikte kullanılan krediler doğrultusunda borçlarının artış göstereceğini ancak FAVÖK'deki güçlü performans ile borçluluk oranını kontrol altında tutacağını düşünüyoruz. Şirket, projelerinin hızla devreye alınması ile birlikte kaldıraç oranının da 2 çarpanlarına gelmesini bekliyoruz.

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 75,00 TL'den 85,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %22 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.

Kod	AKSEN.IS	Kapanış	69,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	85.231	Son 12 Ay En Yüksek	75,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.171	Son 12 Ay En Düşük	29,92	
Firma Değeri (Mn TL)	126.542	Beta	0,79	
Firma Değeri(Mn \$)	1.985	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	4,3	
Halka Açıklık Oranı (%)	21,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	4,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	63.695	39.684	39.350	55.600
Büyüme		-37,7%	-0,8%	41,3%
FAVÖK	14.402	9.002	12.400	18.500
FAVÖK Marjı	22,6%	22,7%	31,5%	33,3%
Net Kar (Mn TL)	9.954	2.518	3.600	6.836
Pay Başına Kar	8,47	2,14	2,94	5,58
Temettü Verimi	3,23%	3,92%	0,00%	0,00%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,54	3,94	3,73	3,70
Net Borç / Özsermaye (x)	0,37	0,67	0,76	0,97
Ort. Özsermaye Karlılığı		4,4%	6,3%	10,4%
Ortalama Aktif Karlılığı		2,4%	3,1%	5,1%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	6,6	23,9	23,7	12,5
FD/FAVÖK	6,1	10,5	10,2	6,8
FD/Satışlar	0,8	2,1	3,2	2,3
F/DD	1,1	1,2	1,4	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	18,7	20,3	-1,3	-11,7
\$ Getiri (%)	16,4	14,0	-14,1	-28,1
BIST-100 Relatif (%):	6,4	5,8	-7,5	-9,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Zorlu Enerji (TUT, Hedef Fiyat: 4,30 TL)

Getiri Potansiyeli: 40%

Yenilenebilir enerji kaynaklarına odaklı Şirket yapısına dönüştü

Önerimiz TUT- Zorlu Enerji payları ile ilgili olarak 4,30 TL (önceki 4,20 TL) yeni pay hedef pay fiyatımız ile TUT önerimizi koruyoruz. Şirket'in cari pay fiyatı 3,07 TL seviyesinde olup, hedef pay fiyatımıza göre %40 getiri sunmaktadır. Şirket payları, 2026T 6.9x FD/FAVÖK çarpanıyla, yurtdışı ve yurtiçi benzerlerinin 10.3x ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

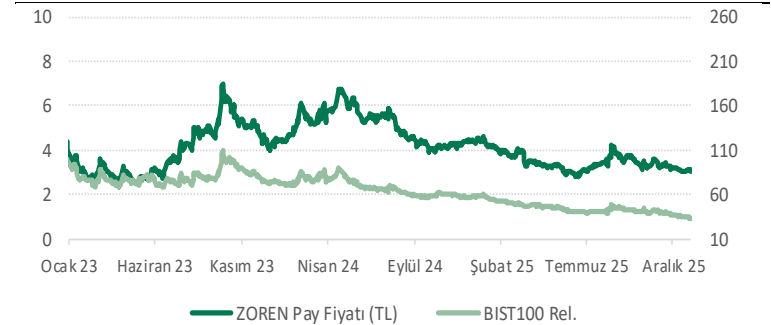
Kurulu gücü 2025 yıl sonu itibariyle 666,4 MW seviyesinde bulunmaktadır - Şirket'in Türkiye'de 608,4 MW, Pakistan'da 56,4 MW ve 1,5 MW Filistin'de olmak üzere toplam kurulu güç kapasitesi 666,4 MW seviyesinde bulunmaktadır. Şirket'in toplam 49,5 MW sahip bir doğalgaz (Lüleburgaz), 191,4 MW kapasiteye sahip iki rüzgar (135 MW Osmaniye, 56,4 MW Pakistan), 118,94 MW kapasiteye sahip 7 hidroelektrik, 1,5 MW Güneş enerjisi santrali ve 305 MW kapasiteli 4 adet jeotermal santrali bulunmaktadır. Halihazırda toplam kurulu kapasitesinin %92,6'sı yenilenebilir enerji kaynaklarından (%48,8 jeotermal - %28,7 rüzgar - %17,8 hidroelektrik ve %0,2'si güneş) oluşurken, %7,2'lik kısmı doğal gaz kaynaklarından oluşmaktadır. Şirket ayrıca Türkiye elektrik dağıtımının yaklaşık %4'ünü karşılayan Osmangazi bölgesinde (Afyonkarahisar, Bilecik, Eskişehir, Kütahya ve Uşak) 2,1 milyon aboneye elektrik enerjisi dağıtım ve perakende satışı yaparken, elektrikli araç şarj istasyonu satışı, kurulumu ve işletmesi alanlarında Türkiye'de %18,9 pazar payı ile lider durumdadır.

Yenilenebilir enerji kaynaklarına odaklandı -Şirket, 2025 yılında İsrail'deki Dorad Doğal Gaz Santrali'ndeki %25 hissesini yaklaşık 210 milyon ABD doları bedelle devrederek üretim tarafında İsrail'den tamamen çıkmıştır. Zorlu Enerji, özellikle 2024 ve 2025 dönemlerinde gerçekleştirdiği hisse satışlarıyla fosil yakıtlara dayalı yatırımlardan çıkış stratejisini sürdürmüştü; bu kapsamda, üretim faaliyetlerinde Türkiye'de ve yurt dışında %100 yenilenebilir enerji hedefine önemli ölçüde yaklaşmıştır. Şirket toplam 40 MW yeni kapasitenin inşaat sürecini sürdürmektedir. Bu kapasitenin 20 MW'ı solar hibrit yatırımlardan oluşurken, kalan 20 MW'ı ise Alkan lisansı altında yürütülen jeotermal yatırımdan oluşmaktadır. Solar hibrit yatırımlarının 2026'nın ilk yarısında devreye alınması planlanırken, 20 MW kapasiteli Alkan Jeotermal yatırımının 3Ç27'de tamamlanması öngörülmektedir. Şirket ayrıca Ağrı'daki yeni ruhsat sahasında fizibilite çalışmaları ve kuyu açma hazırlıklarını sürdürmektedir.

Orta vade de Net Borç/FAVÖK hedefi 3.0x seviyesinde bulunuyor - Zorlu Enerji'nin finansal net borç pozisyonu, Şirket'in, Dorad'da sahip olduğu paylarının satışı sonrası 9A25 itibarıyla 1.231 milyon dolar seviyesine gerilemiştir (YS24: 1.254 milyon dolar). Buna bağlı olarak, Net borç/EBITDA oranı ise 9A25'te 3,42x seviyesinde gerçekleşmiştir (YS24: 3,62x). Zorlu Enerji, kısa vadede bu oranın 3,5x seviyelerinde olmasını hedeflerken, orta vadede ise 3,0x seviyesine çekmeyi planlamaktadır (Şirket'in FAVÖK hesaplaması, elektrik dağıtım faaliyetine ilişkin finansal gelirleri ve imtiyaz sözleşmesi düzenlemelerinden doğan alacaklara ilişkin endeksleme farkını içerirken, diğer faaliyet gelir ve giderler hariç tutulmaktadır).

2026 Beklentileri - Enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre Şirket'in 2025 yılını 34.406 milyon TL net satış geliri ve 9.566 milyon TL FAVÖK rakamı ile tamamlamasını bekliyoruz. Şirket'in 2026 yılında net satış gelirlerinin 38.131 milyon TL ve FAVÖK rakamının da 10.715 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Kod	ZOREN.IS	Kapanış	3,07	
Piyasa Değeri (Mn TL)	15.350	Son 12 Ay En Yüksek	4,52	
Piyasa Değeri (Mn \$)	357	Son 12 Ay En Düşük	2,80	
Firma Değeri (Mn TL)	66.432	Beta	0,90	
Firma Değeri(Mn \$)	1.588	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	6,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	36,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	51.558	38.820	34.406	38.131
Büyüme		-24,7%	-11,4%	10,8%
FAVÖK	12.243	8.635	9.566	10.715
FAVÖK Marjı	23,7%	22,2%	27,8%	28,1%
Net Kar(Mn TL)	20.639	-2.467	-5.246	-3.494
Pay Başına Kar	8,26	-0,49	-1,05	-0,70
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç / FAVÖK (x)	6,20	6,70	5,57	4,73
Net Borç / Özsermaye (x)	1,05	0,75	0,72	0,65
Ort. Özsermaye Karlılığı		-3,3%	-6,9%	-4,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		-1,5%	-3,2%	-2,2%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025T	2026T
F/K	0,7	-	-	-
FD/FAVÖK	2,2	7,7	6,9	6,2
FD/Satışlar	0,5	1,7	1,9	1,7
F/DD	0,2	0,2	0,2	0,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,7	-7,5	1,0	-29,2
\$ Getiri (%)	-5,1	-10,4	0,7	-41,9
BIST-100 Relatif (%):	-10,9	-17,7	-5,9	-42,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

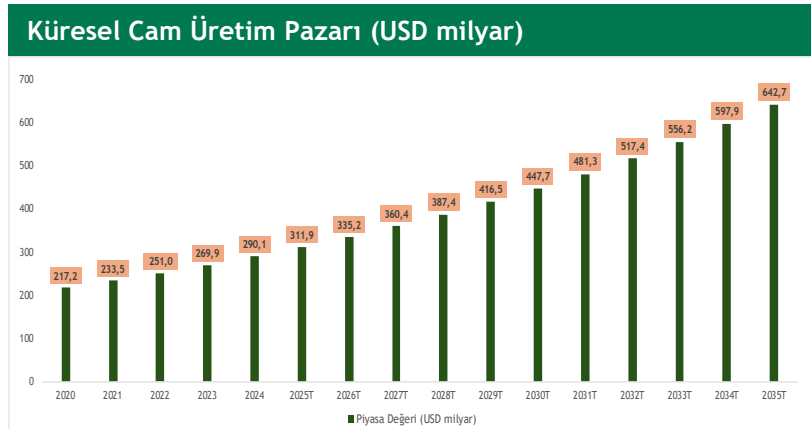
* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Cam Sektörü

Cam sanayisi, diğer sektörlerde olduğu gibi piyasa dalgalanmaları, ticaret gerilimleri ve yüksek enerji maliyetlerinden etkilenmektedir. Enerji yoğun bir sektör olması nedeniyle yenilenebilir enerji kullanımı, enerji verimliliği ve sürdürülebilirlik yatırımları her geçen yıl daha kritik hale gelmektedir. Operasyonel verimlilik, maliyet kontrolü ve iyileştirme adımları, Ar-Ge ve yüksek katma değerli ürünlere yönelim sektörün öne çıkan dönüşüm başlıklarıdır. 2025 Ocak-Ağustos döneminde Türkiye'nin cam ithalatı miktar bazında artarken değer bazında gerilemiş, cam ihracatı ise hem miktar hem değer bazında düşüş kaydetmiştir. Bu tablo, küresel fiyat baskısı ve artan rekabeti yansıtmaktadır.

Özellikle Çin ve Hindistan gibi Uzak Asya üreticilerinin agresif fiyatlamayla pazara dönmesi ve navlun maliyetlerinin normalleşmesi, ithalatta yüksek hacim-düşük değer dengesini beraberinde getirmiştir. Avrupa'da inşaat ve ambalaj camı talebinin zayıf seyri ile Türkiye'deki yüksek enerji ve işçilik maliyetleri de ihracat rekabetini sınırlayan unsurlar olmuştur. Küresel cam üretim pazarı, uzun vadeli büyüme enerji verimli binalar, otomotiv, güneş enerjisi ve sürdürülebilir cam çözümleri tarafından desteklenmektedir. Çin ve Hindistan yüksek büyüme oranlarıyla öne çıkarken, Avrupa ve ABD daha çok katma değerli ve teknik cam ürünleri üzerinden büyümektedir.

Küresel cam ve cam ürünleri ihracatı 2024 itibarıyla yaklaşık 89-90 milyar USD seviyesindedir. İhracatta rekabet gücünü belirleyen ana unsurlar enerji maliyetleri ve düşük karbonlu üretim kabiliyetidir. Bu nedenle enerji verimliliği yüksek üreticiler uluslararası pazarlarda avantaj sağlamaktadır. Bununla birlikte cam sanayii karbon regülasyonlarına (CBAM) dahil edilen sektörler arasında yer almamaktadır. Türkiye özelinde cam sanayisi, güçlü yerli hammadde yapısı ve bölgesel ölçekte yüksek ihracat potansiyeli ile öne çıkan sektörler arasında yer almaktadır. Cam üretiminde temel girdiler olan silis kumu, soda külü ve kireçtaşı gibi hammaddelerde yüksek oranda yerli kaynaklara dayanılması, sektör açısından tedarik güvenliği ve maliyet sürdürülebilirliği açısından önemli bir yapısal avantaj sağlamaktadır.



Kaynak: Future Market Insights (FMI)

Cam Sektörü

Bu durum, küresel emtia dalgalanmaları ve jeopolitik riskler karşısında sektörün görece daha dayanıklı bir konumda olmasına katkı sunmaktadır. İhracat tarafında ise Türkiye'nin Avrupa, Orta Doğu ve Kuzey Afrika pazarlarına coğrafi yakınlığı, gelişmiş lojistik altyapısı ve geniş ürün gamı (düzcam, mimari cam, otomotiv camı, cam ambalaj ve özel camlar) sektörü bölgesel bir tedarik merkezi konumuna taşımaktadır.

Özellikle enerji verimli ve katma değerli cam ürünlerinde artan talep, Türkiye cam sanayisinin ihracat potansiyelini orta vadede destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır. Orta vadeli görünümde, kentsel dönüşüm projeleri, enerji verimliliğine yönelik düzenlemeler ve düşük karbonlu üretim hedefleri, iç talep ve ürün karmaşıklığı açısından sektöre önemli destek sağlamaktadır.

Enerji verimli binalara yönelik standartların sıkılaşması, Low-E ve Solar Control Low-E gibi yüksek katma değerli mimari camlara olan talebi artırırken; bu dönüşüm, üreticileri daha teknolojik ve marjı yüksek ürünlere yönlendirmektedir. Aynı zamanda karbon ayak izinin azaltılmasına yönelik yatırımlar, uzun vadede Avrupa pazarında rekabet gücünü artırabilecek stratejik bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Buna karşılık, sektörün karşı karşıya olduğu temel riskler de önemini korumaktadır. Cam üretiminin enerji yoğun bir faaliyet olması nedeniyle, yüksek enerji maliyetleri kârlılık üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Ayrıca, finansman koşullarındaki sıkılık ve yüksek faiz oranları hem yatırım iştahını hem de iç talebi sınırlayan unsurlar arasında yer almaktadır.

İthalat tarafında ise özellikle Çin ve Hindistan kaynaklı düşük fiyatlı ürünler, navlun maliyetlerinin normalleşmesiyle birlikte rekabeti artırmakta ve fiyat baskısını güçlendirmektedir. Genel çerçevede değerlendirildiğinde, Türkiye cam sanayisi yapısal avantajları sayesinde orta ve uzun vadede büyüme potansiyelini korumakla birlikte; maliyet yapısı, küresel rekabet ve finansman koşullarına duyarlılığı nedeniyle temkinli bir risk yönetimini gerekli kılmaktadır.

Küresel Cam ve Cam Ürünleri İhracatı (Değer Bazlı, milyar USD)



Kaynak: Future Market Insights (FMI)

Şişecam (AL, Hedef Fiyat: 55,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %37

Optimizasyon adımlarıyla güçlenen orta-uzun vadeli büyüme hikâyesi

2025 yılı, Şişecam açısından operasyonel dayanıklılığın öne çıktığı ve aynı zamanda yatırımların kontrollü yönetimi ile verimlilik ve optimizasyon adımlarının hız kazandığı bir dönem olmuştur. Net kârlılıktaki zayıflama görülmesine rağmen, üretim, satış hacmi, ihracat performansı ve devam eden yatırımlar, şirketin uzun vadeli hedefleri doğrultusunda konumunu koruduğunu gösterdi. Diğer yandan, enerji camı, katma değerli ürün yatırımları ve verimlilik odaklı projelerin, Şirket'in orta-uzun vade için büyüme potansiyelini destekleyen temel unsurlar olduğunu düşünüyoruz.

2025 yılında verimlilik ve optimizasyon kapsamında; otomotiv camı alt segmentinde Avrupa'daki enkapsülasyon üretim tesislerinin konsolidasyonu, cam ev eşyası el imalatı üretiminin Denizli'den Kırklareli tesisine taşınması ve Kuzey İtalya düzcam tesisinin soğuk tamerinin öne çekilmesi gibi adımlar atılmıştır. Almanya ve Macaristan'daki enkapsülasyon tesislerinin Slovakya'da tek merkezde birleştirilmesiyle, 2026 itibarıyla üretim verimliliğinin artması, maliyet tasarrufu sağlanması ve tedarik zinciri etkinliğinin artması hedeflenmektedir. Cam ev eşyası segmentinde Denizli'den Kırklareli'ne taşınan üretim, operasyonel sadeleşme ve lojistik avantajlar yaratmaktadır. Ancak söz konusu kazanımların nihai performansla yansımaları, büyük ölçüde makroekonomik koşullara bağlı olacaktır. Enflasyon ve faiz oranlarında beklenen düşüşün sürmesi halinde iç talepte yaşanacak canlanmanın segment performansını olumlu yönde desteklemesini bekliyoruz.

2025 yılı Eylül ayında devreye alınan Tarsus'taki buzlu cam fırını ve enerji camı işleme kapasiteli hat yatırımları ve 2026 yılında devreye alınması planlanan TR9 düzcam fırını ile Türkiye, İtalya ve Bulgaristan kaplamalı hat yatırımlarının mimari camlar işkolu performansına olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, AB ve Türkiye'de enerji verimli camlara yönelik düzenlemeler ve yeşil dönüşüm süreci, mimari cam talebini orta vadede desteklemeye devam etmektedir. Türkiye'de Nisan 2025'te yürürlüğe giren TS 825 Binalarda Isı Yalıtımı Kuralları Standardı mimari cam işkolu açısından hacim artışı ve ürün karmasında katma değerli ürünlerin öne çıktığı bir yıl olmasını bekliyoruz.

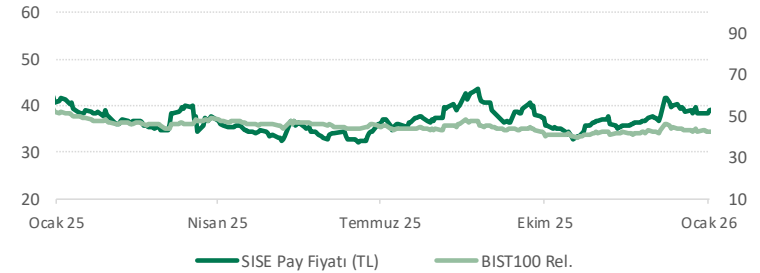
Cam ambalaj alanında, Macaristan'da devam eden iki fırınlı cam ambalaj tesisi yatırımı, Avrupa pazarındaki varlığı güçlendirmeyi ve segmentte ölçek ve maliyet avantajı sağlamayı hedeflemektedir. Cam ev eşyası segmentinde ise üretim ve talep görünümünün; makroekonomik göstergelerdeki iyileşme, faiz oranlarındaki düşüş ve tüketici güvenindeki toparlanma gibi konjonktürel gelişmelerle desteklenebileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, söz konusu koşulların oluşması halinde 2026 ve sonrası dönemde operasyonel performansın iyileşmesini bekliyoruz.

Soda küllü segmentinde 2026 yılında soda küllü fiyatlarının, önceki yıllarda yaşanan sert düşüşlerin ardından daha dengeli bir seyir izlemesini bekliyoruz. Çin kaynaklı arz baskısının azalması ve düzcam talebinde olası bir toparlanma fiyatlarda istikrarın güçlenmesine katkı sağlayabilir.

Genel olarak, kısa vadede Avrupa talebindeki zayıflık baskı yaratmaya devam etse de; verimlilik adımları, katma değerli ürünlerin payının artırılması stratejisi ve yeni yatırımların devreye girmesiyle, Şişecam'ın orta ve uzun vadede daha güçlü ve sürdürülebilir bir büyüme patikasına yönelmesini bekliyoruz.

Şirket için 55,00 TL olan hedef fiyatımızı ve AL önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %37 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.

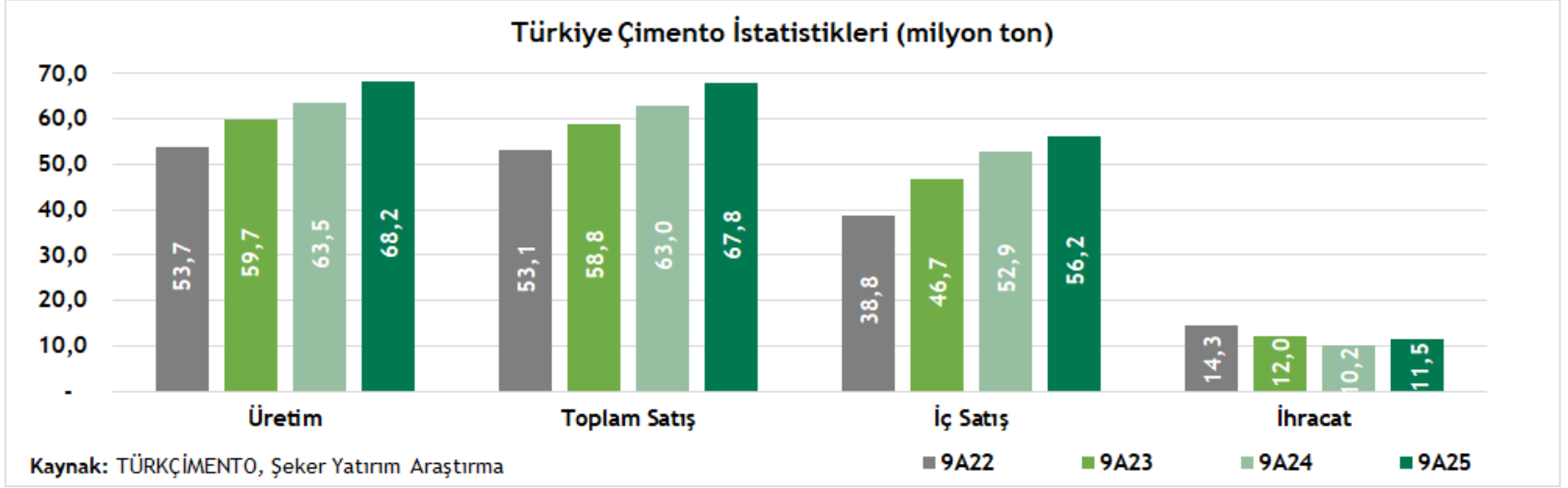
Kod	SISE.IS	Kapanış		39,88
Piyasa Değeri (Mn TL)	122.161	Son 12 Ay En Yüksek		44,20
Piyasa Değeri (Mn \$)	2.753	Son 12 Ay En Düşük		31,94
Firma Değeri (Mn TL)	236.274	Beta		0,93
Firma Değeri(Mn \$)	5.407	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		34,9
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		12,4%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	287.240	242.922	210.565	280.600
Büyüme		-15,4%	-13,3%	33,3%
FAVÖK	38.852	14.165	17.350	27.140
FAVÖK Marjı	13,5%	5,8%	8,2%	9,7%
Net Kar(Mn TL)	32.446	6.574	8.450	11.500
Pay Başına Kar	10,59	2,15	2,76	3,75
Temettü Verimi	1,76%	2,04%	1,52%	1,88%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,97	6,82	6,64	4,98
Net Borç / Özsermaye (x)	0,28	0,40	0,41	0,42
Ort. Özsermaye Karlılığı		2,6%	3,2%	3,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		1,2%	1,5%	1,8%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	8,2	25,3	14,5	10,6
FD/FAVÖK	8,7	18,6	13,6	8,7
FD/Satışlar	0,7	0,9	1,1	0,8
F/DD	1,0	0,7	0,4	0,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	5,4	6,4	-10,6	-21,1
\$ Getiri (%)	3,4	0,9	-22,2	-35,8
BIST-100 Relatif (%):	-5,5	-6,4	-16,2	-19,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Çimento Sektörü

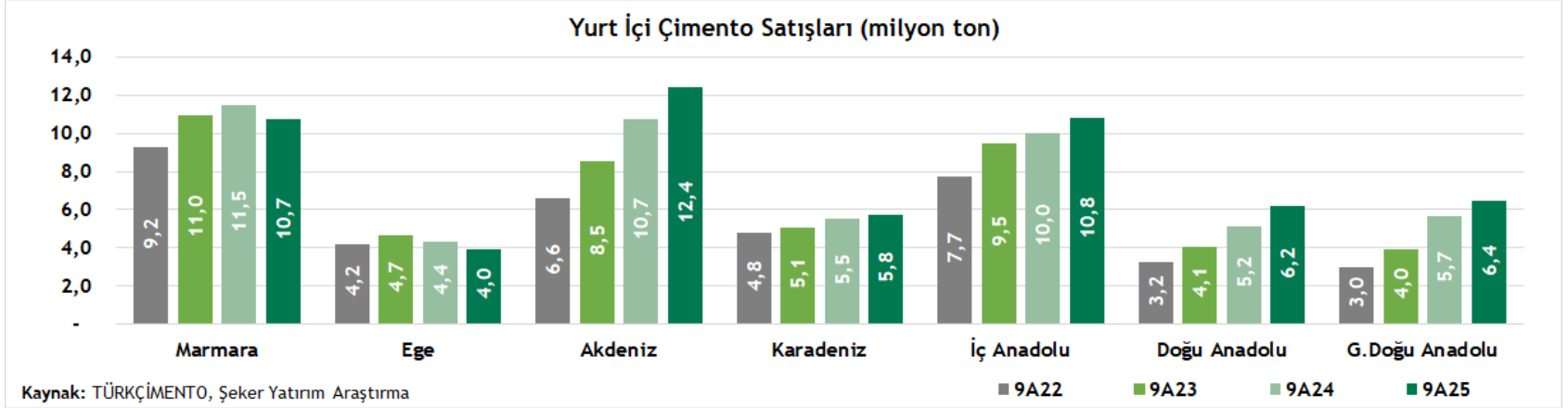


Dünya Çimento Sektöründe Türkiye'nin Konumu - Türkiye çimento sektörü Avrupa'nın lider, dünyanın beşinci büyük çimento üreticisi konumundadır. Türkiye, yıllık çimento ithalatının sıfır olmasına karşın, dünyanın ikinci büyük çimento ve klinker ihracatçısı olması sebebi ile dünya çimento sektöründe önemli bir aktör olarak yer almaktadır. Türkiye çimento sektörü yıllık 120 milyon tonluk güçlü üretim kapasitesi, stratejik coğrafi konum avantajı, uluslararası standartlara uygun düzeydeki üretim kalitesi, kesintisiz üretim performansı, lojistik avantajı ve rekabetçi ürün fiyatlarıyla küresel çimento pazarında öne çıkmaktadır. Sektör üreticileri ülke genelindeki 7 coğrafi bölgeye yayılmış durumdaki toplam 56 entegre tesis ve 21 öğütme tesisi ile üretim faaliyetlerine devam etmektedir.

Sektörel Dinamikler - Çimento dünyada sudan sonra en çok tüketilen ikinci yapı malzemesi olan betonun temel bağlayıcısıdır. İnşaat sektörü, dünya genelinde çimentoya olan talebin en büyük belirleyicisi konumunda olup, sektördeki büyüme hızı, yatırım projelerinin gelişimi ve kentsel dönüşüm projelerinin durumu gibi temel dinamikler dünyadaki çimento talebini doğrudan etkilemektedir. Bu kapsamda altyapı, konut ve endüstriyel tesis projelerinin gelişimi çimento sektörünün operasyonel performansında belirleyici bir rol oynamaktadır. Son dönemde başta Avrupa olmak üzere sürdürülebilirlik ve çevresel uyum politikaları gereğince çimento sektöründe üretim ve talep koşulları yeniden şekillenmekte, bu süreçte hızlı uyum gösteren ülke ve üreticiler sektörde ön plana çıkmaktadır.

9A25 Dönemi İstatistikleri - TÜRKÇİMENTO verilerine göre; Türkiye'de çimento üretim hacmi, 2025 yılının ilk dokuz aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 7,5 oranında büyüme göstermiş ve 68,2 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam çimento satış hacmi de üretim hacmine paralel yıllık yüzde 7,5 büyümüş ve 9A25 döneminde 67,8 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk dokuz aylık döneminde satılan toplam çimentonun yüzde 16,9'luk kısmı ihracata konu olmuş ve toplam çimento ihracatı yıllık yüzde 13,7 artış ile 11,5 milyon ton (9A24:10,2 milyon ton) olarak gerçekleşmiştir. Böylece, Türkiye çimento sektörünün ihracat hacmi 2023 ve 2024 yıllarının ilk dokuz aylık dönemindeki daralmanın ardından, 2025 yılının ilk dokuz ayında geçen yılın aynı dönemine kıyasla yıllık 1,4 milyon ton artışla yeniden yükselişe geçmiştir. Yurt içi çimento satış hacmi ise yıllık %9,2 büyüme gösterdiği 2024 yılının ardından, 2025 yılının ilk dokuz ayında da %6,3 büyümüş ve 56,2 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aylık bazda ise, Sektör 2025 yılının Ocak ayına, hem iç piyasada hem de ihracatta artış ile başlamıştır. Şubat ve Mart aylarında, baz etkisiyle birlikte üretim ve iç satışlarda düşüş gerçekleşmiştir. Satışlar Nisan ayında toparlanmıştır. Mayıs ayında tarihin en yüksek iç satış miktarına ulaşılmıştır. Sektör sonraki 4 ayda da büyümeye devam etmiştir. Bölgesel bazda, Marmara ve Ege Bölgelerinde iç satışlarda düşüş yaşanırken, diğer bölgelerde artış yaşanmıştır.

Çimento Sektörü



Yurt İçi Satışların Bölgesel Kırılımı - 2025 yılının ilk dokuz aylık döneminde yurt içi çimento satışları; Marmara Bölgesinde yıllık %6,4 daralma ile 10,7 milyon ton, Ege Bölgesinde yıllık %9,0 daralma ile 4,0 milyon ton, Akdeniz Bölgesinde yıllık %15,7 büyümeye ile 12,4 milyon ton, Karadeniz Bölgesinde yıllık %4,4 büyümeye ile 5,8 milyon ton, İç Anadolu Bölgesinde yıllık %8,0 büyümeye ile 10,8 milyon ton, Doğu Anadolu Bölgesinde yıllık %19,5 büyümeye ile 6,2 milyon ton, Güneydoğu Anadolu Bölgesinde ise yıllık %13,3 büyümeye ile 6,4 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 9A25 döneminde yıllık bazda en yüksek satış büyümesi, deprem bölgesinde devam eden yeniden imar faaliyetleri nedeni ile Doğu Anadolu, Akdeniz ve Güneydoğu Anadolu bölgelerinde gerçekleşmiştir.

2026 Beklentileri - Son üç yıllık dönemde iç satışlar deprem bölgesindeki talep, kentsel dönüşüm projeleri ve diğer inşaat faaliyetlerinin de etkisi ile artış göstermiştir. 2025 yılında sektörün tarihindeki en yüksek iç satış hacmine ulaşmasını bekliyoruz. İhracat tarafında ise öne çıkan pazarlar olan ABD, Suriye ve İtalya'dan gelen talep sektörün ihracat performansında belirleyici rol oynuyor. 2025 yılının Aralık ayında TOKİ tarafından deprem bölgesinde yürütülen 'asrın inşa seferberliği', 455 bin ev ve iş yerlerinin yapımının tamamlanmasıyla sona ermiştir. 2026 yılında deprem bölgesindeki inşaat faaliyetlerinin 2025 yılına kıyasla azalış göstermesini bekliyoruz. Ancak yurt içi satışlarda bu azalışın, ekonomi politikası uygulamalarının konut kredi faizleri üzerinde pozitif etkisinin sürmesi, TOKİ'nin 500 bin sosyal konut projesine başlaması ve diğer inşaat faaliyetleri ile telafi edilmesini bekliyoruz. 2026 yılı için iç satış tahminimiz sınırlı büyümeye şeklindedir. İhracat hacminin, mevcut pazarların talebinin devam etmesi; Suriye'deki rejim değişikliğinin ardından bölgenin yeniden inşasının sürmesi; ve Rusya-Ukrayna ile Gazze-İsrail gibi savaş bölgelerinde 2026 yılında kalıcı barış sağlanması halinde artacak inşaat faaliyetleri sayesinde yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca, çimento üretiminde yıllar itibarıyla alternatif yakıt kullanımının artması ve yapay zekanın üretim süreçlerine entegrasyonu ile sağlanacak verimlilik artışı ve maliyet iyileşmelerinin, kar marjlarına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.

Sürdürülebilirlik - Türkiye'de faaliyet gösteren çimento üreticileri, Avrupa (EN) standartları ile uyumlaştırılmış TS EN standartlarına uygun kalitede çimento üretimi gerçekleştirmektedirler. Dünyada çimento üretimi, küresel sera gazı emisyonunun yaklaşık yüzde 7'sini oluşturmaktadır. Türkiye, Uzun Dönemli İklim Stratejisi çalışmalarını 2053 net-sıfır emisyon hedefi doğrultusunda düşük emisyonlu ve iklim dirençli kalkınma anlayışı ile sürdürmeye devam etmektedir. Bu kapsamda, Türkiye Çimento Sektörü, sera gazlarının azaltılmasına/kontrolüne yönelik olarak; enerji verimliliğini artırmak, alternatif yakıt kullanımını artırmak, katkılı çimento kullanımını artırarak klinker/çimento oranını azaltmak başta olmak üzere yeni ve inovatif teknolojilerin entegrasyonunu da içeren AR-GE çalışmaları ve yatırımlar yapmayı sürdürmektedir. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı'nca 16 Mart 2024 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan Tebliğ ile 2025'ten itibaren kamu ihale sözleşmelerinde düşük karbon emisyonuna sahip yeşil çimento kullanımının yaygınlaştırılması amacıyla diğer çimento türlerine sınırlama getirilmiştir. Buna göre, çevresel sürdürülebilirlik ve teknik üstünlükleriyle öne çıkan yeşil çimento kullanımını teşvik etmek amacıyla 1 Ocak 2025 ve 31 Aralık 2029 tarihleri arasında kamu yapım işi sözleşmeleri ve çimento içerikli mal alımı ihalelerinde çimentoda klinker oranı en fazla yüzde 80 olarak, 1 Ocak 2030'dan itibaren ise en fazla yüzde 75 olarak sınırlandırılmıştır.

Akçansa (AL, Hedef Fiyat: 211,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %33

Disiplinli maliyet yönetimi ile çeyrekssel bazda toparlanan marjlar ve güçlenen operasyonel performans...

Bölgesel İç Talep Değişimleri ve Toplam Satışlar - 9A25 döneminde yurt içinde deprem bölgelerindeki artan inşaat faaliyetleri çimento talebini olumlu etkilerken, Akçansa'nın ana faaliyet bölgelerinde (Marmara, Ege, Karadeniz) talep daralması yaşanmıştır. TÜRKÇİMENTO verilerine göre yurt içi çimento satış hacimleri 9A25'te yıllık %6,3 artış gösterirken, Marmara'da %6,4 ve Ege'de %9,0 düşüş, Karadeniz'de ise %4,4 artış gerçekleşmiş; üç bölge toplamında %4,2 talep daralması görülmüştür. Türkiye'nin çimento ihracatı aynı dönemde %13,7 artarak önceki iki yıldaki daralmanın ardından yeniden yükselişe geçmiştir. Akçansa'nın çimento ve türevleri toplam satış hacmi 3Ç25'te çeyrekssel bazda %10 artış göstererek olumlu ivme yakalamış; dokuz aylık satış hacmi ise güçlü pazar konumu ve ihracat desteği sayesinde yıllık %1 artmıştır. Hazır beton satışları ise üçüncü çeyrekte %31 artışla talepte güçlenme sinyali verirken, dokuz aylık bazda yaşanan %11'lik düşüş, ilk altı aylık dönemdeki zayıf piyasa koşullarını yansıtmıştır.

9A25 döneminde Şirket'in net satış gelirleri iç pazardaki zorlu fiyatlama ortamının etkisiyle yıllık %18,1 daralma gösterirken, FAVÖK marjı da yıllık 6,3 puan daralarak %12,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Çeyrekssel bazda ise ilk çeyrekte %4,3 seviyesine kadar gerileyen FAVÖK marjı, ikinci çeyrekte %13,3 ve üçüncü çeyrekte %16,9 seviyesine yükselmiştir. FAVÖK marjında yaşanan bu toparlanma Şirket'in devam eden disiplinli maliyet yönetimi ile desteklenen daha güçlü bir operasyonel gelişime işaret etmektedir.

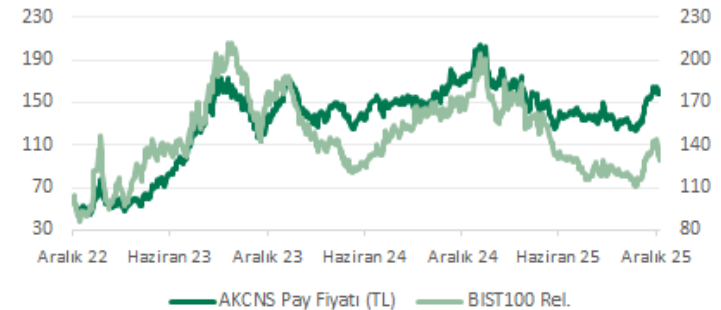
İhracat Artışı - Şirketin brüt satış gelirleri 9A25 döneminde yıllık bazda %18,2 daralma gösterirken, aynı dönemde yurt içi satış gelirleri %22,9 daralma, yurt dışı satış gelirleri ise %1,1 artış göstermiştir. Böylece Şirket'in ihracat oranı, yıllık bazda 4,6 puan artış göstermiş ve 9A25 döneminde %24,3 seviyesine yükselmiştir. (9A24: %19,7)

Sürdürülebilirlik - Şirket, 2025 yılı içerisinde 60.000 ton/yıl kapasiteli Atıktan Türetilmiş Yakıt (ATY) Hazırlama Tesisi kurulması konusunda Akademi Çevre ile 10 yıllık iş birliğine imza atmıştır. Tesiste üretilecek yakıt ile sözleşme döneminde 130 bin ton karbon emisyonundan tasarruf hedeflenmektedir.

2026 yılında, Şirket'in yüksek kapasite kullanım oranının korunmasını, 1Y25 itibarıyla %22 seviyesinde olan alternatif yakıt kullanım oranının artması, disiplinli maliyet yönetimi ile marjlardaki iyileşmenin sürmesini, TOKİ'nin 500 bin konut projesine başlaması ve devam eden faiz indirim sürecinin katkısıyla yurt içindeki faaliyet bölgelerindeki çimento ve türevlerine olan talebin artmasını bekliyoruz. Fiyat artışlarının ise enflasyonla paralel veya biraz altında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. İhracat tarafında ise sektör beklentilerimize paralel talep artışı yaşanacağı düşünüyoruz. Akçansa'nın 2025 yılında 23.354mn TL satış geliri, 2.893mn TL FAVÖK ve 821mn TL net kar elde etmesini bekliyoruz. 2026 yılı içinse 29.380mn TL satış geliri, 4.050mn TL FAVÖK ve 1.455mn TL net kar beklentimiz bulunuyor.

Bu beklentilere ek olarak makroekonomik tahminlerimizde yaptığımız revizyonla 200,20 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 211,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımızın 07 Ocak 2026 itibarıyla %33 oranında getiri potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerimizi sürdürüyoruz.

Kod	AKCNS.IS	Kapanış	158,90	
Piyasa Değeri (Mn TL)	30.421	Son 12 Ay En Yüksek	210,14	
Piyasa Değeri (Mn \$)	708	Son 12 Ay En Düşük	121,80	
Firma Değeri (Mn TL)	30.996	Beta	0,65	
Firma Değeri(Mn \$)	722	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	2,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	19,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	10,2%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	35.386	28.291	23.354	29.380
Büyüme		-20,0%	-17,5%	25,8%
FAVOK	7.427	5.051	2.893	4.050
FAVOK Marjı	21,0%	17,9%	12,4%	13,8%
Net Kar(Mn TL)	4.481	2.189	821	1.455
Pay Başına Kar	23,41	11,43	4,29	7,60
Temettü Verimi	3,8%	3,0%	1,5%	2,8%
Net Borç / FAVOK (x)	-0,23	-0,44	0,21	0,19
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,07	-0,08	0,03	0,03
Ort. Özsermaye Karlılığı		8,3%	3,2%	6,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,9%	2,3%	4,0%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025T	2026T
F/K	11,5	20,6	38,6	20,9
FD/FAVOK	6,7	8,5	10,7	7,7
FD/Satışlar	0,7	1,1	1,4	1,1
F/DD	2,0	1,7	1,3	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	16,3	15,3	-3,9	-8,8
S Getiri (%)	14,7	11,7	-4,2	-25,1
BIST-100 Relatif (%):	6,4	3,7	-10,1	-24,4



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 68,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %48

Küresel yapı malzemeleri şirketine dönüşüm vizyonuyla büyüme sürüyor...

Çimsa, 2020 yılından itibaren geleneksel çimento şirketinden küresel yapı malzemeleri şirketine dönüşüm sürecine girmiştir. Ürün çeşitlendirmesi ve küresel genişleme stratejisi kapsamında, 2024 yılı Eylül ayında İngiltere ve İrlanda'nın önde gelen yapı malzemeleri ve sürdürülebilir ambalaj çözümleri üreticilerinden Mannok'u satın alan Şirket, küresel operasyonlarını genişletmiştir.

9A25 döneminde Şirket'in konsolide satış gelirleri Mannok'un inorganik katkısıyla yıllık bazda %34,3 reel büyüme göstermiş ve 34.543mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket aynı dönemde 2.451mn TL konsolide net kar ve 6.057mn TL FAVÖK elde etmiştir. (9A25 verileri 2025 yılına endekslenmiştir.) FAVÖK marjı ise %17,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

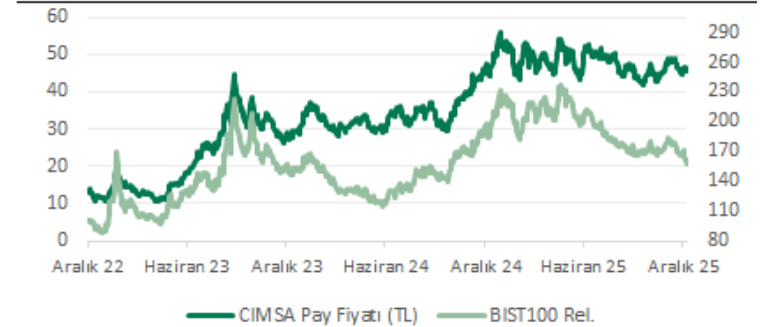
2025 Yılı Gelişmeleri - Şirket'in ABD'de Eylül 2023'te başlattığı gri çimento tesisi yatırımı, yaklaşık iki yıllık yatırım sürecinin ardından tamamlanmış ve Ekim 2025 itibarıyla faaliyete geçmiştir. Toplam 82,5 milyon ABD doları tutarındaki yatırım sayesinde tesis, Şirket'e yıllık 600 bin ton gri çimento öğütme kapasitesi kazandırmıştır. Bunun yanı sıra, 2025 yılında tamamlanarak devreye alınan Eskişehir'deki GES ve WHR santrali yatırımları ile Şirket, 20.000 MWh'si GES ve 40.000 MWh'si WHR kaynaklı olmak üzere yıllık toplam 60.000 MWh elektrik üretim kapasitesi kazanmıştır. Söz konusu yatırımların, enerji maliyetlerini düşürmenin yanı sıra karbon emisyonu azaltım hedeflerine de olumlu katkı sağlayacağını öngörmekteyiz. Öte yandan, Sabancı Holding Malzeme Teknolojileri Grubu bünyesinde 1 Ekim 2025 tarihinde imzalanan varlık devri sözleşmesi kapsamında, Kordsa bünyesinde faaliyet gösteren Kratos İnşaat Çözümleri, Çimsa'nın %51 oranında bağlı ortaklığı olan Afyon Çimento bünyesine katılmıştır. Böylece, Çimsa'nın küresel ölçekte bir yapı malzemeleri şirketine dönüşüm yolculuğunda önemli bir adım daha atılmıştır.

Alternatif Yakıt Kullanım Oranı - Sürdürülebilirlik ve üretimde maliyet iyileştirilmesi hedefleri doğrultusunda, alternatif yakıt kullanım oranını artırma aksiyonlarını hızlandıran Şirket, 9A25 döneminde Türkiye fabrikalarında %17, Buñol fabrikasında %30 ve Mannok fabrikasında %67 oranında alternatif yakıt kullanım oranına ulaşmıştır. 2030 yılına kadar söz konusu oranların sırasıyla %40, %40 ve %80 seviyelerine yükseltilmesi hedeflenmektedir.

2026 yılında, Şirket'in yüksek kapasite kullanım oranını sürdürmesini, yurt içi çimento satış hacminin 2025 yılı seviyelerinde kalmasını ve yurt dışı satış hacminin ABD'de devreye alınan gri öğütme tesisinin inorganik katkısıyla artmasını beklemekteyiz. Ayrıca, 2026 yılının ilk yarısında devreye alınması planlanan Mersin Fabrikası CAC tesisi kapasite artırımı yatırımı ile, Şirket'in küresel lider konumda olduğu CAC üretim kapasitesinin %50 artarak 197 bin tona ulaşacağını öngörmekteyiz. Bu yatırımın, ihracat pazarlarında büyümeyi ve katma değerli ürün portföyünün genişletilmesini desteklemesinin yanı sıra, orta vadede Şirket'in operasyonel performansını daha güçlü bir seviyeye taşıyacağını düşünmekteyiz. Çimsa'nın 2025 yılında 46.598mn TL satış geliri, 8.131mn TL FAVÖK ve 3.918mn TL net kar elde etmesini bekliyoruz. 2026 yılı içinse 62.115mn TL satış geliri, 10.887mn TL FAVÖK ve 4.928mn TL net kar beklentimiz bulunuyor.

Şirket'e yönelik beklentilerimizi ve makroekonomik tahminlerimizi gözden geçirerek Çimsa için 63,00 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 68,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımızın 7 Ocak 2026 itibarıyla %48 oranında getiri potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerimizi sürdürüyoruz.

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	45,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	43.308	Son 12 Ay En Yüksek	56,69	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.008	Son 12 Ay En Düşük	41,18	
Firma Değeri (Mn TL)	64.581	Beta	1,07	
Firma Değeri(Mn \$)	1.520	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	13,8	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	8,1%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2025T	2026T
Satış Gelirleri	38.750	36.847	46.598	62.115
Büyüme		-4,9%	26,5%	33,3%
FAVOK	6.916	6.658	8.131	10.877
FAVOK Marjı	17,8%	18,1%	17,4%	17,5%
Net Kar (Mn TL)	4.707	3.518	3.918	4.928
Pay Başına Kar	34,85	3,72	4,14	5,21
Temettü Verimi	3,2%	1,2%	1,8%	2,4%
Net Borç / FAVOK (x)	0,64	2,71	2,68	2,43
Net Borç / Özsermaye (x)	0,13	0,56	0,68	0,79
Ort. Özsermaye Karlılığı		10,4%	12,2%	15,1%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,4%	4,2%	4,5%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2025T	2026T
F/K	11,1	16,4	11,2	8,8
FD/FAVOK	8,2	11,4	7,9	5,9
FD/Satışlar	0,8	1,7	1,4	1,0
F/DD	1,5	1,8	1,4	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-4,9	4,8	-1,5	2,1
\$ Getiri (%)	-6,2	1,5	-1,7	-16,1
BIST-100 Relatif (%):	-13,0	-5,8	-7,8	-15,4



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Beyaz Eşya Sektörü

Baskıların gölgesinde geçen 2025'in ardından 2026'da dengeli bir iyileşme bekliyoruz..

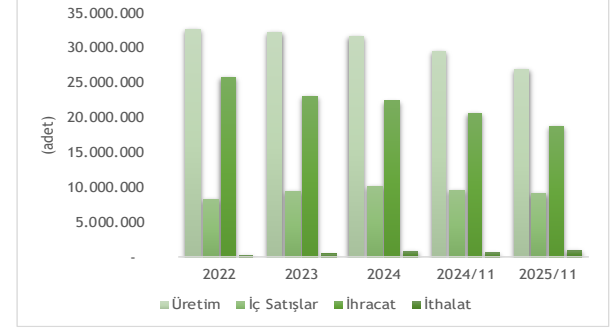
2025 yılı, beyaz eşya sektörü açısından küresel ölçekte zorlu koşulların belirleyici olduğu, belirsizliklerin ve baskı unsurlarının öne çıktığı bir geçiş dönemi olarak öne çıktı. Avrupa başta olmak üzere ana ihracat pazarlarında yüksek faiz ortamı, zayıf tüketici güveni ve ertelenen dayanıklı tüketim harcamaları, talep üzerinde belirgin baskı yarattı. İhracat tarafında, Çinli üreticilerin ölçek ekonomisi sayesinde uyguladığı agresif fiyatlandırma stratejileri, özellikle Avrupa pazarında rekabeti artırmış; giriş ve orta segment ürünlerde fiyat ve marj baskısı ön plana çıkmıştır. AB'nin enerji verimliliği ve sürdürülebilirlik odaklı regülasyonları ise kısa vadede uyum maliyetlerini artırarak ihracat performansını sınırlamıştır.

Türkiye iç pazarında ise sıkı kredi koşulları ve yüksek finansman maliyetleri, satış hacimlerini baskılamış; talep büyük ölçüde yenileme ihtiyacına dayalı seyretmiştir. Bu çerçevede 2025 yılı, sektör açısından hacim büyümesinden ziyade maliyet kontrolü, kapasite optimizasyonu ve verimlilik odaklı yeniden yapılanma adımlarının öne çıktığı bir yıl olmuştur.

2026 yılı için beyaz eşya sektöründe sert bir toparlanmadan ziyade kademeli bir normalleşme bekliyoruz. Avrupa'da faiz indirimlerinin daha görünür hâle gelmesi ve tüketici güvenindeki olası iyileşme, talep üzerindeki baskının azalmasına katkı sağlayabilir. Bununla birlikte, enerji verimli ve katma değerli ürünlere yönelik talebin artması, ürün karmasını yukarı taşıyabilen üreticiler için marj tarafında destekleyici bir unsur olacaktır. AB regülasyonlarına uyum sağlayan ve premium segmentte konumlanan firmalar, düşük verimli ürünlere kıyasla daha güçlü fiyatlandırma gücü elde edebilir. İç pazarda ise dezenflasyon sürecinin ilerlemesi ve kredi koşullarındaki olası iyileşme, 2026'da talep görünümünü 2025'e kıyasla daha dengeli bir noktaya taşıyabilir. Öte yandan, marjların hammadde ve kur dinamikleri nedeniyle temkinli seyrini koruyacağını düşünüyoruz.

Özetle, 2026 yılının beyaz eşya sektörü için kriz sonrası bir sıçrama yılı olmasını beklemiyoruz. Marjların hammadde ve kur dinamikleri nedeniyle temkinli seyrini koruyacağı, ancak yılın ikinci yarısından sonra faiz indirimlerinin daha görünür hâle gelmesi ile iç talep ve ihracat tarafındaki kademeli toparlanmanın şirketlerin operasyonel performansını destekleyeceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, 2026 yılının ikinci yarısının verimlilik, yeniden yapılanma, ürün karması ve teknolojik dönüşüm sayesinde beyaz eşya sektörü için kademeli ve daha sürdürülebilir bir toparlanma yılı olarak öne çıkacağını düşünüyoruz.

Beyaz Eşya Sektörü Verileri



6 Ana Ürün (Buzdolabı, Çamaşır Mak., Bulaşık Mak., Fırın, Derin Dondurucu, Kurutucu)

(adet)	Ocak-Kasım 2024	Ocak-Kasım 2025	Değişim
Üretim	29.694.014	27.040.512	-9%
İç Satışlar	9.563.571	9.166.917	-4%
İhracat	20.697.687	18.740.007	-9%
İthalat	689.984	905.758	31%

Kaynak: TURKBESD (Türk Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği)

Adet	Ocak-Kasım 24	Ocak-Kasım 25	Değişim (Yıllık)
Buzdolabı			
İç Satış	2.127.262	2.143.621	1%
Üretim	6.592.553	5.824.134	-12%
İhracat	4.369.195	3.772.288	-14%
Çamaşır Makinesi			
İç Satış	2.326.656	2.298.116	-1%
Üretim	6.572.414	5.377.174	-18%
İhracat	4.430.692	3.326.724	-25%
Bulaşık Makinesi			
İç Satış	1.790.467	1.764.050	-1%
Üretim	5.516.738	5.349.429	-3%
İhracat	3.832.696	3.680.665	-4%
Fırın			
İç Satış	919.270	897.345	-2%
Üretim	5.424.078	5.161.365	-5%
İhracat	4.480.873	4.303.861	-4%
Derin Dondurucu			
İç Satış	899.430	759.123	-16%
Üretim	1.632.037	1.387.757	-15%
İhracat	819.121	723.194	-12%
Kurutucu			
İç Satış	1.500.486	1.304.662	-13%
Üretim	3.956.194	3.940.653	0%
İhracat	2.765.110	2.933.275	6%

Arçelik (AL, Hedef Fiyat: 149,50 TL)

Getiri Potansiyeli: %36

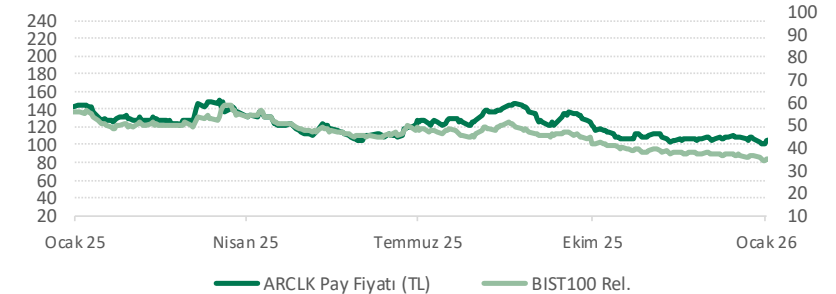
2025 yılı Arçelik açısından, küresel ve bölgesel ölçekte zorlu makroekonomik koşulların belirleyici olduğu, şirketin operasyonel ve finansal performansının çeşitli baskı unsurları altında seyrettiği bir geçiş dönemi olarak öne çıkmıştır. Yüksek faiz ortamı gerek Türkiye'de gerekse ana ihracat pazarı olan Avrupa'da tüketici talebini sınırlarken, dayanıklı tüketim harcamalarının ertelenmesi beyaz eşya satış hacimleri üzerinde belirgin bir baskı yaratmıştır. Özellikle Avrupa pazarında zayıf seyreden talep koşulları, Arçelik'in satış performansı ve kârlılığı üzerinde olumsuz etki oluşturmıştır. Buna ek olarak, Çinli üreticilerin küresel pazarlarda ölçek ekonomisine dayalı agresif fiyatlandırma stratejileri, özellikle giriş ve orta segment ürünlerde fiyat rekabetini sertleştirerek marj baskısını artırmıştır. Avrupa Birliği'nin enerji verimliliği ve sürdürülebilirlik odaklı regülasyonları ise kısa vadede uyum ve yatırım maliyetlerini yükselterek ihracat performansını sınırlayan bir diğer unsur olarak öne çıkmıştır. Bu regülasyonlar, özellikle ürün portföyünün yeniden yapılandırılması ve üretim süreçlerinde ilave yatırımlar gerektirmesi nedeniyle, 2025 yılında maliyet tarafında ek baskı yaratmıştır.

Operasyonel tarafta, yeniden yapılanma süreci kapsamında atılan adımlar, geçen yıla karşılaştırıldığında finansal performansı olumlu yönde desteklemiştir; bu süreçte elde edilen sinerji kazanımları ve maliyet tasarruflarının kademeli olarak devreye girmesiyle söz konusu iyileşme daha görünür ve kalıcı hale gelmiştir. Türkiye iç pazarında ise sıkı para politikası, yüksek finansman maliyetleri ve krediye erişimdeki kısıtlar, talebin büyük ölçüde yenileme ihtiyacına dayalı seyretmesine neden olmuş; bu durum satış hacimlerinin sınırlı kalmasına yol açmıştır. Buna karşın, güçlü marka konumu ve yaygın dağıtım ağı sayesinde Arçelik iç pazarda görece dirençli bir performans sergileyebilmiştir. 2025 yılını Arçelik için kârlılığın baskılandığı, ancak maliyet yapısının yeniden şekillendirildiği ve verimlilik odaklı yapısal dönüşümün hız kazandığı bir geçiş yılı olarak tanımlayabiliriz. Bu dönemde atılan yeniden yapılanma ve maliyet optimizasyonu adımları, kısa vadede finansal performansı sınırlamış olsa da, 2026 ve sonrasında yönelik daha sürdürülebilir bir kârlılık yapısının oluşturulması açısından önemli bir zemin hazırladığını düşünüyoruz.

2026 yılında Arçelik için, yeniden yapılanma ve maliyet optimizasyonu adımlarının finansallara daha belirgin yansımaya başladığı, kademeli bir normalleşme ve toparlanma süreci öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısından itibaren dezenflasyon sürecinin ilerlemesiyle birlikte iç talep koşulları ve finansman ortamının kademeli olarak iyileşmesini beklerken; Avrupa operasyonlarında ise güçlü bir toparlanmadan ziyade sınırlı ve kontrollü bir iyileşme öngörüyoruz. Yeniden yapılanmanın büyük ölçüde tamamlanmasıyla artan operasyonel verimlilik, marjları destekleyici bir unsur olacaktır. İtalya'da Siena'daki tek tesisin kapatılması ve diğer tesislerde yeniden ölçeklendirme adımlarıyla maliyet tabanının kalıcı olarak aşağı çekilmesi hedeflenmektedir. Euro bazlı gelir yapısı ve Euro'nun görece güçlü seyri satış gelirlerini desteklerken, rekabet ve AB regülasyonları nedeniyle ihracatta hacimden ziyade katma değerli ve enerji verimli ürünlere odaklı bir büyümenin öne çıkacağını düşünüyoruz. Genel olarak değerlendirdiğimizde, 2026 yılını Arçelik için güçlü bir sıçrama yılından ziyade; yeniden yapılanma, verimlilik artışı, ürün karmasının yukarı taşınması ve daha dengeli makroekonomik koşulların desteğiyle kârlılığın kademeli olarak iyileştiği bir normalleşme ve toparlanma yılı olacağını düşünüyoruz.

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 170,00 TL'den 149,50 TL seviyesine aşağı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %36 yükseliş potansiyeli taşıırken AL önerimizi koruyoruz.

Kod	ARCLK.IS	Kapanış		109,90
Piyasa Değeri (Mn TL)	74.263	Son 12 Ay En Yüksek		152,40
Piyasa Değeri (Mn \$)	2.029	Son 12 Ay En Düşük		99,65
Firma Değeri (Mn TL)	224.495	Beta		0,96
Firma Değeri (Mn \$)	5.679	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		8,9
Halka Açıklık Oranı (%)	18,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		13,9%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	485.876	560.937	520.350	632.550
Büyüme		15,4%	-7,2%	21,6%
FAVÖK	38.422	29.185	31.741	44.275
FAVÖK Marjı	7,9%	5,2%	6,1%	7,0%
Net Kar (Mn TL)	25.531	2.211	-7.350	2.300
Pay Başına Kar	37,78	3,27	-10,87	3,40
Temettü Verimi	2,65%	0,00%	0,00%	0,00%
Net Borç / FAVÖK (x)	2,61	3,91	5,20	4,43
Net Borç / Özsermaye (x)	0,94	1,30	1,63	1,69
Ort. Özsermaye Karlılığı		2,3%	-7,8%	2,1%
Ortalama Aktif Karlılığı		0,4%	-1,3%	0,4%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	11,3	56,8	-	32,3
FD/FAVÖK	6,9	8,2	7,1	5,1
FD/Satışlar	0,3	0,4	0,4	0,4
F/DD	1,6	1,4	0,7	0,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	1,2	4,5	-14,4	-33,6
\$ Getiri (%)	-0,7	-1,0	-25,5	-45,9
BIST-100 Relatif (%):	-9,2	-8,1	-19,7	-32,0



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Vestel Beyaz Eşya (AL, Hedef Fiyat: 12,50 TL) Getiri Potansiyeli: %58

2025 yılı, Vestel Beyaz Eşya açısından küresel ve bölgesel ölçekte zorlu makroekonomik koşulların belirleyici olduğu bir geçiş dönemi olarak öne çıkmıştır. Yüksek faiz ortamı gerek Türkiye’de gerekse şirketin ana ihracat pazarı olan Avrupa’da tüketici talebini baskılamış; dayanıklı tüketim harcamalarının ertelenmesi beyaz eşya satış hacimleri üzerinde belirgin bir aşağı yönlü etki yaratmıştır. Özellikle yurt içi pazarda yaşanan pazar payı kayıpları, satış performansı ve kârlılık üzerinde olumsuz bir tabloya yol açmıştır.

Bu zorlu konjonktür karşısında şirket, hacim odaklı büyüme yaklaşımından uzaklaşarak üretim, maliyet ve operasyonel optimizasyona ağırlık vermiştir. 2025 yılı boyunca alınan kararlar doğrultusunda verimsiz hatların sadeleştirilmesi, maliyet kontrolü ve Ar-Ge projelerine yönelim ön plana çıkmıştır. Bu stratejik dönüşüm, kısa vadede ciroyu desteklemekten ziyade kârlılığı ve nakit akışı disiplinini korumayı hedeflemiştir.

2026 yılına ilişkin görünümde, Vestel Beyaz Eşya’nın kârlı müşteri ve kârlı ürün gruplarına odaklanan daha seçici bir büyüme stratejisi izlemesini bekliyoruz. Bu çerçevede şirketten agresif bir ciro artışı öngörülmezken; ürün karmasında iyileşme, fiyatlama disiplini ve maliyet kontrolü sayesinde FAVÖK tarafında toparlanma olacağını düşünüyoruz.

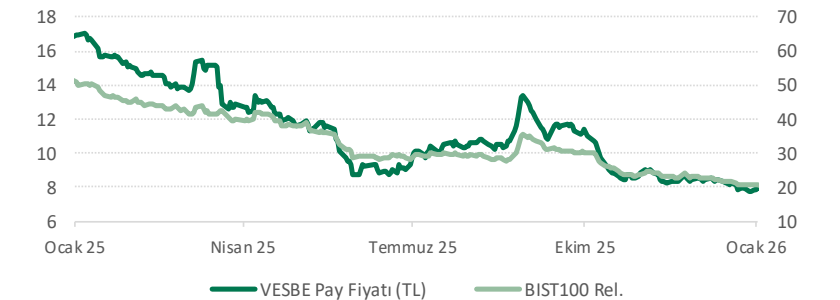
2025 yılında çalışan sayısında kaydedilen azalış, maliyet yapısında yapısal bir iyileşme potansiyeli oluşturu. 2026 yılında ise personel sayısındaki kademeli gerileme ve operasyonel verimlilik kazanımlarının etkisiyle toplam işçilik giderlerinin daha kontrollü bir seyir izlemesini bekliyoruz. Bu gelişme, enerji ve hammadde maliyetleri kaynaklı baskıların sürdüğü bir ortamda marj toparlanmasını destekleyici önemli bir unsur olacağını düşünüyoruz.

Şirket, yüksek faiz ortamında finansman giderlerini sınırlamak amacıyla TL kredi kullanımını azaltmayı ve bilanço yapısını güçlendirecek şekilde borçluluğu kademeli olarak aşağı çekmeyi hedefliyor. Öte yandan, şirketin ABD pazarını stratejik bir büyüme alanı olarak konumlandırması, 2026 görünümünün temel yapı taşlarından biridir. ABD’de faaliyet gösteren satış şirketleri ve daha büyük ölçekli beyaz eşya gruplarına yönelik geçmiş yatırımlar, bu pazarda ölçeklenebilir bir büyüme potansiyeli sunmaktadır. Özellikle 2026 yılının ikinci yarısından itibaren ABD kaynaklı ciro katkısının daha görünür hale gelmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, 2025 yılı Vestel Beyaz Eşya için talep baskısı ve kârlılık sınavının öne çıktığı bir yeniden yapılanma dönemi olurken; 2026 yılı, kârlılık odaklı, daha dengeli ve seçici bir toparlanma sürecine işaret etmektedir. Hacimden ziyade marj ve verimlilik odaklı strateji, ABD pazarındaki büyüme potansiyeli ve maliyet yapısındaki iyileşme beklentileri, şirketin orta vadeli görünümünü destekleyen temel unsurlar olduğunu düşünüyoruz.

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 15,00 TL’den 12,50 TL seviyesine aşağı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %58 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.

Kod	VESBE.IS	Kapanış	7,89	
Piyasa Değeri (Mn TL)	12.624	Son 12 Ay En Yüksek	17,03	
Piyasa Değeri (Mn \$)	408	Son 12 Ay En Düşük	7,62	
Firma Değeri (Mn TL)	31.325	Beta	0,81	
Firma Değeri(Mn \$)	798	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	2,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	19,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	7,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	115.410	98.597	82.385	101.870
Büyüme		-14,6%	-16,4%	23,7%
FAVÖK	14.922	7.570	3.500	5.150
FAVÖK Marjı	12,9%	7,7%	4,2%	5,1%
Net Kar(Mn TL)	8.928	348	-3.600	300
Pay Başına Kar	5,58	0,22	-2,25	0,19
Temettü Verimi	1,62%	5,05%	0,36%	0,48%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,49	1,79	4,80	5,20
Net Borç / Özsermaye (x)	0,18	0,31	0,33	0,46
Ort. Özsermaye Karlılığı		0,8%	-7,6%	0,5%
Ortalama Aktif Karlılığı		0,4%	-3,6%	0,3%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	5,4	102,0	-	42,1
FD/FAVÖK	3,8	6,5	9,0	6,1
FD/Satışlar	0,3	0,4	0,4	0,3
F/DD	1,2	0,8	0,2	0,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	13,8	-12,0	-38,9	-50,5
\$ Getiri (%)	11,6	-16,6	-46,8	-59,7
BIST-100 Relatif (%):	2,0	-22,6	-42,7	-49,3

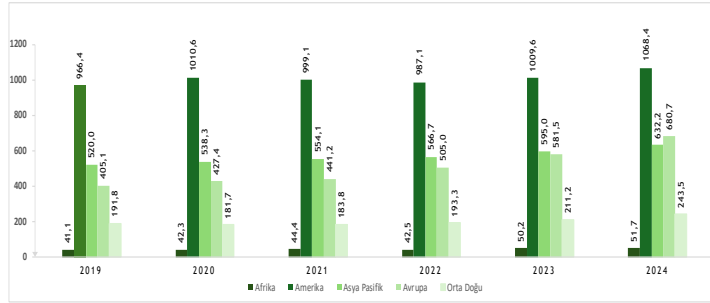


Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

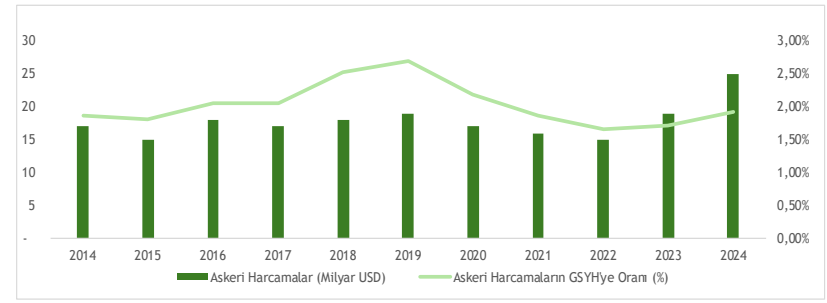
Savunma Sanayii Sektörü

Küresel Askeri Harcamalar (milyar USD)



Kaynak: SIPRI

Türkiye'nin Yıllara Göre Askeri harcamalarının GSYH'ye oranı



Kaynak: SIPRI

2026 yılı ve sonrasında küresel savunma sanayii sektörünün, jeopolitik risklerin artışı, büyük güç rekabetinin derinleşmesi, bölgesel çatışmaların sürekliliği, teknolojik dönüşümün hızlanması ve devletlerin hızla yükselen savunma bütçeleri nedeniyle büyüme eğilimini sürdüreceğini öngörüyoruz. 2026 yılında hem bölgesel düzeyde hem de küresel ölçekte askeri harcamaların artmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Bu artışın temel nedenleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Küresel güç rekabeti derinleşmeye devam etmektedir; özellikle ABD-Çin arasındaki stratejik ve teknolojik rekabet uluslararası sistemin başlıca yönlendirici gücü hâline gelmiştir.
- Avrupa kıtasında güvenlik riskleri sürmektedir. Rusya'nın askeri kapasitesi ve Ukrayna Savaşı'nın gidişatına dair belirsizlik, bölgesel istikrarsızlığı artırmaktadır.
- Rusya-Ukrayna Savaşı'nın sonuçları ve çatışmanın geleceğine ilişkin belirsizlik, hem Avrupa güvenliğini hem de küresel jeopolitik dengeleri risk altında tutmaktadır.
- Orta Doğu'da belirsizlik derinleşmektedir. İsrail-Filistin çatışmasının bölgesel bir yayılma potansiyeli bulunmakta; İran ile ABD/İsrail arasındaki gerilim ise bölgesel ve küresel düzeyde stratejik risk oluşturmaya devam etmektedir.

2026'ya doğru küresel savunma bütçelerinde yükseliş ve Türkiye'nin konumu- 2026'ya yaklaşırken küresel savunma harcamaları, jeopolitik gerilimlerin tırmanması, büyük güç rekabetinin derinleşmesi ve bölgesel çatışmaların süreklilik kazanması nedeniyle belirgin bir artış eğilimi sergilemektedir. İsrail'in İran'a yönelik operasyonları gibi yüksek etkili askeri gelişmeler, özellikle Orta Doğu'da güvenlik algılarının keskin biçimde yeniden şekillenmesine yol açmakta ve bölge ülkelerinin savunma bütçelerini doğrudan yukarı yönlü etkilemektedir. Bu küresel dinamiklere paralel olarak Türkiye'nin askeri harcamalarının da artış trendini sürdürdüğü görülmektedir. NATO'nun son yıllarda öne çıkardığı çok katmanlı hava savunması, modernizasyon, lojistik kapasite ve tatbikat yoğunluğuna ilişkin beklentiler, Türkiye için savunma alanında ilave kaynak ihtiyacı yaratmaktadır.

NATO ülkeleri doğu kanadında savunmasını güçlendirdi. Rusya'nın 2014'ten itibaren bölgesel güvenliği sarsan eylemleri ve özellikle 2022'deki Ukrayna işgali, NATO'nun doğu sınırındaki tehdit algısını ciddi biçimde yükseltmiştir. Bu çerçevede İttifak, Polonya, Baltık ülkeleri ve Romanya gibi doğrudan risk altında bulunan bölgelere daha fazla askeri birlik, hava savunma sistemi ve radar konuşlandırarak caydırıcılık mekanizmasını güçlendirmiştir. Bu adımların temel amacı, olası bir saldırıyı önceden engellemek ve bölgenin savunma kapasitesini hızlı ve etkin şekilde artırmaktır.

Savunma Sanayii Sektörü

AB ülkeleri 800 milyar avroluk savunma planını onayladı. Avrupa'da hem jeopolitik tehditler hem de yeni nesil hibrit saldırı türleri arttığı için AB ülkeleri savunma harcamalarını artırdı. Bu nedenle Türkiye'nin savunma sanayisi ürünleri (İHA'lar, insansız kara araçları, deniz platformları, elektronik harp sistemleri) potansiyel ihracat fırsatları yakalayabilir. Türkiye, AB ile doğrudan projelerde veya tedarik zincirlerinde yer alarak teknolojisini ve ihracatını artırabilir. AB, yeni savunma teknolojilerine yatırım yapacak; Türkiye'nin güçlü olduğu alanlarda (örneğin İHA ve insansız sistemler) ortak AR-GE projelerine girme imkânı olabilir. Ortak projeler, teknoloji transferi ve üretim kapasitesinin geliştirilmesi için bir fırsat sunar. Türkiye, stratejik konumu ve lojistik altyapısı sayesinde AB'nin askeri hareketlilik ve tedarik projelerinde ara tedarikçi veya lojistik üssü olarak rol alabilir. Bu, özellikle Doğu Avrupa ve Akdeniz projelerinde Türkiye'nin önemini artırır. AB ülkelerinin kendi yerli sanayilerini destekleme eğilimi olsa da, dış tedarikçilerle olan işbirliği ihtiyacı, Türkiye'ye alternatif pazar yaratabilir. Türkiye, özellikle orta ölçekli savunma sistemlerinde rekabet avantajı sağlayabilir.

NATO üyeleri yıllık savunma harcamalarını 2035 yılına kadar GSYH'nin %5'ine çıkarma konusunda anlaştı. Türkiye açısından da önemli olan NATO zirvesinde, ittifaka üye 32 ülkenin ana gündem maddesi, Savunma sanayii harcamalarının artırılması oldu. Bu çerçevede 2014'te gayrisafi yurt içi hasılanın (GSYH) yüzde 2'si olarak belirlenen mevcut hedef yüzde 5'e yükseltilecek.

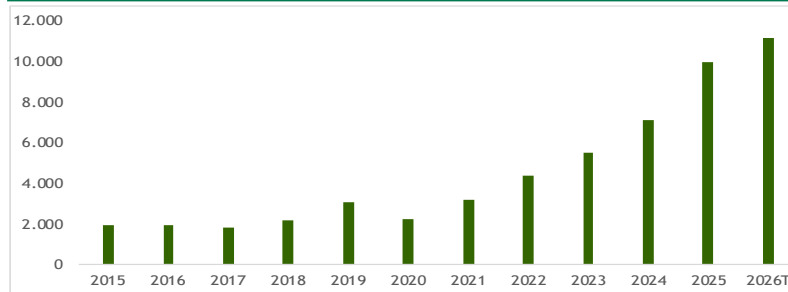
Türkiye'nin savunma ihracatında güçlenen konumu. Türk savunma sanayii, 2025 yılında 10,5 milyar dolar mal ve hizmet ihracatıyla tarihi rekor kırdı. Bir önceki yıl 7,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen ihracat, bu sonuçla birlikte yaklaşık %49 artış kaydetti. Öte yandan, yeni imzalanan satış sözleşmeleri tarafında da güçlü bir ivme görüldü. 2024 yılında 10 milyar dolar olan yeni sözleşme tutarı, 2025'te 17,8 milyar dolara yükselerek yaklaşık %80'e varan bir büyümeye işaret etti. 2026 yılında ise özellikle hava savunma sistemleri, İHA/SİHA platformları, deniz araçları ve motor projeleri gibi yüksek katma değerli ürünlerin ihracatındaki artış eğiliminin devam etmesi; küresel savunma harcamalarının yükselişi ve NATO-AB ülkelerinin modernizasyon talebinin güçlenmesiyle birlikte Türkiye'nin savunma ve havacılık ihracatının büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Savunma sanayiinde tedarik zinciri ve ihracatın güçlenmesinde SAHA EXPO'nun önemi: Türkiye'nin ve Avrupa'nın en büyük sanayi kümelenmesi SAHA İstanbul tarafından düzenlenen SAHA Expo, 5-9 Mayıs 2026 tarihleri arasında İstanbul Fuar Merkezi'nde beşinci kez kapılarını açmaya hazırlanıyor. SAHA EXPO, savunma sanayii sektörüne ihracatın artırılması, yeni pazarların açılması ve tedarik zincirinin genişleyip derinleşmesi açısından kritik katkılar sağlamaktadır. Fuar, ana yükleniciler ile KOBİ'leri bir araya getirerek yerli üretim kapasitesinin güçlenmesine, dışa bağımlılığın azalmasına ve yeni iş birliklerinin oluşmasına imkân tanımaktadır. Aynı zamanda ileri teknoloji ürünlerinin tanıtıldığı bir vitrin işlevi görerek Ar-Ge ekosistemini desteklemekte, inovasyonun görünürlüğünü artırmakta ve sektörde rekabet gücünü yükseltmektedir. Uluslararası delegasyonların katılımıyla savunma diplomasisini güçlendiren fuar, Türkiye'nin küresel savunma pazarındaki konumunu pekiştirmekte ve uzun vadeli stratejik iş birliklerinin önünü açmaktadır.

2026'da savunma sanayiinin Hedefleri: 2026'da Savunma sanayiinin modern hava savunması, milli platform üretimi, ihracat artışı ve yüksek teknoloji odaklı sistemler gibi stratejik hedefleri, hem sektörün üretim kapasitesini genişleterek büyüme ivmesini hızlandıracak hem de şirketleri küresel rekabette daha görünür ve yüksek katma değerli konuma taşıyacağını düşünmekteyiz. Bu dönemde KAN, HÜRJET, ALTAY, SİPER ve ÇELİKKUBBE çok katmanlı hava savunma mimarisi gibi kritik projelerin ilerlemesi, yalnızca üretim ekosisteminin derinleşmesine katkı sağlamayacak, aynı zamanda savunma sanayiinde bilgi yoğun süreçlerin ağırlığını artırarak teknoloji geliştirme kapasitesinin kurumsallaşmasına imkân tanıyacaktır. Dolayısıyla 2026 sonrası, savunma sanayinin hem ulusal güvenlik mimarisinde daha belirleyici bir aktör hâline gelmesini hem de küresel savunma ekonomisinde daha görünür, sürdürülebilir ve yüksek katma değer üreten bir pozisyon elde etmesini sağlayacak stratejik bir eşik olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Türk savunma sanayii bünyesinde gelecek yıl kuantum teknolojileri, yapay zeka, otonom sistemler, hipersonik teknolojiler gibi derin ve çığır açan teknolojilerde askeri ve sivil kullanıma yönelik çalışmalar gerçekleştirilecek.

Türkiye'nin Savunma Sanayii İhracatı (mn USD)



Kaynak: Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM)

Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 340,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %29

Şirketin ihracat odaklı sipariş yapısındaki artış, etkin finansal yönetimi ve artan yatırım harcamaları, ASELSAN'ın uzun vadeli sürdürülebilir büyümesini destekleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır. Ayrıca Ar-Ge harcamalarındaki artış ile seri üretime yönelik yatırımların, şirketin teknoloji geliştirme ve üretim kabiliyetlerini daha da güçlendirerek sürdürülebilir büyümesine önemli katkılar sağlayacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde ÇELİKKUBBE bileşenlerinin üretiminde yeni kapasite artışlarını beraberinde getirecek yatırımların devreye alınmasıyla, ASELSAN'ın savunma sanayiindeki küresel konumunun daha da güçleneceğini düşünüyoruz.

Aselsan'ın 2025 yılını 19 milyar dolar üzerinde backlog ile tamamlamasını bekliyoruz. İhracat odaklı büyüme stratejisini kararlılıkla sürdüren Şirket, 9A25'de almış olduğu 5,7 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 1,45 milyar dolarlık kısmını yurtdışından sağladı (9A24: 535 milyon dolar). Şirket'in 9A25 itibarıyla toplam bakiye siparişlerinin %98'ini savunma, %2'sini savunma dışı siparişler oluşturdu. Şirket'in 9A25 itibarıyla uzun vadeli siparişlerinin 52%'si dolar, 40%'i Euro ve 8%'i ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

Şirket'in net borç pozisyonu, Şirket'in net borcu 3Ç24'e kıyasla %40 azalış kaydederek 23,769 milyon TL'ye geriledi. 9A25'te Net Borç/FAVÖK oranı 0,57x seviyesine geriledi. Önceki yılın aynı döneminde Net Borç/FAVÖK oranı 1,27 seviyesinde yer alıyordu. Şirket böylece, sektör ortalamalarının altında seyreden pozisyonunu korudu.

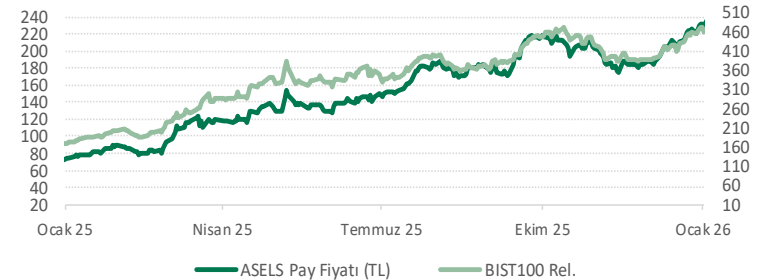
ASELSAN, savunma teknolojilerinde küresel ölçekteki konumunu daha da güçlendirmek amacıyla, Ankara Oğulbey'de şirkete yatırım amaçlı tahsis edilen 6.500 dönümlük yeni bir alanı bünyesine katmıştır. İnşaatına başlanan ve 2030 yılında tamamlanması planlanan bu yeni yerleşke ile birlikte, şirketin mevcut tesislerine kıyasla daha büyük ölçekli ve entegre bir üretim altyapısına kavuşması hedeflenmektedir. 2026 ortasından itibaren devreye girmesi planlanan tesiste, Şirketin gelirlerine ve yatırımın finansmanına doğrudan katkı sağlayacaktır. Söz konusu yatırımın, başta ÇELİKKUBBE kapsamında yer alan hava savunma sistemleri olmak üzere birçok kritik teknolojinin daha yüksek adetlerde seri üretimine imkân sağlamasını ve bu sayede ASELSAN'ın hava savunma sistemleri ihracatına olumlu katkı sunmasını bekliyoruz. ASELSAN, bu yatırımla birlikte istikrarlı büyümesini sürdürecektir; özellikle seri üretim kapasitesini, bunun yanında Ar-Ge yetkinliklerini, istihdam olanaklarını ve küresel pazardaki rekabet gücünü daha da ileriye taşımasını bekliyoruz.

2025 yılında Türkiye savunma sanayiinde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Temmuz ayında KAAAN'ın Endonezya'ya ihracatına yönelik iş birliği anlaşmaların gündeme gelirken, Ağustos ayında Çelik Kubbe mimarisi kapsamında radar, komuta-kontrol ve füze unsurlarından oluşan 47 farklı alt bileşenin Türk Silahlı Kuvvetleri'ne teslim edilmesi hava savunmasında önemli bir eşik olmuştur. Kasım ayında ise Türkiye'nin ilk insansız savaş uçağı olan KIZILELMA, milli MURAD AESA ve GÖKDOĞAN entegrasyonu ile gerçekleştirilen başarılı testlerle, insansız hava platformlarında ulaşılan teknolojik seviyeyi ortaya koymuştur. 2026 yılına girerken, TAYFUN'un ileri varyantlarının geliştirilmesi, hava savunma sistemlerinde planlanan ilave teslimatlar ve kritik platformların olgunlaşması sektör açısından bir dönüşüm sürecine işaret etmektedir. Bu kapsamda, hava savunma mimarisinin güçlenmesine yönelik teslimatların artması ve stratejik füze projelerindeki ilerlemenin, Türkiye'nin savunma sanayiinde teknolojik yetkinlik ve üretim kapasitesini daha da güçlendirmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, KAAAN prototip uçuşlarının devam etmesi, HÜRJET'in ilk teslimatları, ALTAY'ın envantere daha görünür şekilde girmesi ve HİSAR ile SİPER projelerindeki ilerleme sayesinde, Türkiye'nin savunma sanayiinde teknolojik yetkinlik ve kurumsal kapasitesinin 2026 ve sonrasında belirgin biçimde güçlenmesini bekliyoruz.

NATO'nun yeni hedefinde üye ülkelerin savunmaya ayrılan payını artırmayı öngörüyoruz. NATO'nun savunma harcamalarını artırmaya yönelik yeni yaklaşımı, üye ülkelerin bütçelerinde savunma kaleminin daha yüksek pay almasını öngörmektedir. Bu çerçevede, Türkiye gibi savunma sanayii üretim kapasitesi güçlü olan ülkelerde devletin harcama imkanlarının genişlemesi, ASELSAN'ın sipariş hacmini ve proje portföyünü artıracak önemli bir fırsat alanı oluşturacağını düşünümüyoruz.

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 240,00 TL'den 340,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %29 yükseliş potansiyeli taşıırken AL önerimizi koruyoruz.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	263,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.201.560	Son 12 Ay En Yüksek	270,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	20.188	Son 12 Ay En Düşük	76,05	
Firma Değeri (Mn TL)	1.225.329	Beta	0,83	
Firma Değeri(Mn \$)	20.721	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	96,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	52,9%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	139.076	157.340	177.950	252.500
Büyüme		13,1%	13,1%	41,9%
FAVÖK	30.289	39.574	45.200	64.700
FAVÖK Marjı	21,8%	25,2%	25,4%	25,6%
Net Kar (Mn TL)	13.778	20.025	26.280	35.850
Pay Başına Kar	3,02	4,39	5,76	7,86
Temettü Verimi	0,23%	0,18%	0,11%	0,17%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,83	0,53	0,54	0,47
Net Borç / Özsermaye (x)	0,15	0,11	0,11	0,12
Ort. Özsermaye Karlılığı		11,5%	13,3%	15,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,6%	7,7%	9,1%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	28,1	21,6	45,7	33,5
FD/FAVÖK	13,6	11,5	27,1	18,9
FD/Satışlar	1,6	2,2	6,9	4,9
F/DD	2,3	2,4	5,7	4,9
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	22,4	30,5	147,3	186,4
\$ Getiri (%)	20,1	23,7	115,2	133,3
BIST-100 Relatif (%):	9,8	14,8	131,8	193,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Sektörü

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Prim/İskonto Tablosu (Mn TL)

Sıra	Kod	Unvan	Kapanış Fiyatı (07.01.26)	XGMYO Endeks Ağırlığı	Gayrimenkul Portföyü Değeri	İştirak ve Bağlı Ortaklıklar	Diğer Veriler	Toplam Portföy Değeri	Finansal Borçlar	Finansal Olmayan Borçlar	Toplam Borç	Net Aktif Değer (NAD)	Piyasa Değeri (PD)	PD/NAD	NAD Primi/ İskontosu (-)	Defter Değeri (DD)	PD/DD	PD/DD Primi/ İskontosu (-)	Son 1 Yıllık Getiri
1	ADGYO	Adra GMYO	50,15	1,27%	8.595	3.950	2.870	15.415	0	406	406	15.009	14.729	0,98	-1,9%	9.009	1,63	63,5%	46,3%
2	AHSGY	Ahes GMYO	19,00	1,23%	24	5	3.351	3.380	0	953	953	2.427	13.709	5,65	464,9%	6.948	1,97	97,3%	238,6%
3	AKFGY	Akfen GMYO	2,65	1,60%	22.841	8.614	2.312	33.767	2.129	2.888	5.017	28.750	10.335	0,36	-64,1%	30.012	0,34	-65,6%	21,6%
4	AKMGY	Akmerkez GMYO	238,00	0,20%	9.329	0	604	9.933	0	1.690	1.690	8.243	7.434	0,90	-9,8%	8.879	0,84	-16,3%	-5,7%
5	AKSGY	Akış GMYO	8,05	3,61%	42.561	88	2.328	44.977	2.653	4.613	7.266	37.711	19.441	0,52	-48,4%	40.927	0,48	-52,5%	8,8%
6	ALGYO	Alarko GMYO	35,68	1,71%	17.945	98	3.846	21.889	1.890	4.188	6.078	15.811	10.340	0,65	-34,6%	17.264	0,60	-40,1%	66,4%
7	ASGYO	Asce GMYO	10,75	0,61%	24.314	0	13.509	37.823	0	5.520	5.520	32.303	7.084	0,22	-78,1%	17.164	0,41	-58,7%	-13,2%
8	ATAGY	Ata GMYO	14,35	0,14%	706	0	0	706	0	93	93	613	682	1,11	11,2%	707	0,96	-3,5%	25,8%
9	AVGYO	Avrasya GMYO	9,90	0,21%	1.552	226	247	2.025	3	87	90	1.935	1.105	0,57	-42,9%	1.926	0,57	-42,6%	13,5%
10	AVPGY	Avrupakent GMYO	52,45	1,80%	45.817	0	1.845	47.662	0	10.926	10.926	36.736	20.980	0,57	-42,9%	39.452	0,53	-46,8%	1,3%
11	BEGYO	Batı Ege GMYO	4,81	0,42%	4.154	0	875	5.029	0	10	10	5.019	3.920	0,78	-21,9%	5.038	0,78	-22,2%	-30,3%
12	DGGYO	Doğuş GMYO	31,08	0,18%	17.287	0	128	17.415	3.808	1.252	5.060	12.355	10.319	0,84	-16,5%	13.466	0,77	-23,4%	-31,1%
13	DZGYO	Deniz GMYO	7,77	0,26%	4.192	0	1.459	5.651	16	832	848	4.803	3.108	0,65	-35,3%	5.221	0,60	-40,5%	-22,4%
14	EGEGY	Egeyapı Avrupa GMYO	25,96	0,55%	4.467	0	0	4.467	258	6.352	6.610	-2.143	5.192	-2,42	NA	1.256	4,13	313,3%	0,0%
15	EKGYO	Emlak Konut GMYO	21,36	14,24%	224.013	4.602	37.321	265.936	21.336	80.490	101.826	164.110	81.168	0,49	-50,5%	128.855	0,63	-37,0%	61,3%
16	EYGYO	EYG GMYO	3,84	0,32%	3.620	0	242	3.862	974	315	1.289	2.573	2.688	1,04	4,5%	2.120	1,27	26,8%	72,8%
17	FZLGY	Fuzul GMYO	14,39	1,30%	9.339	159	1.819	11.317	692	6.830	7.522	3.795	17.988	4,74	374,0%	4.561	3,94	294,3%	94,2%
18	HLGYO	Halk GMYO	3,96	1,10%	49.623	382	7.741	57.746	4.151	11.597	15.748	41.998	15.206	0,36	-63,8%	43.726	0,35	-65,2%	51,1%
19	IDGYO	İdealist GMYO	3,74	0,14%	362	0	41	403	136	153	289	114	561	4,92	392,1%	298	1,88	88,5%	37,5%
20	ISGYO	İş GMYO	21,70	2,72%	49.123	41	3.267	52.431	2.147	4.590	6.737	45.694	20.805	0,46	-54,5%	48.810	0,43	-57,4%	13,8%
21	KLGYO	Kiler GMYO	6,25	1,38%	33.409	1.804	2.854	38.067	92	7.816	7.908	30.159	8.719	0,29	-71,1%	22.576	0,39	-61,4%	24,5%
22	KRGYO	Körfez GMYO	2,96	0,22%	2.176	0	170	2.346	0	162	162	2.184	2.930	1,34	34,2%	2.338	1,25	25,4%	-6,6%
23	KZBGY	Kızılıbükl GYO	11,92	1,72%	21.835	-121	2.433	24.147	2.539	6.993	9.532	14.615	14.304	0,98	-2,1%	20.262	0,71	-29,4%	68,6%
24	KZGYO	Kuzugrup GMYO	24,46	0,42%	15.244	0	85	15.329	762	3.000	3.762	11.567	4.892	0,42	-57,7%	12.303	0,40	-60,2%	6,7%
25	MHRGY	MHR GMYO	3,33	0,36%	6.085	0	2.083	8.168	0	1.365	1.365	6.803	4.131	0,61	-39,3%	7.426	0,56	-44,4%	-1,2%
26	MSGYO	Mistral GMYO	5,92	0,27%	6.370	0	1.401	7.771	0	1.448	1.448	6.323	2.781	0,44	-56,0%	4.572	0,61	-39,2%	42,1%
27	NUGYO	Nurul GMYO	11,65	0,69%	5.260	0	1.036	6.296	125	263	388	5.908	3.907	0,66	-33,9%	6.439	0,61	-39,3%	50,7%
28	OZGYO	Özderici GMYO	2,03	0,25%	5.061	498	0	5.559	32	272	304	5.255	2.030	0,39	-61,4%	5.754	0,35	-64,7%	39,0%
29	OZKGY	Özak GMYO	14,24	1,78%	47.099	578	17.554	65.231	602	6.003	6.605	58.626	20.733	0,35	-64,6%	63.197	0,33	-67,2%	6,4%
30	PAGYO	Panora GMYO	85,00	0,97%	11.703	13	178	11.894	0	1.394	1.394	10.500	7.395	0,70	-29,6%	13.550	0,55	-45,4%	40,7%
31	PEKGY	Peker GMYO	11,90	19,23%	611	10.186	10.136	20.933	4.461	1.548	6.009	14.924	59.500	3,99	298,7%	6.764	8,80	779,7%	876,8%
32	PSGYO	Pasifik GMYO	2,46	1,94%	33.879	7.731	46.605	88.215	13.999	23.049	37.048	51.167	13.096	0,26	-74,4%	29.331	0,45	-55,4%	49,8%
33	RYGYO	Reysaş GMYO	24,24	5,00%	65.503	1.058	3.317	69.878	3.597	6.686	10.283	59.595	48.480	0,81	-18,7%	67.261	0,72	-27,9%	40,3%
34	SNGYO	Sınpaş GMYO	4,54	3,43%	46.345	16.576	23.256	86.177	5.236	6.978	12.214	73.963	18.160	0,25	-75,4%	50.048	0,36	-63,7%	45,0%
35	SRVGY	Servet GMYO	3,28	0,77%	16.398	15.051	4.665	36.114	226	5.708	5.934	30.180	10.660	0,35	-64,7%	24.518	0,43	-56,5%	-28,8%
36	SURGY	Sur Tatil Evleri GMYO	43,98	0,56%	26.332	0	2.572	28.904	41	3.164	3.205	25.699	7.367	0,29	-71,3%	9.093	0,81	-19,0%	4,1%
37	TDGYO	Trend GMYO	41,74	0,86%	246	0	104	350	0	0	0	350	2.880	8,23	722,9%	347	8,29	728,8%	249,6%
38	TRGYO	Torunlar GMYO	78,00	5,63%	115.386	3.841	23.581	142.808	1.289	20.821	22.110	120.698	78.000	0,65	-35,4%	124.326	0,63	-37,3%	35,4%
39	TSGYO	TSKB GMYO	6,88	0,17%	5.883	39	224	6.146	131	480	611	5.535	4.472	0,81	-19,2%	5.902	0,76	-24,2%	-12,6%
40	VKGYO	Vakıf GMYO	2,55	0,88%	27.538	0	2.495	30.033	0	4.148	4.148	25.885	8.798	0,34	-66,0%	23.411	0,38	-62,4%	17,5%
41	VRGYO	Vera Konsept GMYO	2,36	0,46%	5.188	0	1.464	6.652	137	1.642	1.779	4.873	1.935	0,40	-60,3%	5.108	0,38	-62,1%	-30,6%
42	YGGYO	Yeni Gimat GMYO	136,00	8,71%	17.839	91	3.426	21.356	1	4.744	4.745	16.611	32.901	1,98	98,1%	18.467	1,78	78,2%	129,3%
Toplam				89,28%	1.055.254	75.510	233.444	1.364.208	73.463	251.469	324.932	1.039.276	624.864	0,60	-39,9%	948.630	0,66	-34,1%	

Kaynak: TSPB, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Notlar:

- Tabloda yer alan toplam portföy ve toplam borç değerleri TSPB tarafından yayımlanan 2025/06 dönemine ait verilerdir.
- İlgili Döneme (30.06.2025) Ait Döviz Kuru 39.8835 TL olarak hesaplanmıştır.
- BIST Gayrimenkul Y.O. (XGMYO) Endeksinde yer alan toplam 49 şirket bulunmaktadır. Bu şirketler arasında Atakule GMYO, Başkent Doğalgaz Dağıtım GMYO, Koray GMYO, Şeker GMYO, Zeray GMYO ve Ziraat GMYO unvanlı şirketlerin verileri TSPB'de erişilebilir olmadığından tabloda yer almamaktadır. Martı GMYO unvanlı şirket ise hesap dönemi farklı olduğu için tabloya dahil edilmemiştir.

Holdingler

Ocak 2026

Koç Holding (AL, Hedef Fiyat: 318,51 TL)

Getiri Potansiyeli: %74

Sektörel ve Dönemsel Dalgalanmalara Karşı Dengeli Portföy Yapısı...

Koç Holding'in yapılanması içerisinde Net Aktif Değeri'nin %22'sini Enerji, %37'sini Otomotiv, %5'ini Dayanıklı Tüketim, %21'ini Finans ve %15'ini Diğer Varlıklar ve Nakit segmenti oluşturmaktadır. Gelir dağılımı tarafında ise Holding'in kombine gelirlerine; Enerji %32, Otomotiv %30, Dayanıklı Tüketim %13, Finans %20 ve Diğer segmentler %5 oranında katkı sağlamaktadır (09/2025 sonu itibarıyla). Dengeli portföy yapısı, Holding'in sektörel ve dönemsel dalgalanmalara karşı dayanıklılığını güçlendirmektedir.

9A25 Finansal Sonuçları - Koç Holding, 9A25 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlara göre toplam 2.040mr TL gelir, 14.977mn TL konsolide net kar elde etmiştir. Bu dönemde elde edilen konsolide net kara Dayanıklı Tüketim ve Otomotiv segmentleri negatif katkı sağlarken, Finans, Enerji ve Diğer segmentleri pozitif katkıda bulunmuştur.

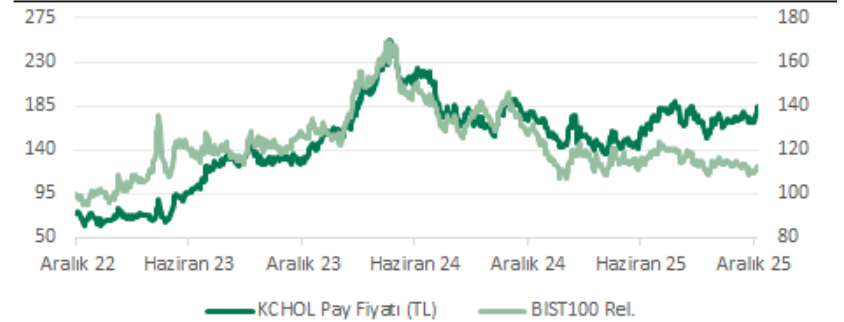
Güçlü Nakit Pozisyonu - 9A25 dönemi itibarıyla Holding'in 874mn \$ solo net nakit, 597mn \$ solo net yabancı para (YP) pozisyonu bulunmaktadır. Finans segmenti hariç tutulduğunda, Kombine Net Finansal Borç/FAVÖK rasyosunun 1,4x seviyesinde gerçekleşmesi, bilanço yapısının sürdürülebilirliğini desteklemektedir.

Temettü Ödemelerinde Süreklilik - Segment bazında çeşitlendirilmiş dengeli portföy yapısı sayesinde Koç Holding, büyük ölçüde döviz veya dövize endekli gelir üreten iştiraklerinden olmak üzere, 2025 yılının Kasım ayı itibarıyla toplam 21,3 milyar TL temettü geliri elde etmiştir. 2010 yılından bu yana her yıl düzenli temettü ödeyen Holding, 2025 yılının Nisan ayında pay başına brüt 6,88 TL (net 5,85 TL) olmak üzere toplam 17,4 milyar TL temettü dağıtımını gerçekleştirmiştir.

2026 Yılı Beklentilerimiz - 2026 yılında, sanayi kolunda faaliyet gösteren iştiraklerin yüksek ihracat oranına sahip yapısı sayesinde, başta Avrupa olmak üzere ihracat pazarlarındaki ekonomik koşulların Holding gelirleri üzerinde belirleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Avantajlı Euro/Dolar paritesinin, bu yıl iştiraklerin ihracat gelirlerine olan pozitif katkısının daha belirgin şekilde hissedileceğini öngörüyoruz. Yurt içinde ise sektörel açıdan çeşitlendirilmiş portföy yapısının, devam eden faiz indirim sürecinden olumlu etkilenerek Holding performansını destekleyeceğini düşünüyoruz.

Holding için güncel net aktif değer tablomuz bir sonraki sayfada detaylı olarak sunulmuştur. İştirak değerlerinde yaptığımız değişiklikler sonrası, Koç Holding (KCHOL) için hedef fiyatımızı 243,75 TL'den 318,51 TL'ye yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımızı 7 Ocak 2026 kapanışına göre %74 yükseliş potansiyeli taşıırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Kod	KCHOL.IS	Kapanış		183,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	464.069	Son 12 Ay En Yüksek		190,50
Piyasa Değeri (Mn \$)	10.799	Son 12 Ay En Düşük		133,70
Firma Değeri (Mn TL)	1.229.069	Beta		1,26
Firma Değeri(Mn \$)	29.229	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		126,1
Halka Açıklık Oranı (%)	22,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		37,1%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
Satış Gelirleri	2.303.722	2.109.315	1.614.119	1.359.110
Finans Sektörü Hasılatı	728.756	924.647	695.645	680.644
Toplam Gelirler	3.032.478	3.033.962	2.309.764	2.039.754
Büyüme		0,0%		-11,7%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	141.594	1.709	9.705	14.977
Pay Başına Kar	55,84	0,67	3,67	5,66
Temettü Verimi	5,3%	3,5%		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,69	0,97	0,84	1,19
Ort. Özsermaye Karlılığı	19,40%	0,25%		1,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	2,62%	0,03%		0,1%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
F/K	5,0	346,8	0,0	25,0
FD/Satışlar	0,3	0,5	0,3	0,6
F/DD	0,9	0,9	0,9	0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	7,5	7,5	8,4	3,1
\$ Getiri (%)	6,0	4,1	8,1	-15,3
BIST-100 Relatif (%):	-1,7	-3,4	1,5	-14,5



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023, 2024, 2024/09 ve 2025/09 finansalları 9A25'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

Koç Holding	Sermaye Payı (%)	PD (mn TL)	PD (mn USD)	Holding Payı (mn USD)	Değerleme Yöntemi	Hedef PD (mn USD)	Holding Payı (mn USD)
İştirakler (Halka Açık)							
Arçelik	40,75%	74.263	1.725	837	Hedef Piyasa Değeri	2.346	1.139
Altinyunus Çeşme	39,72%	10.675	248	74	Cari Piyasa Değeri	248	74
Aygaz	36,00%	44.795	1.040	423	Cari Piyasa Değeri	1.040	423
Ford Otosan	40,00%	342.313	7.951	3.073	Hedef Piyasa Değeri	11.656	4.505
Marmaris Altinyunus	43,62%	8.001	186	112	Cari Piyasa Değeri	186	112
Otokar	54,54%	58.710	1.364	646	Cari Piyasa Değeri	1.364	646
Tofaş Oto. Fab.	40,00%	140.375	3.261	1.227	Hedef Piyasa Değeri	3.931	1.479
Türk Traktör	57,12%	54.687	1.270	476	Cari Piyasa Değeri	1.270	476
Tüpraş	71,11%	383.625	8.911	3.749	Hedef Piyasa Değeri	12.701	5.344
Yapı ve Kredi Bankası	50,00%	317.947	7.385	4.050	Hedef Piyasa Değeri	12.198	6.689
İştirakler Toplam NAD (Halka Açık)		1.435.390	33.341	14.668		46.941	20.888
İştirakler (Halka Açık Olmayan)							
Arçelik LG Klima San. Ve Tic. A.Ş.	5,00%	2.511	63	3	Defter Değeri	63	3
Bilkom Bilişim Hizmetleri A.Ş.	100,00%	1.914	48	48	Defter Değeri	48	48
Divan Turizm İşletmeleri A.Ş.	29,95%	5.370	135	40	Defter Değeri	135	40
Koç Finansman A.Ş.	50,00%	2.531	64	32	Defter Değeri	64	32
Koç Sistem Bilgi ve İletişim Hizmetleri A.Ş.	48,36%	4.650	117	56	Defter Değeri	117	56
Koçtaş Yapı Marketleri Ticaret A.Ş.	49,78%	2.092	53	26	Defter Değeri	53	26
Tek-Art Kalamış ve Fenerbahçe Marmara Turizm Tesisleri A.Ş.	83,76%	11.965	301	252	Defter Değeri	301	252
Otokoç Otomotiv Tic. ve San. A.Ş.	99,76%	44.762	1.124	1.122	Defter Değeri	1.124	1.122
Setur Servis Turistik A.Ş.	24,11%	5.448	137	33	Defter Değeri	137	33
Token Finansal Teknolojiler A.Ş.	54,44%	2.808	71	38	Defter Değeri	71	38
Zer Merkezi Hizmetler ve Ticaret A.Ş.	39,54%	3.937	99	39	Defter Değeri	99	39
İştirakler Toplam NAD (Halka Açık Olmayan)		144.390	3.627	1.690		3.627	1.690
Toplam NAD (mn USD)			Cari	16.358		Hedef	22.577
Net Nakit (mn USD)				874			874
Total NAV (mn USD)							23.451
NAD İskonto Oranı							20%
Hedef Piyasa Değeri (mn USD)							18.761
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)							807.703
Toplam Pay Adedi (mn)							2.536
Hedef Hisse Fiyatı (TL)							318,51
Cari Hisse Fiyatı (TL)							183,00
Getiri Potansiyeli							74%

Kaynak: KAP, Koç Holding, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 173,19 TL)

Getiri Potansiyeli: %91

Holding Performansında Bankacılık ve Enerji Segmentleri Ön Plana Çıkıyor...

Sabancı Holding'in solo nakiti hariç tutulduğunda toplam net aktif değerinin %40'ı Banka ve Finansal Hizmetler, %38'i Enerji ve İklim Teknolojileri, %15'i Malzeme Teknolojileri, %1'i Dijital Teknolojiler, %6'sı Diğer segmentlerinden oluşmaktadır. Kombine gelirlerin ise (9A25) ise %55'i Bankacılık, %45'i Banka Dışı segmentlerden elde edilmektedir. NAD içerisindeki yüksek Bankacılık payı ile Enerji ve İklim Teknolojilerinin güçlü katkısı, Holding'in hisse performansı üzerinde belirleyici etki göstermektedir.

9A25 Finansal Sonuçları - Sabancı Holding 9A25 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlara göre toplam 883.718mn TL gelir elde ederken, 823mn TL konsolide zarar açıklamıştır. 9A25 döneminde Enerji ve İklim Teknolojileri, Malzeme Teknolojileri ve Banka Dışı Finansal Hizmetler segmentlerinden konsolide net kar elde edilirken, bunların dışında kalan diğer sektörler konsolide net zarar elde edilmiştir.

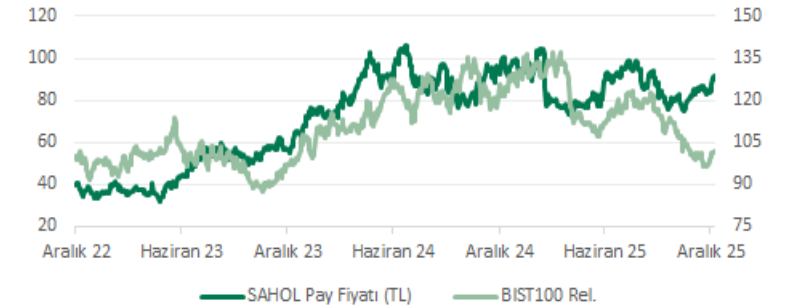
Holding solo net nakit pozisyonu, İklim Teknolojileri'ne yönelik sermaye artırımını kapsamında gerçekleşen nakit çıkışlarının etkisiyle çeyreklik bazda sınırlı bir gerileme göstererek 290mn USD seviyesine inmiştir. Öte yandan, Holding'in banka dışı Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,7x seviyesinde gerçekleşerek Grup'un 2,0x olarak belirlenen politika eşliğinin altında kalmaya devam etmiştir.

Dengeli Temettü Geliri - Holding 2025 yılında %35'i Banka ve Finansal Hizmetler, %52'si Enerji ve İklim Teknolojileri ve %13'ü Malzeme Teknolojileri segmentlerinden olmak üzere toplam 8,5 milyar TL temettü geliri elde etmiştir. 2008 yılından bu yana her yıl düzenli temettü ödeyen Holding, 2025 yılının Nisan ayında pay başına brüt 3,00 TL (net 2,55 TL) olmak üzere toplam 6,3 milyar TL temettü dağıtımını gerçekleştirmiştir. Holding'in son 5 yıllık ortalama Ödenen/Alınan Temettü Oranı %62 seviyesindedir.

2026 Beklentilerimiz - Holding'in gelirleri içinde önemli paya sahip olan bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, 2026 yılında yurt içinde devam etmesi beklenen faiz indirim sürecinden olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Dünya Ekonomik Forumu 2025 toplantısı için Davos'ta düzenlenen toplantı esnasında açıklamalarda bulunan Sabancı Holding eski CEO'su Cenk Alper, Holding ile Alman enerji şirketi E.ON SE'nin eşit ortak olduğu Enerjisa Üretim'in halka arz için hazır hale getirildiğini, TEMSA'nın ise halka arz için gerekli ölçeğe henüz ulaşmadığını belirtmiştir. Uygun piyasa koşullarının oluşması halinde, 2026 yılında Enerjisa Üretim halka arzının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, Holding'in özkaynak karlılığı negatif seyreden iştirakleri CarrefourSA (CRFSA) ve Teknosa'dan (TKNSA) satış yoluyla çıkış opsiyonlarını değerlendirebileceğini öngörüyoruz.

Holding için güncel net aktif değer tablomuz bir sonraki sayfada detaylı olarak sunulmuştur. İştirak değerlerinde ve uyguladığımız NAD iskonto oranında yaptığımız değişiklikler sonrası, Sabancı Holding (SAHOL) için hedef fiyatımızı 146,24 TL'den 173,19 TL seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %91 yükseliş potansiyeli taşıırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	90,45	
Piyasa Değeri (Mn TL)	189.979	Son 12 Ay En Yüksek	105,98	
Piyasa Değeri (Mn S)	4.421	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	389.812	Beta	1,13	
Firma Değeri(Mn S)	9.235	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	63,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	33,8%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
Satış Gelirleri	258.921	255.362	188.559	183.099
Finans Sektörü Hasılatı	744.125	931.814	681.564	700.619
Toplam Gelirler	1.003.047	1.187.176	870.123	883.718
Büyüme		18,4%		1,6%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	29.155	-20.255	-15.480	-823
Pay Başına Kar	14,29	-9,64	-7,06	-0,38
Temettü Verimi	4,5%	2,7%		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,10	0,33	0,21	0,59
Ort. Özsermaye Karlılığı	7,40%	-5,46%		-1,5%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,70%	-0,50%		-0,1%
Değerleme Çarpanları	2023A*	2024A*	2024/09A*	2025/09A*
F/K	8,0	0,0	0,0	0,0
FD/Satışlar	0,2	0,4	0,2	0,4
F/DD	0,6	0,7	0,7	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	7,1	7,2	7,4	-8,8
S Getiri (%)	5,6	3,9	7,1	-25,1
BIST-100 Relatif (%)	-2,0	-3,6	0,5	-24,4



Kaynak: KAP, FİNNET, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023, 2024, 2024/09 and 2025/09 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

Sabancı Holding	Sermaye Payı (%)	PD (mn TL)	PD (mn USD)	Holding Payı (mn USD)	Değerleme Yöntemi	Hedef PD (mn USD)	Holding Payı (mn USD)
İştirakler (Halka Açık)							
Akbank	40,75%	375.960	8.748	3.565	Hedef Piyasa Değeri	13.080	5.330
Akçansa	39,72%	30.421	708	281	Hedef Piyasa Değeri	940	373
Aksigorta	36,00%	11.026	257	92	Cari Piyasa Değeri	257	92
AGESA Hayat Emeklilik	40,00%	38.250	890	356	Cari Piyasa Değeri	890	356
Brisa	43,62%	26.026	606	264	Cari Piyasa Değeri	606	264
Çimsa	54,54%	43.308	1.008	550	Hedef Piyasa Değeri	1.496	816
Enerjisa Enerji	40,00%	110.725	2.577	1.031	Cari Piyasa Değeri	2.577	1.031
Carrefoursa	57,12%	14.886	346	198	Cari Piyasa Değeri	346	198
Kordsa Teknik Tekstil	71,11%	9.645	224	160	Cari Piyasa Değeri	224	160
Teknosa İç ve Dış Ticaret	50,00%	4.442	103	52	Cari Piyasa Değeri	103	52
İştirakler Toplam NAD (Halka Açık)		664.689	15.467	6.548		20.520	8.672
İştirakler (Halka Açık Olmayan)							
Enerjisa Üretim Santralleri A.Ş.	50,00%		3.952	1.976	Defter Değeri	3.952	1.976
DX Technology Services and Investment BV	100,00%		68	68	Defter Değeri	68	68
Sabancı İklim Teknolojileri A.Ş.	100,00%		463	463	Defter Değeri	463	463
Temsa Skoda Sabancı Ulaşım Araçları A.Ş. (TUA)	50,00%		218	109	Defter Değeri	218	109
Cimsa Building Solutions BV	31,69%		572	181	Defter Değeri	572	181
Diğer	100,00%		333	333	Defter Değeri	333	333
İştirakler Toplam NAD (Halka Açık Olmayan)			5.606	3.130		5.606	3.130
Toplam NAD (mn USD)			Cari	9.678		Hedef	11.802
Net Nakit (mn USD)				290			290
Toplam NAD (mn USD)				9.968			12.092
NAD İskonto Oranı							30%
Hedef Piyasa Değeri (mn USD)							8.465
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)							363.759
Toplam Pay Adedi (mn)							2.100
Hedef Hisse Fiyatı (TL)							173,19
Cari Hisse Fiyatı (TL)							90,45
Getiri Potansiyeli							91%

Kaynak: KAP, Sabancı Holding, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Diğer Şirketler

Ocak 2026

Coca-Cola İçecek (AL, Hedef Fiyat: 90,70 TL)

Getiri Potansiyeli: 48%

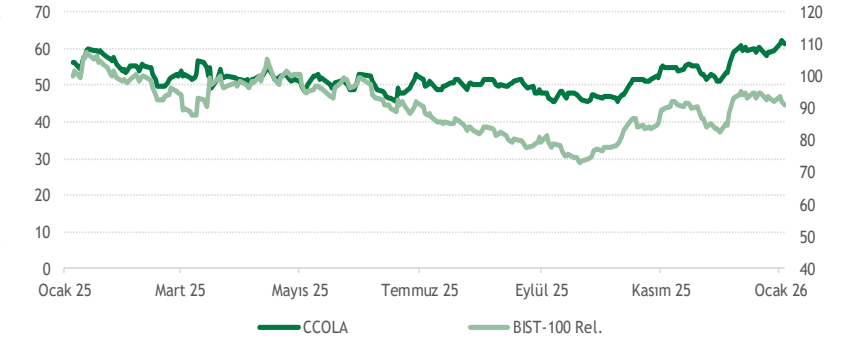
Temel Göstergelerde Kademeli İyileşme...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı 75,00 TL'den 90,70 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 07 Ocak 2026 kapanışı baz alınarak CCI, 2026T 4.6x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 6.9x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %48'e işaret etmektedir.

➤ Güçlü bilanço yapısı ve nakit yaratma kapasitesinin, CCI'nın son dönemde karşılaştığı zorlu talep ve maliyet koşullarını yönetilebilir kıldığı görüşündeyiz. 2026'da yurtdışı operasyonlarda toparlanma beklentisine ek, yurtiçinde alım gücünde kademeli bir iyileşmeyle iç pazar hacimlerinin de desteklemesini bekliyoruz. 2026'da konsolide satış hacmi büyümesi tahminimize paralel olarak CCI'nın satış gelirlerinin yıllık +%30,6 büyüyeceğini, FAVÖK marjının da 0.3 yp iyileşeceğini tahmin ediyoruz. SNA üretiminin kapasite yatırımlarının tamamlanmasıyla birlikte güçlenmesini, Net Borç/FAVÖK oranının da kademeli iyileşme göstermesini öngörüyoruz. En zorlu dönemin büyük ölçüde geride kaldığını, talep & marj dinamiklerinin bir iyileşme patikasına gireceğini düşünüyoruz.

➤ **Riskler** - Yukarı yönlü riskler; beklenenden yüksek hacim artışı, elverişli hava koşulları, güçlü turizm faaliyetleri ve yeni uluslararası operasyonların dahil edilmesi. Aşağı yönlü riskler; hammadde fiyatlarında artış, tüketici güveni & alım gücünde düşüş, hammadde tedarik sorunları ve TL'nin USD karşısında zayıflaması.

Kod	CCOLA T1/CCOLA IS	Kapanış	61,50	
Piyasa Değeri (mn TL)	172.082	Son 12 Ay En Yüksek	62,90	
Piyasa Değeri (mn \$)	4.004	Son 12 Ay En Düşük	45,14	
Firma Değeri (mn TL)	196.269	Beta	0,79	
Firma Değeri (mn \$)	4.587	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	10,34	
Halka Açıklık Oranı (%)	29,7	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	74,86	
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2023	* 2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	190.951	180.217	183.419	239.540
Büyüme	8,4%	-5,6%	1,8%	30,6%
FAVÖK	34.256	33.177	32.333	42.807
FAVÖK Marjı	17,9%	18,4%	17,6%	17,9%
Net Kar	38.892	19.390	20.353	24.907
Pay Başına Kar	13,90	6,93	7,27	8,90
Temettü Verimi	1,2%	1,7%	3,5%	4,3%
Net Borç/FAVÖK (x)	0,81	1,02	1,02	0,69
Net Borç/Özsermaye (x)	0,39	0,40	0,33	0,24
Ortalama Özsermaye Karlılığı		24,9%	22,0%	22,5%
Ortalama Aktif Karlılığı	19,6%	10,0%	10,2%	11,3%
Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	0,4	1,2	8,5	6,9
FD/FAVÖK	0,5	0,8	6,1	4,6
FD/Satışlar	0,1	0,2	1,1	0,8
F/DD	0,2	0,3	1,7	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	20,6	30,4	4,6	11,4
\$ Getiri (%)	18,9	26,3	4,3	-8,5
BIST-100 Relatif (%)	10,3	17,2	-2,1	-7,7



Kaynak: KAP, Coca-Cola İçecek, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023 & 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekstenmiştir.

Selçuk Ecza Deposu (TUT, Hedef Fiyat: 110,10 TL) Getiri Potansiyeli: %37

İlaç fiyatlarındaki artışın öncülüğünde satış gelirlerinde büyüme bekliyoruz...

2025 yılı, Selçuk Ecza açısından ilaç fiyatlarında artış yapılmaması nedeniyle ciro ve kârlılığın baskı altında kaldığı, büyümenin ise büyük ölçüde hacim artışıyla sınırlı seyrettiği bir yıl olmuştur. Bu çerçevede, şirketin faaliyet performansını regülasyon kaynaklı fiyat güncellemelerinin yokluğunda daha temkinli bir görünüm sergilemiştir.

2026 yılına ilişkin beklentilerimiz; 20 Aralık 2025 tarihinde yürürlüğe giren fiyat güncellemesinin yıl geneline yayılan etkisi, Şubat 2026'da yapılması beklenen ilave fiyat artışı, 2026 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, sınırlı hacim büyümesi ve şirketin pazar payındaki artış varsayımlarını içermektedir.

Artan ilaç fiyatlarının net satış gelirlerine olumlu yansımaları bekliyoruz. Beşeri Tıbbi Ürünlerin Fiyatlandırılmasına İlişkin Karar'da yapılan düzenleme kapsamında, ilaç fiyatlarının hesaplanmasında esas alınan dönemsel avro değerinin 2026 yılı için yaklaşık %17 oranında artırılması, sektör genelinde olduğu gibi Selçuk Ecza açısından da önemli ve olumlu bir gelişme olarak değerlendiriyoruz. Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Cumhurbaşkanlığı Kararı ile söz konusu dönemsel avro değeri 21,6721 TL'den 25,3346 TL seviyesine yükseltilmiştir. Bu düzenleme, ilaçların TL bazlı satış fiyatlarını yukarı taşıırken, ecza depoları tarafında ciroyu doğrudan destekleyen bir etki yaratmaktadır. Söz konusu fiyat güncellemesi, 2025 yılının son günlerinde yürürlüğe girmesi nedeniyle 2026 yılında tam yıl etkisini gösterecek olup, ecza depoları tarafında satış gelirleri üzerinde belirgin bir baz etkisi yaratacağıdır. Buna ek olarak, dönemsel avro değerindeki artışa paralel şekilde barem tutarlarının fiyat korumalı ürünlerde 87,34 TL'ye, diğer ürünlerde ise 45,64 TL'ye yükseltilmesi, özellikle yüksek fiyatlı ürünlerde dağıtım marjlarının korunmasına katkı sağlayabilecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, söz konusu düzenlemenin yalnızca net satış gelirlerini değil, tahsilat-stok-tedarik dengesi üzerinden aynı zamanda nakit akışı ve işletme sermayesi dinamiklerini de destekleyebileceğini değerlendiriyoruz.

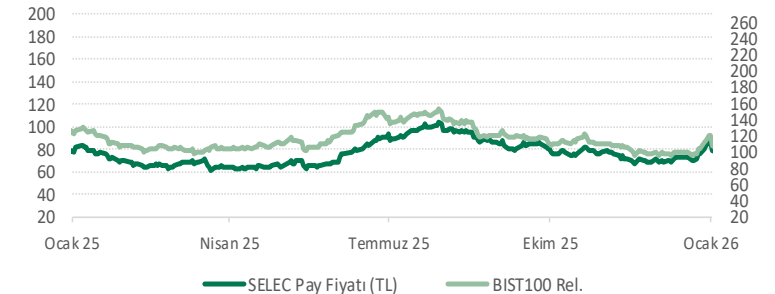
Mevcut dönemsel avro değeri güncellemesine ek olarak, 2026 yılı içerisinde ilave bir ilaç fiyat artışı yapılması ihtimalini yüksek görmekte olup, bu senaryonun gerçekleşmesi halinde 2026 yılı net satış büyümesinin yukarı yönlü potansiyel barındırdığını değerlendiriyoruz. Enflasyonist maliyet baskılarının sürmesi, sektörde kârlılık ve tedarik sürdürülebilirliğinin korunması ihtiyacı ve önceki yıllardaki uygulamalar dikkate alındığında, yıl içinde ek bir fiyat güncellemesinin gündeme gelmesi olasıdır. Böyle bir senaryoda, Selçuk Ecza'nın satış gelirleri üzerindeki olumlu etkinin daha da güçlenmesini bekleriz.

Sektör verileri ve mevcut yıl içi göstergeler ışığında, Türkiye ilaç pazarının 2025 yılında yaklaşık 660 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Fiyat güncellemeleri ve enflasyon etkisiyle 2026 yılında ise pazarın nominal olarak belirgin bir büyüme göstermesi öngörülmektedir. Bu çerçevede, Selçuk Ecza'nın mevcut güçlü dağıtım ağı ve pazar konumu sayesinde pazar payını sınırlı da olsa artırarak sektör büyümesinin üzerinde bir performans sergilemesi olasıdır.

2026 yılı büyümesinin büyük ölçüde fiyat güncellemeleri kaynaklı olmasını beklemekle birlikte, sınırlı hacim artışı ve şirketin dağıtım gücü sayesinde pazar payındaki artışın da satış performansını destekleyeceğini değerlendiriyoruz. Genel çerçevede değerlendirildiğinde, dönemsel avro değeri güncellemesi ve olası ilave fiyat artışlarının, 2026 yılında Selçuk Ecza'nın net satış performansını destekleyen önemli faktörler arasında yer almasını bekliyoruz; buna paralel olarak nakit yaratımı ve operasyonel görünümün 2025 yılına kıyasla daha dengeli bir yapıya yönelmesini öngörüyoruz. 2026 yılında görülecek güçlü nominal büyümenin önemli bir kısmının baz etkisi ve fiyat güncellemelerinden kaynaklanması beklenirken, operasyonel verimlilikte istikrarlı bir görünüm öngörüyoruz.

Şirket için hedef fiyatımızı 110,10 TL olarak belirlerken TUT önerimizi koruyoruz.

Kod	SELEC.IS	Kapanış	80,35	
Piyasa Değeri (Mn TL)	49.897	Son 12 Ay En Yüksek	107,50	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.544	Son 12 Ay En Düşük	58,58	
Firma Değeri (Mn TL)	41.329	Beta	0,61	
Firma Değeri(Mn \$)	1.345	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	3,8	
Halka Açıklık Oranı (%)	15,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	11,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	184.670	168.353	171.106	248.370
Büyüme		-8,8%	1,6%	45,2%
FAVÖK	9.306	7.607	3.900	7.250
FAVÖK Marjı	5,0%	4,5%	2,3%	2,9%
Net Kar (Mn TL)	422	2.695	1.200	2.400
Pay Başına Kar	0,68	4,34	1,93	3,86
Temettü Verimi	0,48%	0,37%	0,34%	0,80%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,68	-0,98	-2,13	-1,70
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,22	-0,24	-0,23	-0,30
Ort. Özsermaye Karlılığı		9,1%	3,6%	6,3%
Ortalama Aktif Karlılığı		3,1%	1,2%	2,1%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	171,4	24,1	41,6	20,8
FD/FAVÖK	7,1	7,6	10,6	5,7
FD/Satışlar	0,2	0,3	0,2	0,2
F/DD	2,5	2,1	1,4	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	11,3	52,2	26,7	73,2
\$ Getiri (%)	9,1	44,3	10,3	41,1
BIST-100 Relatif (%):	-0,2	33,9	18,7	77,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Ülker Bisküvi (AL, Hedef Fiyat: 159,80 TL)

Getiri Potansiyeli: %38

2026 yılının, 2025'e benzer şekilde sınırlı büyüme ve devam eden pazar payı baskısıyla şekillenmesini bekliyoruz.

Ülker için 2025 yılı, zorlu talep koşullarına rağmen dengelenme ve sınırlı toparlanma sinyallerinin öne çıktığı bir yıl olmuştur. Yılın ilk yarısında yüksek faiz ortamı, hanehalkı alım gücündeki baskı ve atıştırmalık pazarındaki daralma operasyonel görünümü sınırladı. Yılın ikinci yarısından itibaren yurt içi ve uluslararası pazarlarda talebin dalgalı seyrettiği buna karşın tüketici güveninde kademeli bir iyileşmenin gözlemlendiği bir tablo öne çıkmıştır.

Toplam atıştırmalık pazarı, 3Ç25'te %2,1 oranında daraldı. Atıştırmalık satış gelirleri yıllık bazda %5,1 artış gösterirken, ürün karmasında bisküvi (%59 hacim, %51 ciro) ve çikolata (%31 hacim, %40 ciro) ana büyüme alanları olmaya devam etmiştir. Ülker, Türkiye'de bisküvide %34, çikolatada %27 pazar payı ile lider konumunu korumuştur. İlk dokuz ayda 80,9 milyar TL ciro elde eden Şirket'te gelirlerin %71'i yurt içi, %29'u uluslararası operasyonlardan gelmiştir. Konsolide satış hacmi üçüncü çeyrekte %2,6 artarken, dokuz aylık toplam hacimde sınırlı bir daralma görülmüştür. Bölgesel kırılımda Türkiye operasyonları %7,9 FAVÖK büyümesiyle öne çıktı. Buna karşılık Orta Doğu, Kuzey Afrika, Orta Asya ve ihracat bölgelerinde enflasyonist maliyet artışları ve kur etkileri nedeniyle kârlılıkta gerileme yaşandı.

Bölgesel olarak Kuzey Afrika %29,5'lik gelir artışıyla öne çıktı. Orta Doğu'da gelir artışı %5,9 olurken, Orta Asya'da %11,5 büyüme kaydedildi. Ancak Orta Asya tarafında kur değer kaybı ve enflasyonist maliyet artışları FAVÖK üzerinde baskı yarattı. Uluslararası operasyonlarda üçüncü çeyrekte toparlanma görüldü. Toplam satış hacmi yıllık bazda %15 artarken, Türkiye ihracat hacmi %2,8 artışla yeniden pozitif büyümeye döndü. Türkiye ihracat gelirleri yıllık bazda %19, Orta Doğu-Kuzey Afrika-Orta Asya bölgesi gelirleri ise %14 arttı.

Ülker, 2025 yılı içinde bilanço yapısını güçlendiren önemli adımlar attı. Temmuz 2024'te 550 milyon dolarlık Eurobond 7 yıl vadeli olarak yenilendi (vade 2031). Ekim 2025 sonunda ise 2026 vadeli sendikasyon kredisi 5 yıl vadeyle yenilendi (vade 2030). Ayrıca aynı dönemde 250 milyon dolarlık Eurobond nakden geri ödendi.

Finansal kaldıraç göstergesi olan net borç/FAVÖK oranı, 9 ay itibarıyla 1,76x seviyesine yükseldi (2024 yıl sonu: 1,24x). Bu artış, yılın ilk yarısında gerçekleştirilen yatırımlar ve artan stok finansmanı ihtiyacının yarattığı geçici etkiler olduğunu düşünüyoruz. Şirket, güçlü nakit yaratımı ve uzun vadeye yayılmış borç yapısıyla 2026'ya dengeli bir bilanço yapısıyla girmeyi hedefliyor. Buna ek olarak 549 milyon dolarlık açık pozisyonun %63'ü hedge edilerek kur riski yönetimi güçlendirildi.

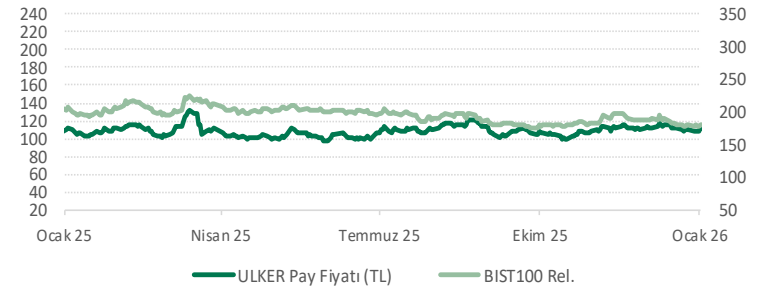
Hedge politikası aktif uygulanıyor. 2025 yılının kalan bölümü büyük ölçüde hedge altına alınmış olup, 2026 yılına ilişkin olarak da kısmi hedge işlemleri tamamlanmıştır. Kakao fiyatları önemli bir risk unsuru olmaya devam etmekle birlikte, yıl içerisindeki yüksek oynaklık nedeniyle kısa vadede maliyetlerde belirgin bir düşüş beklenmemektedir. Spot fiyatlardaki gerilemenin finansallara yansımalarının ise 2026 yılının ikinci yarısında hissedileceğini öngörüyoruz.

2025 yılı beklentileri- Ülker, 2025 yılı için %3 (±1) ciro büyümesi ve %17,5 (±0,5) FAVÖK marjı hedefini koruyor. Geçtiğimiz yıl dubai çikolatası etkisi nedeniyle son çeyrekte görülen güçlü baz nedeniyle 2025'in aynı döneminde sınırlı bir yıllık düşüş yaşanabileceğini, ancak genel performansın beklentilerle uyumlu olmasını bekliyoruz.

Özetle, 2026 yılının, 2025'e benzer şekilde sınırlı büyüme, talep tarafında belirgin bir iyileşme olmaması ve devam eden pazar payı baskısıyla şekillenmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, ciro ve kârlılık artışlarının kontrollü seyretmesini, marjların ise hedef aralıkta ve istikrarlı kalacağını düşünüyoruz.

Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 170,00 TL'den 159,80 TL seviyesine aşağı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 7 Ocak 2026 kapanışına göre %38 yükseliş potansiyeli taşıırken AL önerimizi koruyoruz.

Kod	ULKER.IS	Kapanış		115,80
Piyasa Değeri (Mn TL)	42.762	Son 12 Ay En Yüksek		131,23
Piyasa Değeri (Mn \$)	997	Son 12 Ay En Düşük		96,50
Firma Değeri (Mn TL)	81.659	Beta		0,92
Firma Değeri(Mn \$)	1.830	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		23,6
Halka Açıklık Oranı (%)	39,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		15,1%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2023A	*2024A	2025T	2026T
Satış Gelirleri	105.520	110.078	113.530	144.150
Büyüme		4,3%	3,1%	27,0%
FAVÖK	20.033	20.414	20.300	25.450
FAVÖK Marjı	19,0%	18,5%	17,9%	17,7%
Net Kar(Mn TL)	6.385	9.687	8.300	10.800
Pay Başına Kar	17,29	26,23	22,49	29,27
Temettü Verimi	0,00%	0,00%	6,28%	6,69%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,78	1,39	1,98	1,93
Net Borç / Özsermaye (x)	1,05	0,69	0,85	0,91
Ort. Özsermaye Karlılığı		25,9%	18,9%	21,3%
Ortalama Aktif Karlılığı		7,9%	6,1%	6,8%
Değerleme Çarpanları	*2023A	*2024A	2025T	2026T
F/K	8,9	5,9	5,2	4,0
FD/FAVÖK	4,6	4,2	4,0	3,2
FD/Satışlar	0,5	0,6	0,7	0,6
F/DD	1,7	1,4	0,9	0,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	8,3	8,3	0,3	-28,9
\$ Getiri (%)	6,3	2,7	-12,7	-42,1
BIST-100 Relatif (%):	-2,9	-4,7	-5,9	-27,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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

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

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