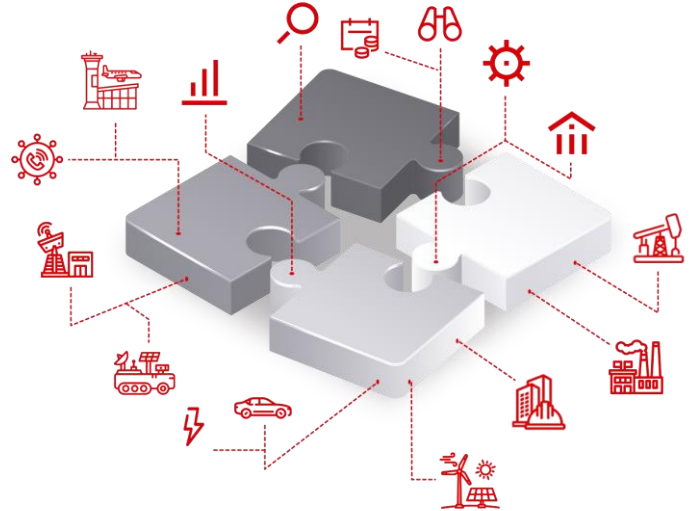


Hisselerde görünüm: fırsatlar var, tercihler fark yaratır

TÜRKİYE | Strateji ve
Hisse Senedi Önerileri

23 Ocak 2026



İçerikler

<u>Strateji</u>	<u>3</u>
<u>En Çok Önerilen Hisseler</u>	<u>6</u>
<u>Araştırma Kapsamı</u>	<u>24</u>
<u>Banka & Sigortalar</u>	<u>28</u>
<u>Finans dışı</u>	<u>53</u>

Alfabetik Sırayla Şirket Kapsamı

	Sayfa		Sayfa		Sayfa		Sayfa
ALBRK	<u>41</u>	AEFES	<u>64</u>	GWIND	<u>110</u>	PGSUS	<u>79</u>
GARAN	<u>42</u>	AKSA	<u>113</u>	INDES	<u>116</u>	RGYAS	<u>97</u>
HALKB	<u>43</u>	ARCLK	<u>93</u>	KCHOL	<u>117</u>	SELEC	<u>86</u>
ISCTR	<u>44</u>	ASELS	<u>101</u>	KLKIM	<u>118</u>	TAVHL	<u>80</u>
TSKB	<u>45</u>	AVPGY	<u>96</u>	KOTON	<u>56</u>	TCELL	<u>106</u>
VAKBN	<u>46</u>	AYGAZ	<u>114</u>	KRDMD	<u>91</u>	THYAO	<u>81</u>
YKBNK	<u>47</u>	BIMAS	<u>60</u>	LOGO	<u>120</u>	TOASO	<u>76</u>
		CCOLA	<u>65</u>	MAVI	<u>57</u>	TRGYO	<u>98</u>
ANHYT	<u>50</u>	DOAS	<u>74</u>	MEDTR	<u>85</u>	TTKOM	<u>107</u>
ANSGR	<u>51</u>	ENKAI	<u>115</u>	MGROS	<u>61</u>	TTRAK	<u>77</u>
TURSG	<u>52</u>	ENTRA	<u>111</u>	MPARK	<u>84</u>	TUPRS	<u>71</u>
		EREGL	<u>90</u>	OTKAR	<u>102</u>	ULKER	<u>66</u>
		FROTO	<u>75</u>	PETKM	<u>70</u>		

Yatırım Stratejisi: Hisselerde görünüm - fırsatlar var, tercihler fark yaratır

Yeni endeks hedefimiz yaklaşık %30 getiri potansiyeli ile 16.500: 2025 başında, 12 aylık BIST-100 endeks hedefimizi 14.700 TL olarak belirlemiştik. Ancak, yıl ortasına doğru, artan kısa/orta vadeli riskleri yansıtarak bu hedefi 13.000 TL'ye düşürdük. Bu raporla risksiz faiz oranını 200 baz puan düşürerek %22'ye indiriyor ve endeks hedefimizi 16.500'e yükseltiyoruz. Aslında, 12 aylık endeks hedefimizin görece sınırlı artmış olması, (i) 2025'teki şirket performanslarının çoğunlukla revize edilmiş tahminlerimizin bile altında kalması ile törpülenen 2026 beklentilerini, (ii) 2026'daki yatırım görünümünün genel bir hisse rallisinden çok seçici hisse senedi alımlarını desteklediğini ve (iii) son olarak, endeks dinamiklerinin bir süredir sektör genelindeki araştırma kapsamlarıyla tam uyumlu olmadığını ima etmektedir.

Önümüzde inişli çıkışlı bir yol daha mı var? Türk borsasının performansı, öngörülebilirlik söz konusu olduğunda ihtiyatlı olmanın terk edilmemesi gerektiğini gösteren örneklerle dolu. Bu nedenle, strateji raporlarında fırsatlar listelenirken, anlatı genellikle sürprizlere ve "inişli çıkışlı yollara" dikkat çeken bir uyarı ile sona erer. Biz de öyle yapalım. Ancak dış riskler bir yana, makro ortamın kademeli olarak dengelenmesi, ufukta büyük bir tehdit olmaması ve bu aşamada sürprizlerin maliyetinin daha acı verici olabileceği göz önüne alındığında, bu yıl uygulamadan kaynaklanabilecek risklerin daha az olacağını düşünüyoruz.

Makroekonomik dinamiklerin, tüm piyasayı aynı anda yukarı çekmek yerine, şirketleri ve sektörleri farklı şekillerde etkileyeceğini tahmin ediyoruz. 2026 için temel varsayımlarımız şunlardır: **(i)** yıllık manşet enflasyon %25'lere doğru yaklaştıkça fiyatlama eğilimlerinin bir miktar katılgı gösterme riski olsa da, enflasyonda istikrarlı düşüşün korunması; **(ii)** TCMB'nin pozitif reel faizi koruyacak şekilde ihtiyatlı ve kademeli faiz indirimleri yapması; **(iii)** politika odağında TL'nin reel değerinin korunması hedefinin de olması; **(iv)** şirket finansallarında enflasyon muhasebesinden kaynaklanan belirsizliklerin enflasyondaki gerilemeyle kademeli olarak ortadan kalkması; ve **(v)** jeopolitik koşulların da desteğiyle Batı ile ilişkilerin ve işbirliğinin güçlenmesi. Buna ek olarak, küresel likiditenin getiri arayışının güçlenmesi ve enerji fiyatlarının mevcut seviyeler etrafında istikrar kazanması, savaş bölgelerinin yeniden inşası, Avrupa güvenliğinin yeniden tasarlanması gibi dış faktörler de bu görünümü daha da güçlendirecektir.

Finansal normalleşme yolunda: Enflasyon ve faiz oranlarının seyri, geçen yılki strateji güncellememizdeki tahminlerimizi biraz aştı. Özellikle, 2025 sonu enflasyonu %30,9'a ulaştı ve yıl sonu politika faizi %38'de kaldı. TL/dolar kuru beklentimiz paralelinde TL/Euro ise beklentimizden çok az yukarıda oluştu, böylece TL döviz sepetine karşı beklentimize yakın ancak (Euronun değerlendirilmesi kaynaklı) reel olarak yaklaşık %2 değer kaybetti. Bu raporda, önümüzdeki üç yıl için güncel makroekonomik tahminlerimizi büyük ölçüde koruduk. Buna göre, **(i)** TÜFE enflasyonunun 2026 yıl sonunda %25,0 ve 2027 yıl sonunda %22,0 olmasını, **(ii)** Ocak'taki 100 baz puan indirimi takiben, gelecek üç toplantının her birinde 100 baz puan, sonraki iki toplantının her birinde 50 baz puan ve yılın son iki toplantısının her birinde 100 baz puan faiz indirimi yapılarak politika faiz oranının 2026 sonunda %31,0'e düşmesini, **(iii)** 2027 yılında 350 baz puan daha faiz indirimi yapılarak politika faiz oranının 2027 sonunda %27,5 olmasını, **(iv)** GSYİH büyümesinin 2025'te %3,5, 2026'da %4,0 ve 2027'de %5,0 olmasını, **(v)** cari açığın 2025'te GSYİH'nin yaklaşık %1,5'inde kalmasını, ithalatın bir miktar hızlanmasıyla cari açığın GSYİH'ye oranının 2026'da %1,7'ye ve 2027'de %1,9 olmasını ve **(vi)** TL'nin döviz sepetine karşı 2026'da nominal olarak %17 değer kaybetmesini, yani 2025 sonuna göre reel döviz kurunun hafif (düşük tek haneli) değerlendirilmesini bekliyoruz.

Yatırım Stratejisi: Hisselerde görünüm - fırsatlar var, tercihler fark yaratır

TCMB dövizde dalgalanmayı yönetmek için yeterli manevra alanına sahip. TCMB'nin döviz rezervleri, büyük oranda altın fiyatındaki yükselişin desteğiyle 2025'te tarihi zirveye ulaştı. Brüt rezervler 200 milyar doları aşarken, yükümlülükler ve swap işlemleri hariç net rezervler 78 milyar dolar oldu. Bir dönem yaklaşık 143 milyar dolara ulaşan kur korumalı mevduat (KKM)'nin son iki yılda kademeli olarak tasfiye edilmesi de döviz piyasası üzerindeki olası önemli bir baskıyı kaldırdı. Güncel olarak yurt içi yerleşikler yaklaşık 223 milyar dolar tutarında döviz mevduat ve 102 milyar dolar tutarında yabancı para fon yatırımlarına sahipler. Yerleşiklerin döviz mevduatının yaklaşık %40'ını oluşturan altındaki güçlü değer artışına rağmen, döviz mevduat bakiyesinin son bir yılda yatay kalması piyasa güveninde iyileşmeye işaret ediyor. Döviz cinsi yatırım fonları ise 2024 sonundan bu yana 42 milyar dolar arttı. Ancak bu artışın önemli oranda altındaki yükseliş ve ABD hisselerindeki getiriye de yansıttığını düşünüyoruz. Bunlara ek olarak, 1,5 trilyon TL (yaklaşık 57 milyar dolar) para piyasası fonlarında bulunuyor. Bu fonlardaki getiri zaman içinde cazibesini yitirdikçe bu tasarrufların yalnızca döviz varlıklara değil, kısmen TL'ye hatta hisse senedine yönlenebileceğini düşünüyoruz.

Dezenflasyon sürecinde hanehalkı beklentileri kritik öneme sahip. Enflasyonun ana eğilimi, piyasa algısı için önemini korurken, hanehalkı beklentilerinin rolü de artmaktadır. TCMB'nin de vurguladığı üzere, manşet enflasyonun önümüzdeki aylarda ağırlıklı olarak mevsimsel ve döngüsel faktörler nedeniyle yüksek seyrini sürdürmesi bekleniyor. Bu çerçevede, geçtiğimiz yıl yaşanan kuraklık ve don kaynaklı arz şoklarının ardından gıda enflasyonu özellikle yakından izlenecektir. Ekonomi yönetimi ayrıca, hizmetler sektöründe gözlenen fiyat ataletiyile mücadele edebilmek için hanehalkı beklentilerinin çıpalandırılmasına dikkat çekiyor. Bu açıdan, son dönemde kira enflasyonunda gözlenen ılımlı seyir olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Bunun yanında hükümetin özel eğitim ücret artışlarını sınırlamaya ve yıl ortasındaki maktu ÖTV artışını bu yıl kaldırmaya dönük adımları sürece ilave destek sağlayabilir.

Kredi notu artışı 2026'da gündeme gelebilir. Türkiye'nin ülke kredi notu en son Temmuz ayında Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyenin üç kademe altına yükseltildi. Daha önce, 2024 ortasında Fitch ve S&P de Türkiye'nin kredi notlarını yine aynı seviyeye yükseltmişlerdi. Söz konusu kredi derecelendirme kuruluşlarının 2026 değerlendirme raporları Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında yayınlanacak. Piyasalarda olası kredi notu artışına yönelik beklentiler zaman zaman gündeme geliyor. Ocak ayı gibi erken bir tarihte not artışını zayıf bir ihtimal olarak görsek te, sonraki tarihlerde bu gerçekleşebilir. Ancak, öngörülebilir bir gelecekte 2010'lu yıllarda olduğu gibi «yatırım yapılabilir» seviyeye yükselmek ancak o yıllardakine benzer şekilde, enflasyonun kalıcı biçimde tek haneli seviyelere gerilemesini gerektirebilir. Bununla birlikte, bir ya da iki kademe not artışının da şirket borçlanma maliyetleri ve hisse senedi değerlemelerimizi destekleyeceğini düşünüyoruz.

CDS primi orta vade için diplerde bulunuyor. Türkiye'nin beş yıllık CDS primi, 2025'in ikinci yarısında yaklaşık 250 baz puan seviyelerinde seyrederken, Aralık ayında 205 baz puana kadar geriledi, sonrasında da 210–220 baz puan bandında istikrar kazandı. Aynı dönemde, Türkiye CDS primi ile gelişmekte olan ülke göstergesi arasındaki fark da 100–110 baz puandan 90 baz puan seviyesine geriledi. CDS priminin 150-200 baz puan aralığında dalgalandığı 2010'lu yılların ilk yarısındaki makroekonomik görünümle kıyaslandığında mevcut seviyeler bizce makul görünüyor. Bununla birlikte, küresel risk iştahı ve finansal koşullardaki gelişmelere bağlı olarak, CDS'in yıl boyunca her iki yönde de dalgalanabileceğini düşünüyoruz.

Yatırım Stratejisi: Bir cümleyle sektörlerde görünüm

Genel piyasa koşulları, GSYİH'deki payı son on yılın en düşük seviyesine düşen imalat sektörü ve ihracat şirketleri için, yılın ilk yarısında görünümün en azından 2025'e göre çok farklı olmayacağını gösteriyor. Öte yandan, bankalar, sigorta şirketleri, gıda perakendecileri, gıda/içecek ve sağlık sektörü konusundaki olumlu duruşumuzu koruyoruz.

2026'ya baktığımızda **(i) bankalarda** faiz indirimleri ile sağlanan marj genişlemesi ve kredi büyümesi sayesinde öz sermaye kârlılığında 2027'den sonra ilk kez TÜFE'nin geçilmesini, **(ii) sigortalarda** destekleyici makro görünüm ile prim üretiminin ve büyüyen fon portföyleri ile finansal gelirlerin artmasını, **(iii) gıda perakendecilerinde** sepet harcamalarının ve maliyet disiplininin öne çıkmasını, **gıda dışı perakendenin** hane halkı satın alma gücündeki zayıflama nedeniyle daha geri planda kalmasını, **(iv)** artan personel maliyetlerine rağmen fiyat ayarlaması nedeniyle hastanelerde kâr marjlarının genel olarak dengelenmesini, **(v)** yerli **otomobil** pazarında fiyat rekabetinin artmasını, buna karşılık oto ihracatçıların daha iyi pazar koşullarından faydalanmasını ve traktör grubunda hafif bir toparlanmayı, **(vi) havacılık** şirketlerinde rekabetin yoğunlaşmasını ancak yolcu sayılarındaki artışın sürmesini, **(vii) demir/çelikte** performansların düşük bazdan toparlanmaya başlamasını ancak daha büyük resimde aşırı kapasite ve ticaret sürtüşmelerinin yol açtığı sorunların sürmesini, **(viii) beyaz eşya** sektöründe marjların mütevazı bir oranda rahatlamasını; **(ix) rafineride** bölgesel istikrarsızlıklar ve artan talep nedeniyle marjların yükselmesini ; **(x) petrokimya** sektöründe arz fazlası nedeniyle marjların baskılanmaya devam etmesini; **(x) telekomda** 5G düzenlemesinin ardından yatırım maliyetlerinin artmasını ancak görünümün netleşmesini; **(xi) enerji üreticilerinde** kapasite ve fiyat tavanı artışları gibi konuların öne çıkmasını bekliyoruz.

Anadolu Hayat, Enka İnşaat ve İş Bankası öneri listesine eklendi, IC Enterra ve Tüpraş listeden çıkarıldı: Değerleme modellerimizde, risksiz faiz oranı (RfR) varsayımını 200 baz puan düşürerek %22'ye indirdik; bu da piyasa %5,5'lik bir hisse risk primi (ERP) ile birlikte %27,5'lik bir öz sermaye maliyeti (CoE) anlamına geliyor. Özellikle 2026 yılının ilk yarısı için öneri listemizde finans ve hizmet sektörlerine daha fazla odaklanmayı tercih ediyoruz. Bu nedenle, bu güncellemeler ve Otokar'ın listemizden çıkarılmasının ardından, yenilenmiş MPS listemizde **Anadolu Hayat, Coca-Cola İçecek, Enka İnşaat, İş Bankası C, Kalekim, Koç Holding, MLP Care, Migros, Tofaş, ve Yapı Kredi Bankası** hisseleri yer almaktadır. (Yapılan değişikliğe ilişkin bilgilendirme ve model portföy ağırlıkları için sonraki sayfaya bakınız)

Yatırım Stratejisi – Model Portföy Hisse Önerileri

Geçen yıl, öneri portföyümüz %14 getiri ile BIST-100 toplam getiri endeksinin %17'lik getirisine geçildi. 2026 başından beri de endekse paralel %13 getiri sağladık.

İş Bankası'nı portföyümüze ekliyoruz. Hisse mevcut fiyatında toparlanan NFM nedeniyle cazip risk/getiri profili sunuyor. Net kârın 2026'da iki kat üzeri artarak öz kaynak getirisini %26'ya (2025'te %17) çıkarmasını bekleriz. 1 yıllık F/DD oranı 0,6'da ve son iki yılın medyanı ile sektör ortalamasına göre %20 ve %35 iskonto taşıyor. Risk faiz indiriminde duraklama ve iştirak değeri kaynaklı olabilir.

Anadolu Hayat'ı portföye ekleme gerekçemiz 2026'da %50 üzeri öz kaynak getiri beklentisi, faizdeki dalgalanmaya dayanıklı iş modeli ve %6,9 temettü verimi tahminidir. Devlet katkı payının düşürülmesi haberi hisseyi zayıflatı. Gelirler etkilenmeyeceği için bunu alım fırsatı olarak görüyoruz.

Enka İnşaat, küresel çapta artan altyapı yatırımlarının etkisiyle güçlü bir ivme kazanan yeni sözleşme kazanımları ve sağlam FAVÖK büyüme potansiyeli nedeniyle **model portföyümüze eklenmiştir.**

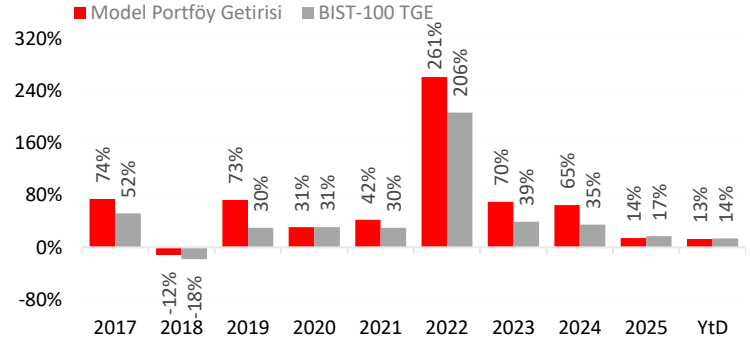
Tüpraş ve IC Enterra, öneri listesinden çıkıyorlar. Rafineri göstergelerine ilişkin iyimserliğimize rağmen, düşük sezonun başlaması ve ürün fiyatlarındaki düşüş ardından Tüpraş'ta daha cazip değerlemeler görüleceğini tahmin ediyoruz. İnorganik büyüme yönünde katalizör eksikliği, IC Enterra'yı baskılıyor. 2026'da piyasa denge fiyatının, 2027'de güçlü kapasite artışlarının öne çıkmasını bekliyoruz. Portföyde tuttuğumuz sürede endeks relatif getiri Tüpraş'ta %13 ve IC Enterra'da -%24 oldu.

Hisse Senedi Öneri Listesi

Hisse Senedi	12A HF (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
ANHYT	168.00	55%	8%
COLLA	100.00	44%	10%
ENKAI	119.00	45%	10%
ISCTR	21.00	43%	11%
KLKIM	69.00	80%	10%
KCHOL	322.00	65%	13%
MPARK	655.00	52%	8%
MGRS	905.00	45%	12%
TOASO	450.00	52%	10%
YKBNK	50.00	32%	8%
APMDL*	37.31	51%	

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Hisse Senedi Öneri Listesi Getirileri



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

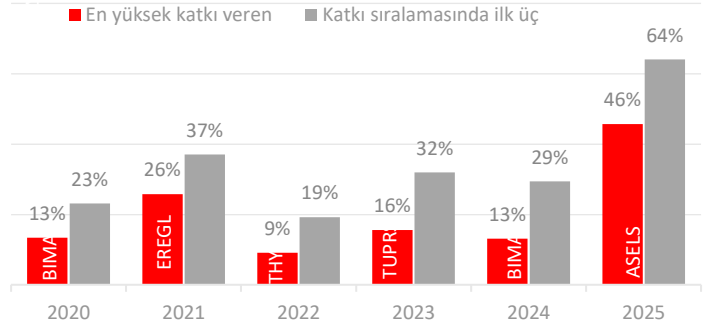
Yatırım Stratejisi – Endeks hedefleri ve model portföy performanslarına ilişkin görünüm

Geçen yılki model portföy performansları, güçlü bir hikaye ve yüksek bir endeks ağırlığına sahip tek bir hissenin portföy sonucuna ne denli etki edebileceğini güçlü şekilde gösterdi. 2025’de Aselsan %220 oranında yükselerek BIST-100’e %6,6 getiri katkısı sundu ve endeksin tüm yıl getirisinin %46’sını sağladı. Aselsan da dahil olmak üzere endekse en çok katkıda bulunan üç hissenin, BIST-100’ün getirisindeki payı ise %64 oldu. Bu performans önceki yıllarda gözlemlenmeyen bir yoğunlaşma düzeyiydi.

Ancak, Aselsan’a portföyde yer vermemiş olmak portföy performansları için tek zorluk değildi. 2025 yılında ayrıca endeks dinamiklerinde alışılmadık bir değişim de oldu: Sürpriz hisseler endeks getirisinde beklenmedik ölçüde etkili oldular. Örneğin geçmiş yıllarda, endekse en çok etki eden 10 hisse arasında en fazla biri BIST-30 dışından çıkıyordu. Oysa, geçen yıl endekse en çok etki eden 10 hissenin yarısı BIST-30 dışından geldi. Hatta bunlardan üçü 2020’den sonra işlem gören hisselerdi. Bu beş hisse BIST-100’ün geçen yıl ki getirisinin %25’ini sağladı.

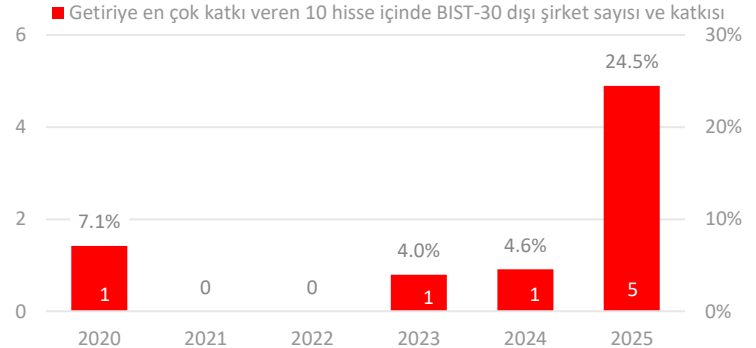
Bizce, bu değişim istisnai değil de, yapısal bir eğilime işaret ediyorsa, model portföy seçimi ve endeks hedeflerinin belirlenmesi süreçlerinin yeniden tasarlanması gerekebilir.

En yüksek ve ilk üç hissenin BIST-100 getirisine katkısı



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

BIST100’e etki eden ilk 10 hisse arasında BIST30 dışı olanlar



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım Stratejisi – Türkiye'nin İran Ticareti: ABD Tarife Yaptırımları Kaynaklı Riskler

ABD yönetimi geçtiğimiz günlerde İran'la ticari ilişkisini sürdüren ülkelere %25 gümrük vergisini gündeme getirdi. Türkiye, Çin, Hindistan ve BAE ile birlikte İran'ın önemli ticaret ortağı olduğundan bazı finansal riskler söz konusu olabilir.

Türkiye açısından Ocak–Kasım 2025'de 31 milyar dolara ulaşan ABD ile ticaret hacmi (İran ile ticaretin 6 katı) koruma isteği ve F-35 programına yeniden dahil olma ihtimali karar sürecini etkiler. Bu çerçevede Türkiye'nin, özellikle doğal gazda, İran kaynaklı enerji alımını azaltma yönünde alternatif arayışları hızlanabilir. Bu arada Türkiye'nin İran'dan ham petrol ve işlenmiş petrol ürünü ithalatı bulunmuyor.

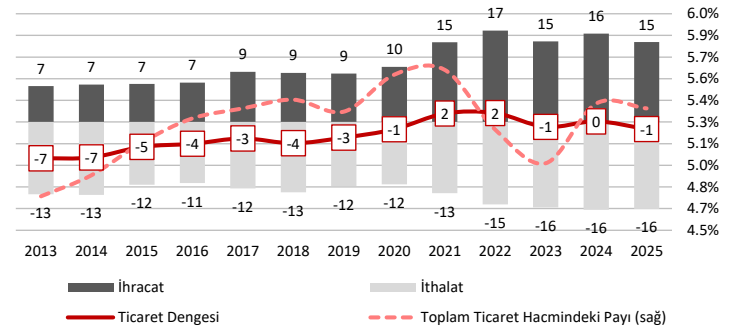
Türkiye'nin İran'la ticareti görece düşük; toplam dış ticaret hacminin ~%1'i ve GSYH'nin ~%0,3'ü düzeyindedir. Ocak–Kasım 2025'de Türkiye'nin İran'a ihracatı ~2,7 milyar dolar, İran'dan ithalatı ise ~2,3 milyar dolar oldu. İran, 2024'te Türkiye'nin doğal gaz alımının ~%14'ünü sağladı. Bunun ikamesi daha yoğun spot piyasa yönelimi ve Azerbaycan ile ABD gibi alternatif tedarikçilere bağımlılık gerektirebilir.

Risk yalnızca ticaret ve enerjiyle sınırlı kalmayıp İran üzerindeki ekonomik baskının artması halihazırda büyük bir mülteci nüfus barındıran Türkiye ve komşu ülkelere göç akımını artırabilir.

Öte yandan, söz konusu tarifenin hayata geçirilip geçirilmeyeceği net değil. Benzer tehditlerin sonuç doğurmadığı örnekler bolca mevcut. Ayrıca ABD Yüksek Mahkemesi bu kadar geniş kapsamlı gümrük adımlarını hukuken tartışmalı bulabilir.

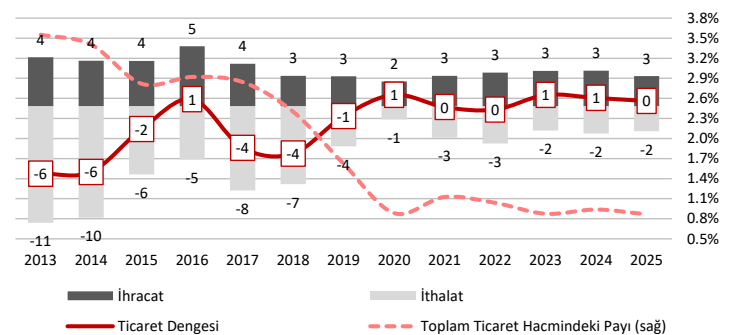
ABD pazarına ihracatı olan şirketler ise: THYAO, EGEEN, MARBL, KCAER, BRAN, PARSN, CIMS, HTBT, KARSN, AKSA, SISE, SASA, JANTS, DOKTA, BAKAB, AVOD, ELITE, MERKO, GOKNR, AGROT, BALSU olarak sayılabilir.

Türkiye'nin ABD ile olan dış ticareti



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin İran ile olan dış ticareti



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım Stratejisi – AB–Mercosur Serbest Ticaret Anlaşması'nın etki analizi

Mercosur Anlaşmasına ilişkin değerlendirmeler, özellikle otomotiv ve tarım sektörlerinde (başta et, şeker, tahıl ve yağlı tohum ihracatı olmak üzere) Türkiye'nin Avrupa Birliği'ndeki başlıca ihracat pazarlarında rekabetin artabileceğini vurguluyor. Bu kapsamda şirket bazlı etkiler:

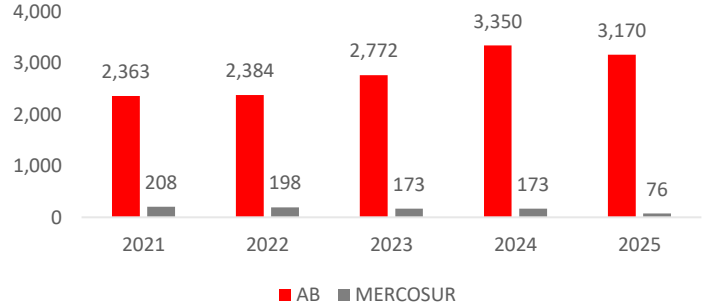
Tofaş: AB-Mercosur anlaşması, Stellantis'in Latin Amerika'da halihazırda güçlü bir üretim ağına sahip olması nedeniyle Tofaş için uzun vadeli bir risk oluşturabilir. Ticaret engellerinin kalkması Stellantis, maliyet düşürmek için bazı modellerin üretimini Brezilya veya Arjantin'deki fabrikalara kaydırabilir.

Ford Otosan: Güney Amerikalı üreticilerin erişim imkanı artarsa, Ford Otosan'ın ana ihracat pazarı olan Avrupa'da rekabet artabilir. Özellikle Brezilya merkezli fabrikaların pazar payı elde etmeye karar vermesi halinde, Ford Otosan'ın Avrupa'daki pazar payı ve/veya kâr marjları üzerinde baskı oluşabilir.

Otomotiv yan sanayi: Anlaşmasının otomotiv yan sanayi ihracatımız üzerindeki etkisi ise karmaşık görünüyor: Anlaşma, Avrupa'dan Latin Amerika'ya artan araç ihracatı kanalından dolayı büyüme fırsatı sunuyor. Ama aynı zamanda Türk tedarikçileri rekabete açık hale de getiriyor. Diğer yandan, Türk otomotiv yan sanayi ihracatçıları, üreticilerin yeni rakiplere geçmesini zorlaştıran uzun vadeli ve münhasır tedarik sözleşmeleri sayesinde oldukça iyi korunuyorlar.

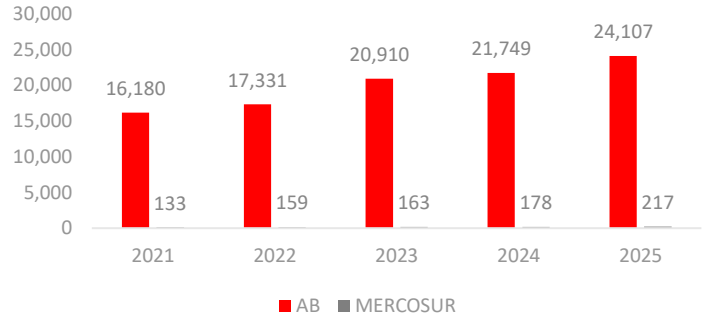
Gıda sektörü: Halka açık şirketlerden Oba Makarna (OBAMS) buğday bazlı ürünlerde önemli bir ihracatçı olsa da, Avrupa başlıca pazarlar arasında yer almıyor. Yağlı Gıda (YYLGD) ve Armada Gıda (ARMGD) bakliyat ihracatçısı; ancak Latin Amerika'nın küresel bakliyat üretimindeki payı görece düşük. Türkiye'den Avrupa'ya şeker bazlı ürün ihracatında ise halihazırda kotalar var (KRVG, KTSKR). Pınar Et (PETUN) ve Banvit'de (BANVT) ihracatın payı ihmal edilebilir düzeydedir. Dolayısıyla, halka açık gıdaçılar için etki sınırlı olur.

Türkiye'nin bölgeye işlenmiş gıda ihracatı (milyar dolar)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin bölgeye oto ve yedek parça ihracatı (milyar dolar)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

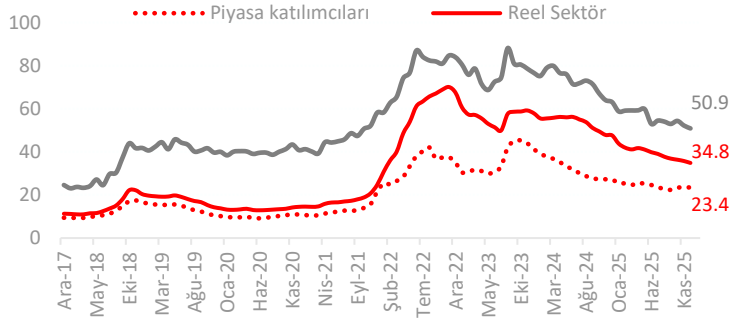
Makro Tahminler:

2026: Enflasyonda ılımlı gerileme öne çıkıyor

	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
GSYİH (milyar dolar)	925	1,153	1,358	1,572	1,724	1,875	2,011
GSYİH artışı (reel)	5.4	5.0	3.3	3.5	4.0	5.0	4.5
Dış Tic. Dengesi (milyar \$)	-109.5	-106.3	-82.2	-92.1	-100.1	-112.2	-121.3
İhracat (milyar \$)	254.2	255.6	261.8	273.4	301.6	319.8	341.5
İthalat (milyar \$)	363.7	362.0	344.0	365.5	401.7	432.0	462.8
Cari Denge (milyar \$)	-46.3	-41.5	-10.5	-24.1	-29.4	-35.4	-39.4
CAB/GDP	-5.0	-3.6	-0.8	-1.5	-1.7	-1.9	-2.0
D.sonu TÜFE artışı (%)	64.3	64.8	44.4	30.9	25.0	22.0	20.0
Yıllık ort. TÜFE artışı (%)	72.3	53.9	58.5	34.9	27.6	23.4	20.8
Dönem sonu US\$ kuru	18.6	29.4	35.2	42.9	50.7	59.1	68.2
Yıllık ort US\$ kuru	16.5	23.7	32.8	39.4	46.9	54.8	63.6
Euro/dolar paritesi (yılsonu)	1.06	1.11	1.04	1.18	1.22	1.25	1.25
Politika Faizi (yıl sonu)	9.0	42.5	47.5	38.0	31.0	27.5	24.5
Gösterge Faiz (yıl sonu)	10.0	39.7	40.6	36.8	31.5	28.8	25.6
Gösterge Faiz (yıl ort)	19.2	20.8	42.4	40.5	33.0	29.8	26.8
10 Y tahvil faizi (d. sonu; %)	9.8	25.1	29.0	29.0	25.4	25.1	23.6
3ay vd. TL mev.fai zi (d.sonu; %)	21.1	42.6	47.6	38.9	31.5	27.5	24.5
Ort. TL tic. krd. faizi (d. sonu; %)	13.7	52.2	55.6	46.4	36.0	31.0	27.7
Ort. bireysel krd. faizi (d. sonu; %)	28.9	59.3	65.1	54.1	44.0	37.5	33.2
Brent Petrol	100.8	82.5	80.5	69.1	65.0	68.0	70.0
Seyahat Gelirleri (milyar \$)	45.8	50.1	56.3	59.7	61.6	64.0	66.4
Diğer Hizmet G. (milyar \$)	17.4	14.8	15.5	8.4	9.1	12.8	15.5

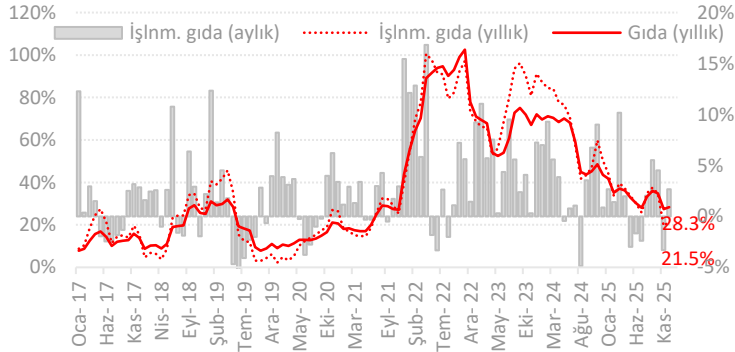
Yıllık enflasyondaki düşüş dönemsel katılıklara rağmen devam edecek

Enflasyon beklentileri yumuşama eğiliminde



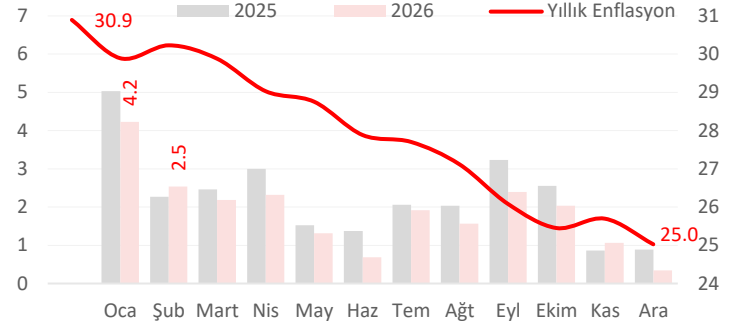
Kaynak: TCMB, AK Yatırım Araştırma

Gıda enflasyonunda 1Ç26'da mevsimsel artış bekleniyor



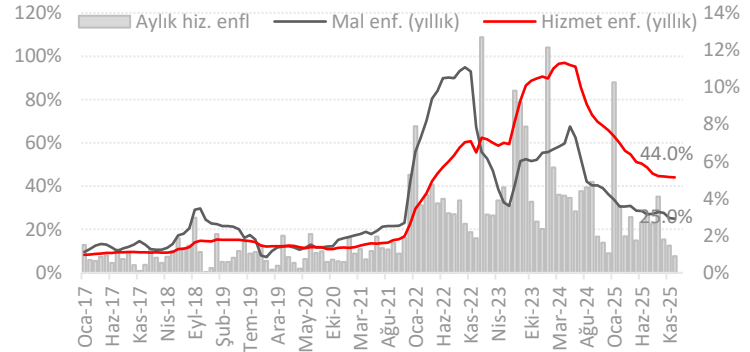
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Yılın ilk çeyreğinde gıda fiyatları kaynaklı direnç olabilir



Kaynak: TCMB, AK Yatırım Araştırma

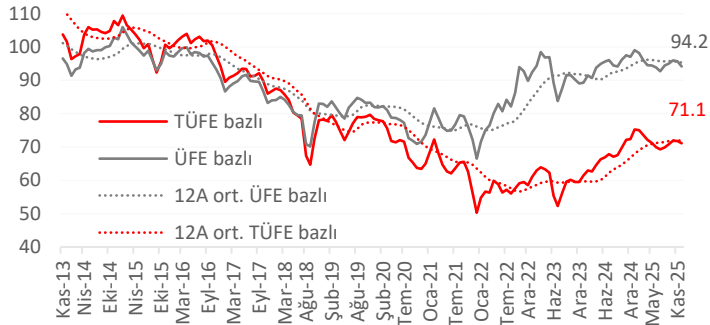
Kira ve özel eğitim hizmet enflasyonunda kritik



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

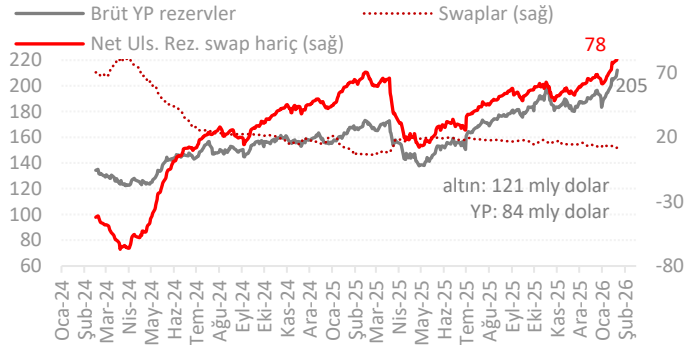
TCMB döviz rezervleri artarken kur istikrarı güçlendi

Reel efektif döviz kuru 2025'te yatay kaldı



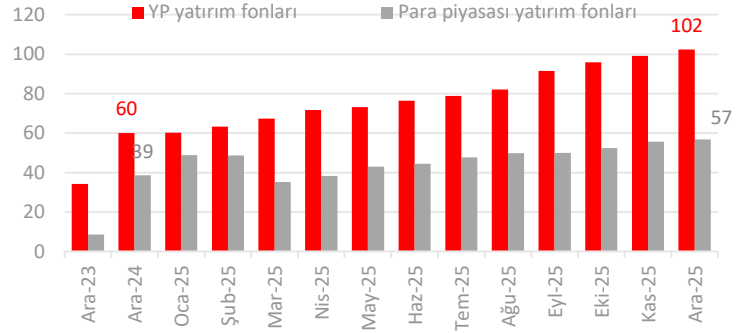
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

TCMB rezervleri (milyar dolar)



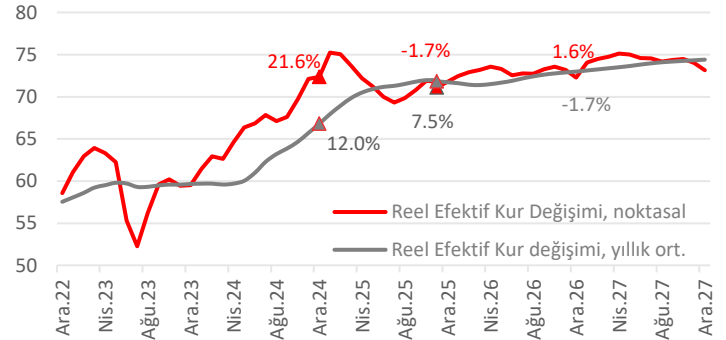
Kaynak: TCMB, AK Yatırım Araştırma

YP yatırım fonları & para piyasası fonları (milyar dolar)



Kaynak: TEFAS, AK Yatırım Araştırma

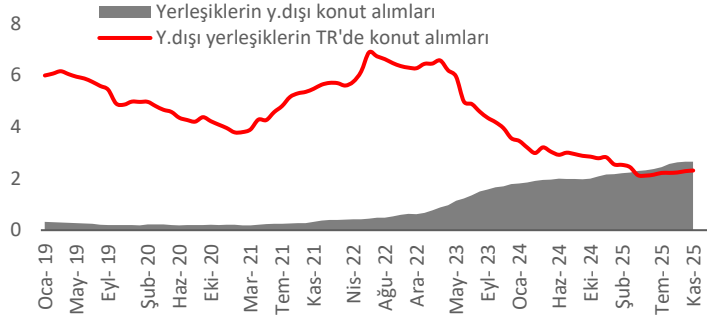
Reel efektif döviz kurunda yatay görünüm sürecektir



Kaynak: TCMB, AK Yatırım Araştırma

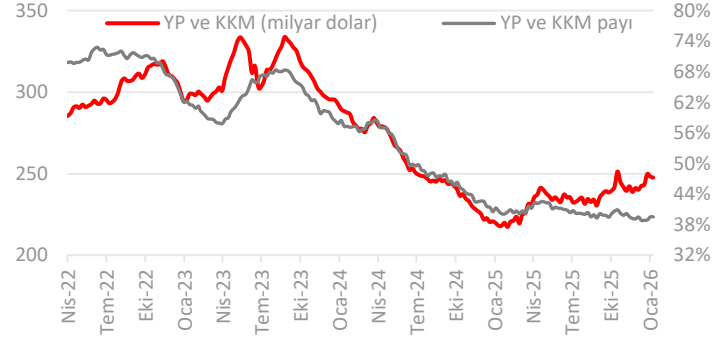
KKM piyasada önemli bir hareketlilik yaratmadan sonlandı

Yurt içi ve y.dışı konut alım eğilimleri (milyar dolar, 12 aylık)



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

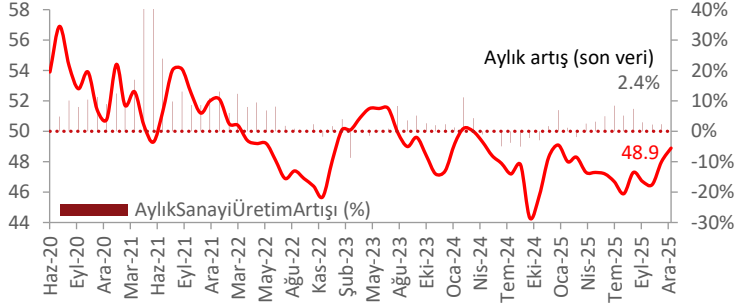
YP yatırım fonları & para piyasası fonları (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, AK Yatırım Araştırma

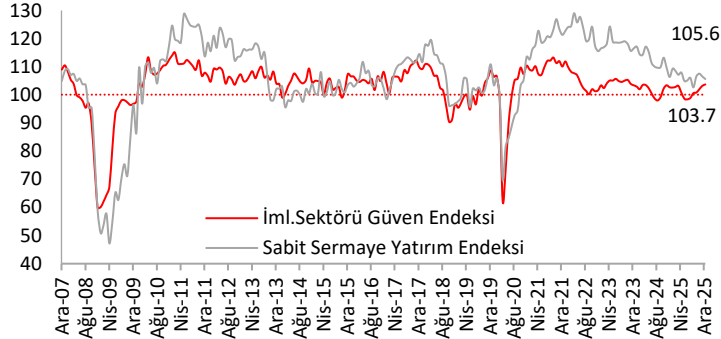
Öncü göstergeler: sektörel ayrışmaya rağmen toparlanma eğilimi gözleniyor

PMI endeksleri sene sonunda yukarı geldi



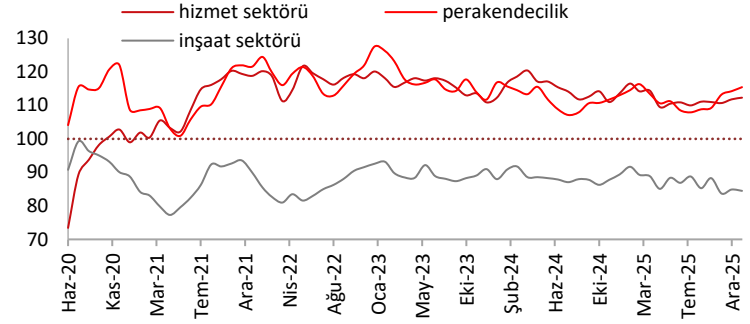
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Yılın son çeyreğinde imalat sektörü güven endeksi arttı



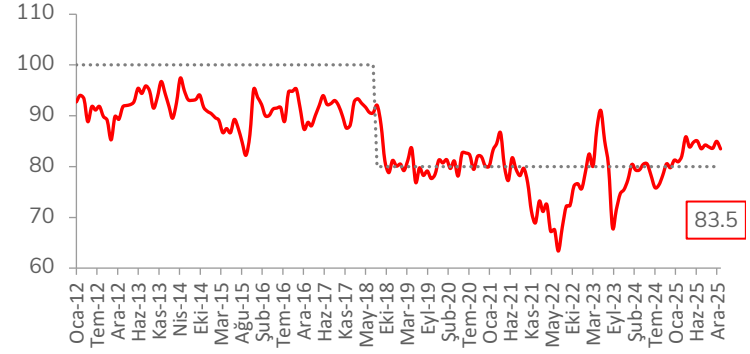
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Sektörel güven endekslerinde perakende öne çıkıyor



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

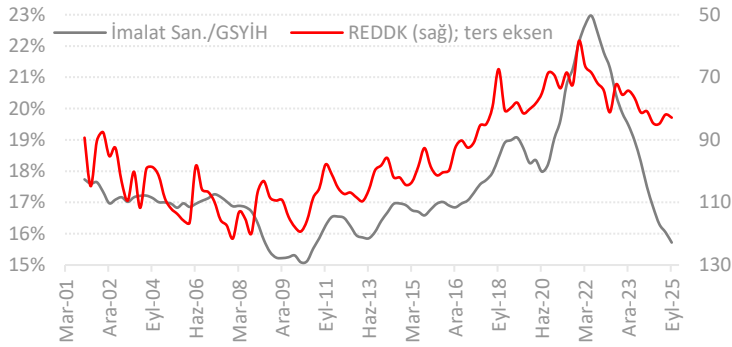
Tüketici güven endeksi 80 puan üzerinde yatay



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

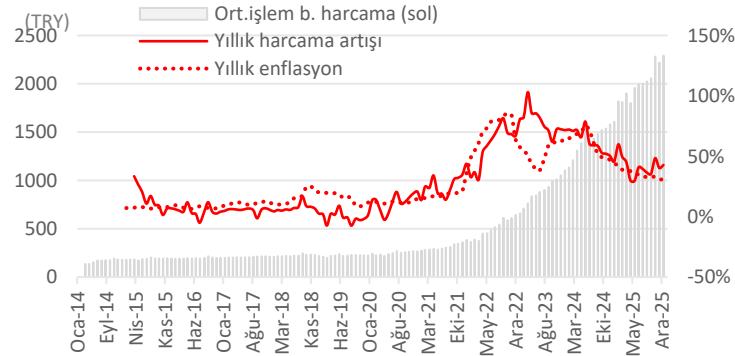
İmalat sanayiinde ivme kaybı sürerken, tüketici talebi güçlü kalmaya devam ediyor

İmalat sanayinin GSYİH içindeki payı geriliyor



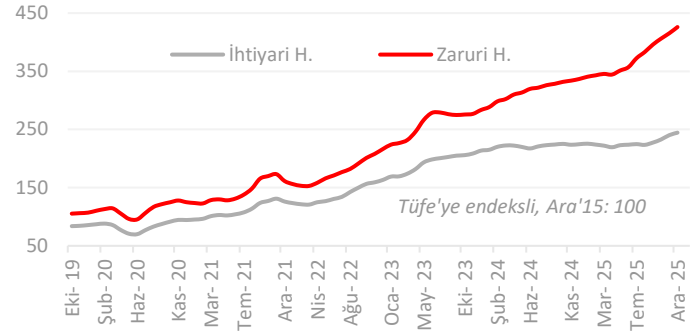
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Yıl sonu itibarıyla kredi kartı harcama artışı TÜFE'yi geçti



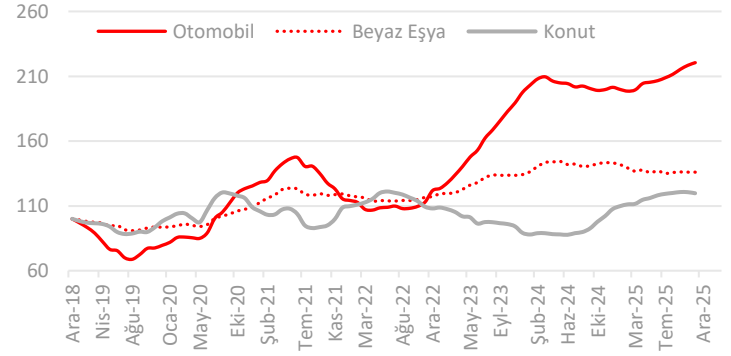
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Kredi kartı ihtiyari harcama artışı hız kesti



Kaynak: TCMB, AK Yatırım Araştırma

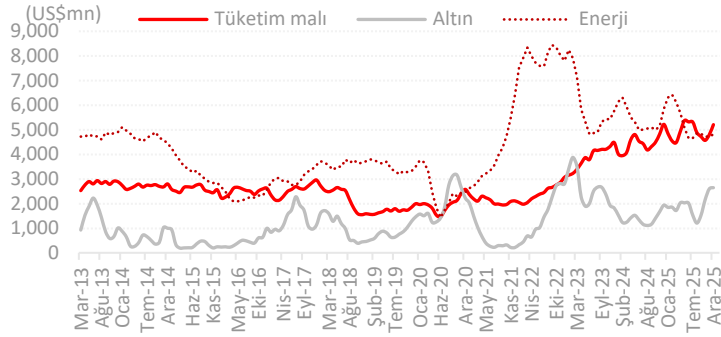
Faize duyarlı sektörlerde talep güçlü



Kaynak: Hazine Bakanlığı, AK Yatırım Araştırma

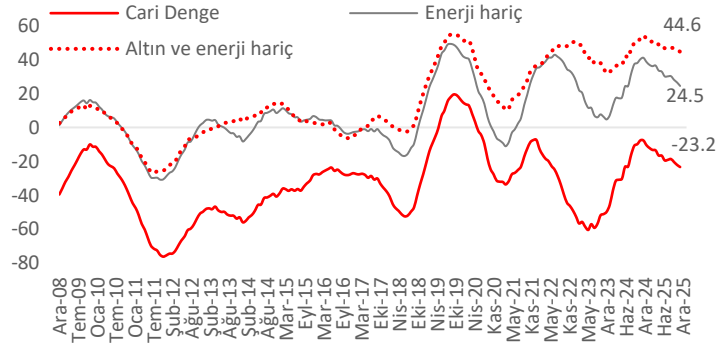
Cari dengede açık artan altın ve tüketim ithalatı ile bir miktar genişliyor

Seçili ürünlerde aylık ithalat (3 ayın ort., milyon dolar)



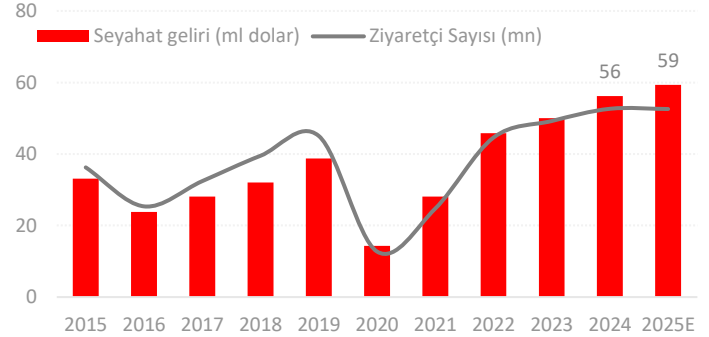
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Cari açık ithalattaki büyümeyle artış eğiliminde (milyar dolar)



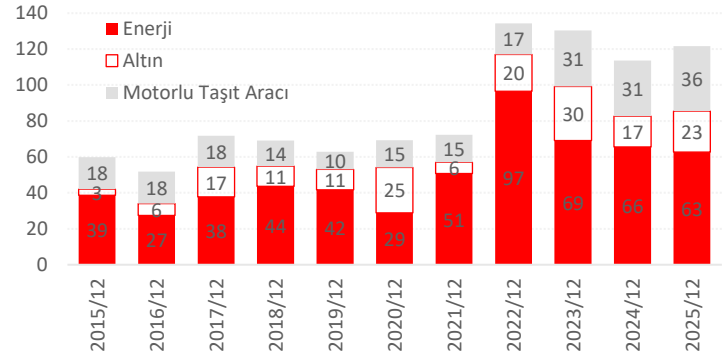
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

Turist sayısı yatay kalırken, gelirler arttı



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

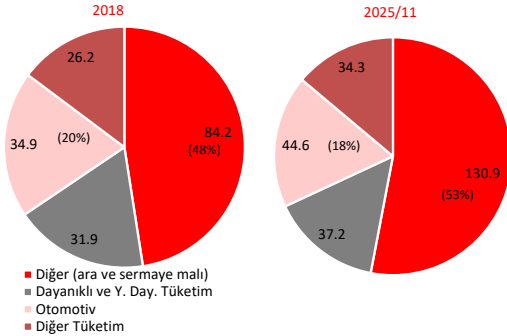
Motorlu taşıt ithalatı tarihi zirveye ulaştı (milyar dolar)



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

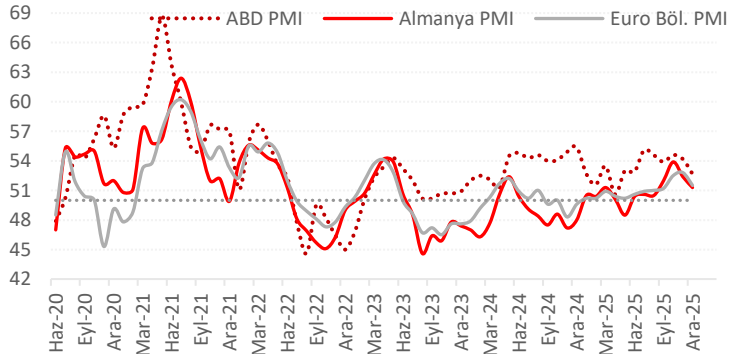
İhracata dönük beklentiler bir yıl önceye kıyasla hafif olumlu

İhracatın ürün grupları bazında kompozisyonu



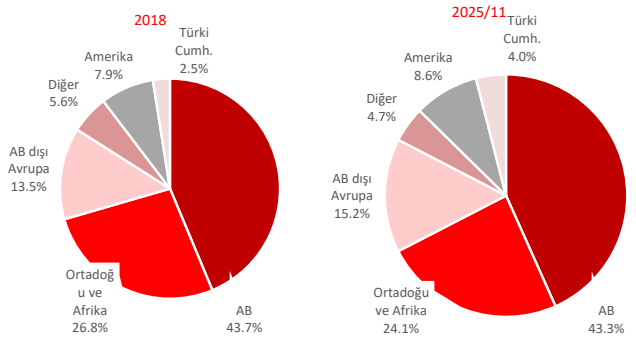
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

PMI'lar bir yıl öncesine göre daha olumlu



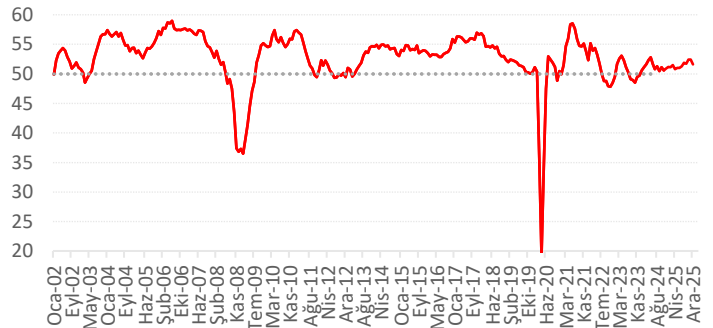
Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

İhracatın ülke grupları bazında kompozisyonu



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

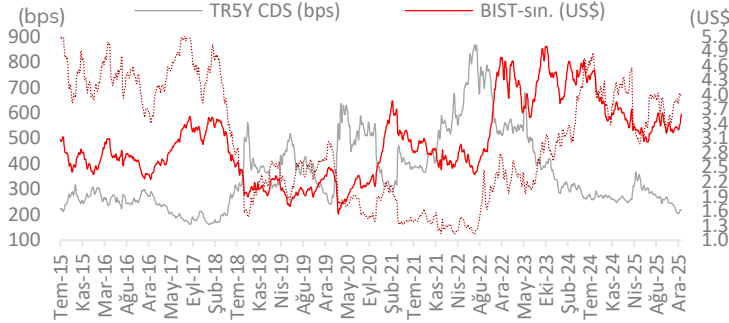
ISO ihracat iklim endeksi gence düşük seviyede yatay kaldı



Kaynak: TÜİK, AK Yatırım Araştırma

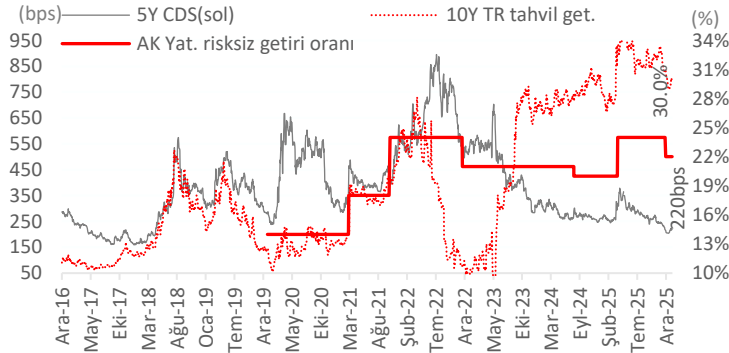
2025'in sonlarında CDS primi belirgin şekilde düştü

Banka endeksi CDS düşüşüne sınırlı tepki verdi



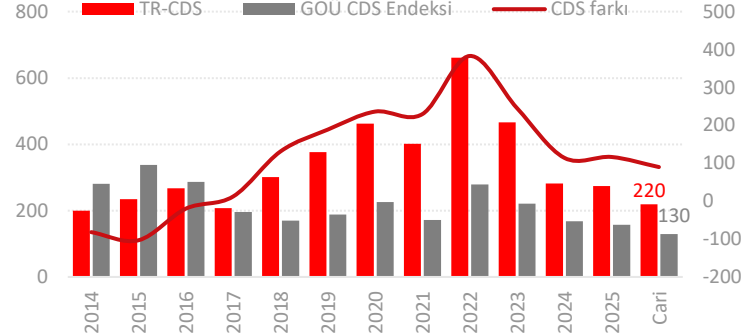
Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Risksiz getiri 200 baz puanı indirdik



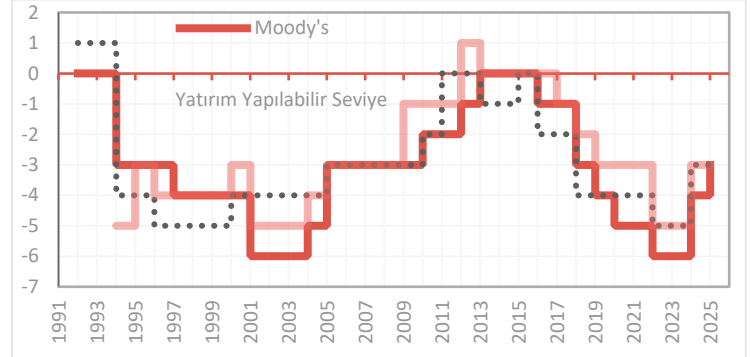
Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Türkiye – GOÜ, CDS makası 90 baz puana geriledi



Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Ülke kredi notunu yatırım seviyesinin üç basamak altında



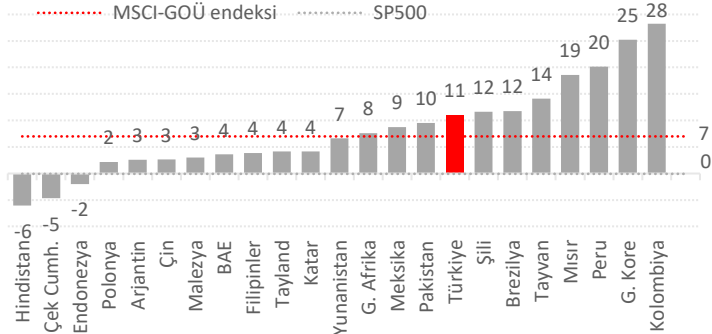
Kaynak: şirket web sitesi, AK Yatırım Araştırma

BIST-100'den önemli tarihler (dolar bazlı endeks)



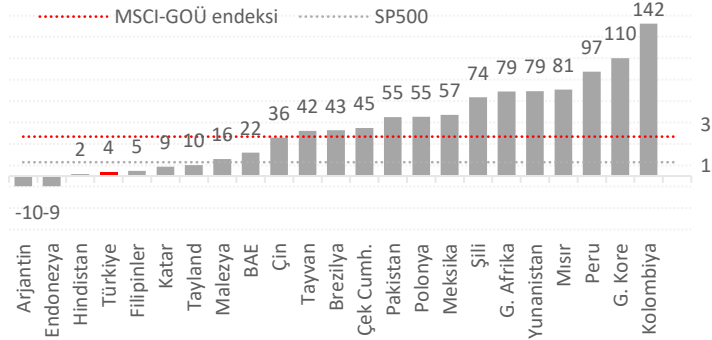
BIST yılbaşına göre getiride GOÜ ülkeleri arasında en önlere bulunuyor

MSCI-GOÜ endekslerinde aylık getiriler



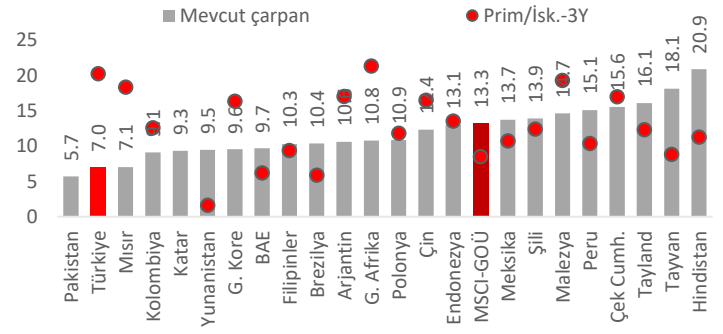
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

MSCI-GOÜ endekslerinde yıllık getiriler



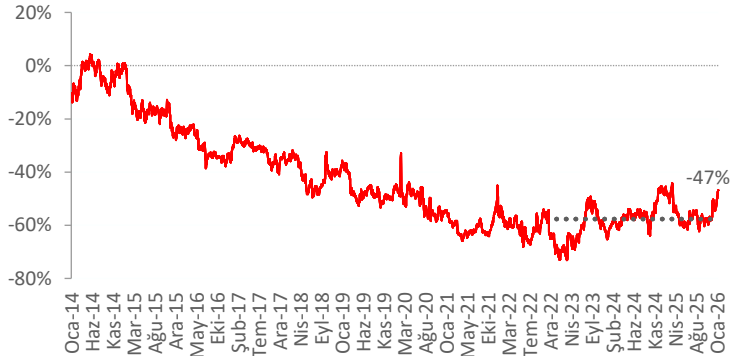
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

BIST ve GOÜ borsaları P/R karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

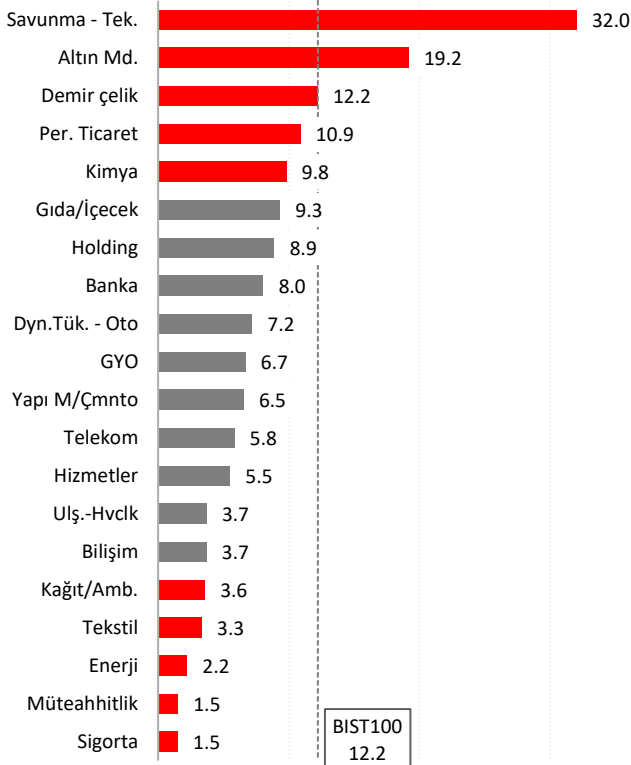
BIST P/E rasyosunun tarihsel gelişimi



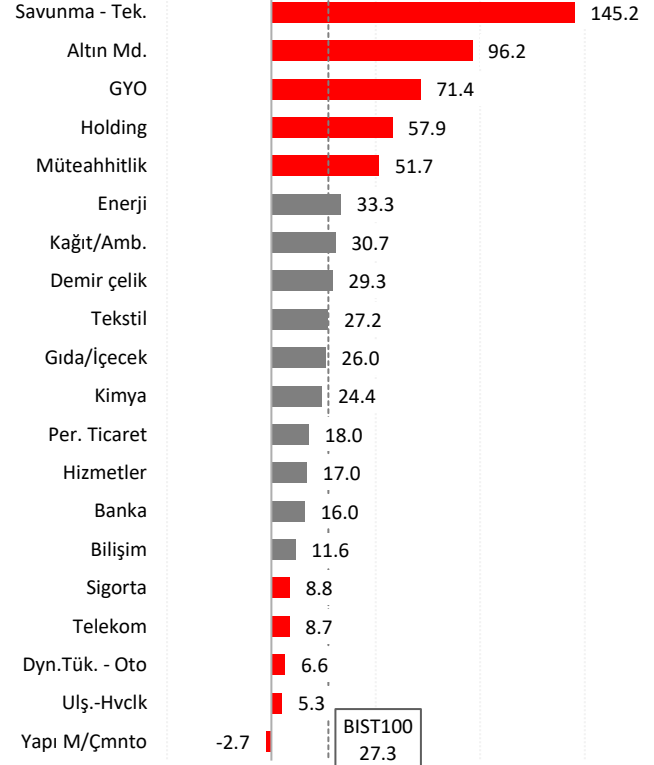
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Savunma ve altın madenciliği sektörleri 2025 getirilerinde öne çıktı

BIST sektör endekslerinde aylık getiriler

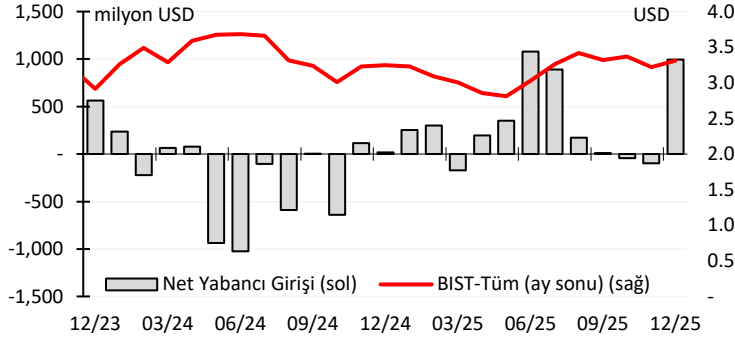


BIST sektör endekslerinde yıllık getiriler



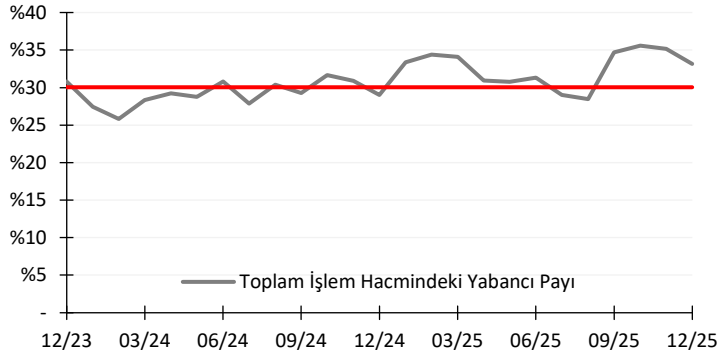
Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

Net Yurt Dışı Yerleşik Girişi ve BIST-TÜM



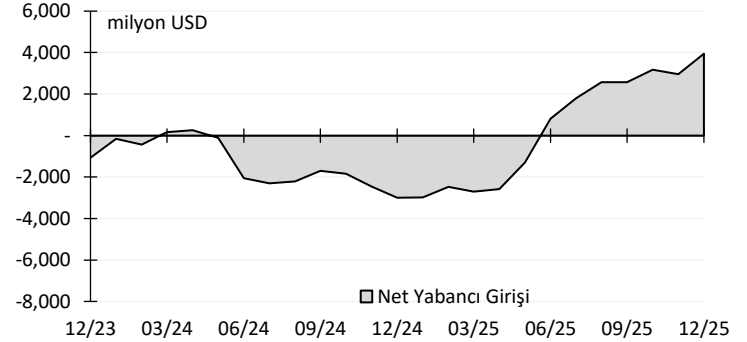
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Yurt Dışı Yerleşiklerin Toplam İşlem Hacmindeki Payı



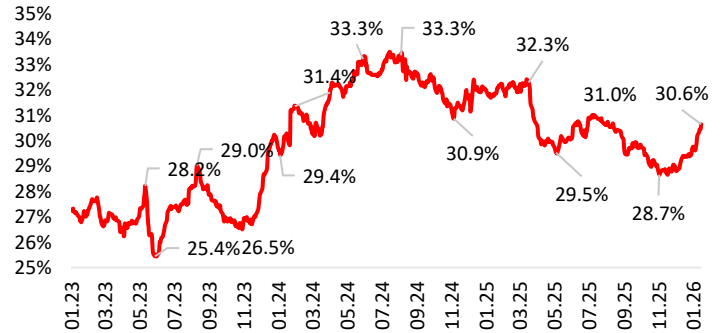
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Net Yurt Dışı Yerleşik Girişleri, S12A



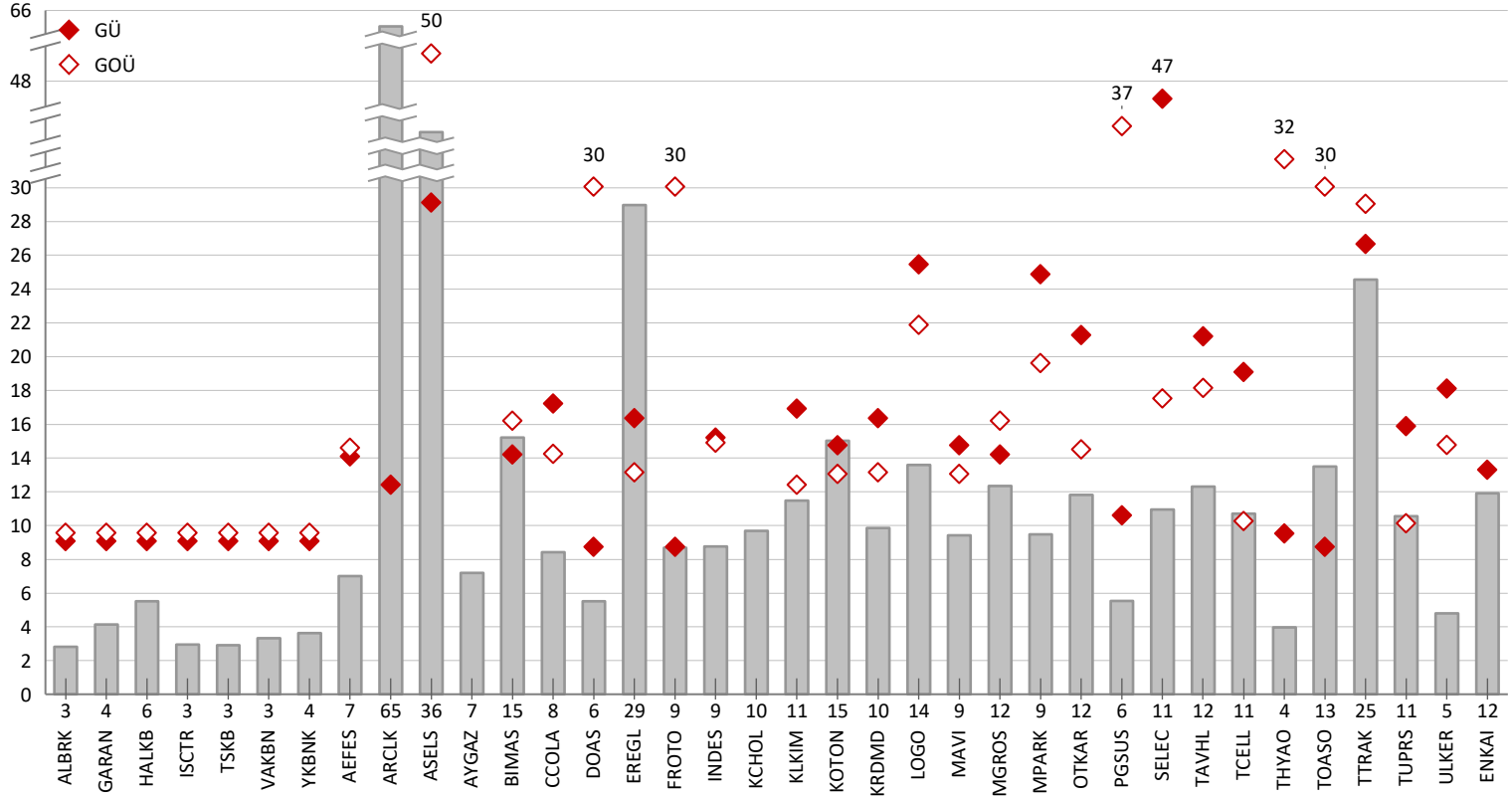
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Yabancı Takas Oranı, 2023-2026, %



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

2026T F/K Çarpanları – Takip Listesi vs Küresel Emsaller



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Araştırma Kapsamı (1/2)

Şirket Kodu	PD (mn TL)	HF	Öneri	Getiri Potansiyeli (%)	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME					
					F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2026T		2025T			2026T			2025T			2026T		
					2025T	2026T	2025T	2026T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
					(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(mn TL)		(mn TL)		(mn TL)		(mn TL)	(%)		(%)		(%)	
Banka	2,014,226				5.7	3.3	1.3	0.9	1.4%	27,407		332,977		540,001			41%			62%		
ALBRK	21,200	10.50	N.	24%	1.6	2.8	0.9	0.7	3.1%	660	n.a.	n.a.	13,200	n.a.	n.a.	7,500	n.m.	n.m.	206%	n.m.	n.m.	-43%
GARAN	623,700	196.00	E.Ü.	32%	5.7	4.1	1.4	1.1	3.1%	19,597	n.a.	n.a.	110,000	n.a.	n.a.	151,000	n.m.	n.m.	19%	n.m.	n.m.	37%
HALKB	311,101	30.50	E.A.	-30%	11.8	5.5	1.5	1.2	0.0%	0	n.a.	n.a.	26,275	n.a.	n.a.	56,500	n.m.	n.m.	74%	n.m.	n.m.	115%
ISCTR	366,750	21.00	E.Ü.	43%	6.1	3.0	0.9	0.7	1.6%	6,020	n.a.	n.a.	60,200	n.a.	n.a.	124,000	n.m.	n.m.	32%	n.m.	n.m.	106%
TSKB	36,372	18.70	E.Ü.	44%	3.2	2.9	0.8	0.7	3.1%	1,130	n.a.	n.a.	11,300	n.a.	n.a.	12,500	n.m.	n.m.	12%	n.m.	n.m.	11%
VAKBN	334,960	36.50	N.	8%	5.1	3.3	1.2	0.9	0.0%	0	n.a.	n.a.	66,000	n.a.	n.a.	100,500	n.m.	n.m.	63%	n.m.	n.m.	52%
YKBNK	320,143	50.00	E.Ü.	32%	7.0	3.6	1.3	0.9	0.0%	0	n.a.	n.a.	46,000	n.a.	n.a.	88,000	n.m.	n.m.	59%	n.m.	n.m.	91%
Sigorta	221,915				6.5	5.1	2.4	1.6	5.2%	11,564		36,285		36,285			31%			0%		
ANHYT	46,655	168.00	E.Ü.	55%	8.7	5.9	3.7	2.7	6.9%	3,225	n.a.	n.a.	5,374	n.a.	n.a.	5,374	n.m.	n.m.	32%	n.m.	n.m.	0%
ANSGR	54,760	43.00	E.Ü.	57%	4.5	3.4	1.4	1.0	6.7%	3,669	n.a.	n.a.	12,230	n.a.	n.a.	12,230	n.m.	n.m.	12%	n.m.	n.m.	0%
TURSG	120,500	16.50	E.Ü.	37%	6.5	5.1	2.4	1.6	3.9%	4,670	n.a.	n.a.	18,681	n.a.	n.a.	18,681	n.m.	n.m.	47%	n.m.	n.m.	0%
Holding	495,261				26.8	9.7	n.a.	n.a.	3.4%	16,703		18,479		18,479			1315%			0%		
KCHOL	495,261	322.00	E.Ü.	65%	26.8	9.7	n.a.	n.a.	3.4%	16,703	n.a.	n.a.	18,479	n.a.	n.a.	18,479	n.m.	n.m.	1315%	n.m.	n.m.	0%
Finans Dışı (1/2)	5,742,348				13.7	10.6	6.8	5.0	2.4%	137,700	7,527,448	945,413	399,911	9,678,505	1,276,419	537,839	32%	32%	5%	29%	35%	34%
AEFES	104,151	27.00	E.Ü.	53%	8.2	7.0	6.3	5.1	1.8%	1,896	240,372	40,960	12,642	309,431	52,227	14,850	34%	32%	7%	29%	28%	17%
AKSA	39,549	12.90	N.	27%	14.1	n.a.	12.7	8.2	1.8%	719	37,241	4,808	2,799	51,030	8,220	-638	31%	7%	146%	37%	71%	n.m.
ARCLK	75,682	170.00	E.Ü.	52%	n.a.	65.0	6.8	5.3	0.0%	0	520,165	31,071	-9,145	665,848	43,266	1,163	21%	39%	n.m.	28%	39%	n.m.
ASELS	1,369,140	207.00	E.A.	-31%	56.4	36.4	30.3	18.7	0.1%	1,480	178,690	44,984	24,270	258,007	72,991	37,574	49%	49%	59%	44%	62%	55%
AVPGY	22,340	90.00	E.Ü.	61%	6.7	5.9	7.7	7.0	9.0%	2,000	7,072	2,776	3,329	6,006	2,919	3,766	-5%	-54%	-55%	-15%	5%	13%
AYGAZ	48,356	263.00	N.	20%	8.9	7.2	n.a.	n.a.	6.9%	3,328	91,304	3,372	4,683	108,442	4,378	6,168	12%	92%	121%	19%	30%	32%
BIMAS	375,600	874.00	E.Ü.	40%	24.1	15.2	10.2	7.6	1.7%	6,545	718,570	39,641	15,584	960,529	53,650	24,687	38%	76%	-16%	34%	35%	58%
CCOLA	194,047	100.00	E.Ü.	44%	11.9	8.4	7.1	5.2	2.5%	4,879	185,034	31,149	16,262	242,978	42,064	23,025	34%	29%	10%	31%	35%	42%
DOAS	51,480	340.00	E.Ü.	45%	7.4	5.5	2.7	2.5	7.5%	3,850	266,814	16,080	7,001	311,979	20,199	9,330	42%	-4%	-8%	17%	26%	33%
ENKAI	492,900	119.00	E.Ü.	45%	13.7	11.8	7.3	3.8	4.4%	21,530	153,994	33,974	35,883	237,251	46,828	41,760	53%	48%	45%	54%	38%	16%
ENTRA	20,332	18.60	E.Ü.	69%	94.6	31.4	10.4	10.0	0.0%	0	4,080	3,045	215	4,335	3,296	647	33%	39%	-89%	6%	8%	201%
EREGL	187,320	32.00	N.	20%	n.a.	29.0	12.8	9.8	1.0%	1,874	207,329	18,828	-102	260,002	28,352	6,465	2%	-11%	n.m.	25%	51%	n.m.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Araştırma Kapsamı (2/2)

Şirket Kodu	PD (mn TL)	HF	Öneri	Getiri Potansiyeli (%)	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME					
					F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2026T		2025T			2026T			2025T			2026T		
					2025T	2026T	2025T	2026T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
					(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Finans Dışı (2/2)	5,742,348				13.7	10.6	6.8	5.0	2.4%	137,700	7,527,448	945,413	399,911	9,678,505	1,276,419	537,839	32%	32%	5%	29%	35%	34%
FROTO	364,595	153.50	E.Ü.	48%	11.5	8.7	8.2	6.9	6.1%	22,243	840,694	58,574	31,775	1,045,249	73,372	41,994	41%	37%	-18%	24%	25%	32%
GWIND	13,597	51.62	E.Ü.	105%	14.8	11.8	7.3	6.3	0.0%	0	2,895	2,035	920	3,386	2,472	1,151	22%	24%	10%	17%	21%	25%
İNDES	6,135	10.90	E.Ü.	33%	13.3	8.8	2.3	1.8	0.0%	0	92,492	2,497	462	116,741	3,152	700	39%	11%	41%	26%	26%	51%
KLKIM	17,600	69.00	E.Ü.	80%	15.1	11.5	6.4	4.4	1.3%	233	10,760	2,436	1,167	14,811	3,418	1,534	44%	42%	26%	38%	40%	31%
KOTON	14,444	27.50	E.Ü.	58%	n.a.	15.0	4.1	3.3	0.0%	0	32,369	6,354	-227	41,860	8,210	962	29%	38%	-43%	29%	29%	n.m.
KRDMD	22,783	37.00	N.	27%	n.a.	9.9	6.5	4.7	0.0%	0	65,045	6,229	-779	82,917	9,132	3,379	15%	49%	-74%	27%	47%	n.m.
LOGO	16,312	222.00	E.Ü.	29%	9.8	13.6	6.4	4.6	3.0%	497	5,974	2,136	1,656	8,008	2,907	1,201	46%	40%	371%	34%	36%	-27%
MAVI	36,786	66.00	E.Ü.	43%	13.8	9.4	4.1	3.0	2.2%	798	47,671	8,564	2,660	62,655	11,340	3,902	24%	22%	-2%	31%	32%	47%
MEDTR	3,594	40.00	N.	32%	n.a.	n.a.	10.5	6.2	0.0%	0	2,861	309	-93	3,633	492	-16	37%	-19%	n.m.	27%	59%	-83%
MGROS	113,159	905.00	E.Ü.	45%	17.8	12.3	4.2	2.8	1.1%	1,270	413,578	26,799	6,348	549,780	37,467	9,169	41%	70%	0%	33%	40%	44%
MPARK	82,135	655.00	E.Ü.	52%	14.2	9.5	6.3	4.3	0.0%	0	54,872	15,169	5,767	74,260	20,872	8,669	38%	49%	11%	35%	38%	50%
OTKAR	49,680	n.a.	G.G.	n.a.	20.1	11.8	19.1	12.2	0.0%	0	54,520	3,622	2,470	66,116	6,386	4,208	61%	n.m.	n.m.	21%	76%	70%
PETKM	45,062	19.00	N.	7%	n.a.	n.a.	n.a.	31.3	0.0%	0	88,483	-2,458	-5,287	98,312	2,639	-4,574	14%	127%	-17%	11%	n.m.	-13%
PGSUS	101,400	345.00	E.Ü.	70%	7.5	5.5	6.6	5.0	0.0%	0	154,129	37,792	13,524	209,173	54,809	18,316	38%	19%	2%	36%	45%	35%
RGYAS	50,014	280.00	E.Ü.	85%	3.3	2.4	8.2	5.6	1.4%	723	12,173	8,254	15,009	15,982	10,864	20,597	48%	54%	220%	31%	32%	37%
SELEC	49,991	117.00	E.Ü.	45%	100.2	10.9	9.3	4.7	0.2%	100	172,369	4,558	499	236,298	9,337	4,569	34%	-22%	-76%	37%	105%	815%
TAVHL	118,521	450.00	E.Ü.	38%	31.7	12.3	6.5	5.0	1.3%	1,551	83,461	25,760	3,743	114,500	36,065	9,633	41%	48%	-43%	37%	40%	157%
TCELL	246,620	152.00	E.Ü.	36%	13.6	10.7	2.5	2.3	2.6%	6,366	242,030	103,606	18,188	320,116	138,223	23,049	45%	48%	-23%	32%	33%	27%
THYAO	412,620	485.00	E.Ü.	62%	4.0	4.0	4.3	4.6	1.9%	7,965	953,307	157,909	102,033	1,205,845	182,492	103,947	28%	16%	-10%	26%	16%	2%
TOASO	147,750	450.00	E.Ü.	52%	27.5	13.5	18.9	7.8	2.5%	3,759	317,180	8,610	5,370	458,485	20,667	10,950	164%	-7%	3%	45%	140%	104%
TRGYO	81,200	134.00	E.Ü.	65%	5.9	4.4	6.9	4.1	8.1%	6,563	15,596	8,227	13,846	17,753	10,297	18,249	25%	15%	61%	14%	25%	32%
TTKOM	225,575	84.00	E.Ü.	30%	7.5	6.7	3.0	3.2	0.0%	0	236,384	99,125	30,209	322,515	137,047	33,768	46%	57%	257%	36%	38%	12%
TTRAK	57,438	800.00	E.Ü.	39%	60.7	24.6	12.3	8.7	1.3%	757	53,256	5,303	946	77,038	8,065	2,339	-20%	-46%	-84%	45%	52%	147%
TUPRS	436,805	286.00	E.Ü.	26%	14.9	10.5	5.5	4.1	8.4%	36,775	852,984	63,811	29,359	974,893	83,314	41,413	5%	24%	60%	14%	31%	41%
ULKER	47,637	198.00	E.Ü.	53%	6.9	4.8	4.4	3.5	0.0%	0	111,702	19,502	6,924	142,340	24,992	9,931	33%	25%	-6%	27%	28%	43%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Revizyonlar (1/2)

Şirket Kodu	Piyasa Değeri	HF			ÖNERİ			KAR TAHMİNLERİ																	
								2025T									2026T								
								Yeni			Eski			Değişim			Yeni			Eski			Değişim		
		Yeni	Eski	Değ.	Yeni	Eski	Değ.	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
	(mn TL)	(TL/hisse)	(%)					(mn TL)			(mn TL)			(%)			(mn TL)			(mn TL)			(%)		
Banka	2,014,226							332,977			374,500			-11%			540,001			549,199			-2%		
ALBRK	21,200	10.50	8.20	28%	N.	G.G.	n.m.	n.a.	n.a.	13,200	n.a.	n.a.	12,900	n.m.	n.m.	2%	n.a.	n.a.	7,500	n.a.	n.a.	7,000	n.m.	n.m.	7%
GARAN	623,700	196.00	180.00	9%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	110,000	n.a.	n.a.	120,300	n.m.	n.m.	-9%	n.a.	n.a.	151,000	n.a.	n.a.	153,500	n.m.	n.m.	-2%
HALKB	311,101	30.50	28.50	7%	E.A.	E.A.	↔	n.a.	n.a.	26,275	n.a.	n.a.	30,000	n.m.	n.m.	-12%	n.a.	n.a.	56,500	n.a.	n.a.	50,000	n.m.	n.m.	13%
ISCTR	366,750	21.00	20.30	3%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	60,200	n.a.	n.a.	71,500	n.m.	n.m.	-16%	n.a.	n.a.	124,000	n.a.	n.a.	127,500	n.m.	n.m.	-3%
TSKB	36,372	18.70	18.20	3%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	11,300	n.a.	n.a.	13,300	n.m.	n.m.	-15%	n.a.	n.a.	12,500	n.a.	n.a.	15,200	n.m.	n.m.	-18%
VAKBN	334,960	36.50	34.00	7%	N.	N.	↔	n.a.	n.a.	66,000	n.a.	n.a.	70,000	n.m.	n.m.	-6%	n.a.	n.a.	100,500	n.a.	n.a.	106,000	n.m.	n.m.	-5%
YKBNK	320,143	50.00	46.50	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	46,000	n.a.	n.a.	56,500	n.m.	n.m.	-19%	n.a.	n.a.	88,000	n.a.	n.a.	90,000	n.m.	n.m.	-2%
Sigorta	221,915							36,285			37,373			-3%			47,526			47,159			1%		
ANHYT	46,655	168.00	158.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	5,374	n.a.	n.a.	5,308	n.m.	n.m.	1%	n.a.	n.a.	7,898	n.a.	n.a.	7,519	n.m.	n.m.	5%
ANSGR	54,760	43.00	38.50	12%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	12,230	n.a.	n.a.	12,380	n.m.	n.m.	-1%	n.a.	n.a.	16,134	n.a.	n.a.	16,429	n.m.	n.m.	-2%
TURSG	120,500	16.50	15.30	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	18,681	n.a.	n.a.	19,685	n.m.	n.m.	-5%	n.a.	n.a.	23,494	n.a.	n.a.	23,211	n.m.	n.m.	1%
Holding	495,261							18,479			22,900			-19%			51,188			78,577			-35%		
KCHOL	495,261	322.00	325.00	-1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	18,479	n.a.	n.a.	22,900	n.m.	n.m.	-19%	0	0	51,188	n.a.	n.a.	78,577	n.m.	n.m.	-35%
Finans Dışı (1/2)	5,742,348							7,527,448	945,413	399,911	7,632,862	957,006	420,625	-1%	-1%	-5%	9,678,505	1,276,419	537,839	9,961,749	1,322,049	572,212	-3%	-3%	-6%
AEFES	104,151	27.00	25.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	240,372	40,960	12,642	239,896	40,177	12,795	0%	2%	-1%	309,431	52,227	14,850	306,177	52,588	14,955	1%	-1%	-1%
AKSA	39,549	12.90	13.30	-3%	N.	N.	↔	37,241	4,808	2,799	37,844	4,822	3,175	-2%	0%	-12%	51,030	8,220	-638	52,663	7,814	-2,530	-3%	5%	-75%
ARCLK	75,682	170.00	173.00	-2%	E.Ü.	E.Ü.	↔	520,165	31,071	-9,145	553,207	34,575	-8,225	-6%	-10%	11%	665,848	43,266	1,163	679,616	50,971	7,017	-2%	-15%	-83%
ASELS	1,369,140	207.00	148.00	40%	E.A.	E.A.	↔	178,690	44,984	24,270	171,735	45,835	22,730	4%	-2%	7%	258,007	72,991	37,574	237,998	69,362	37,453	8%	5%	0%
AVPGY	22,340	90.00	90.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	7,072	2,776	3,329	6,446	2,813	2,732	10%	-1%	22%	6,006	2,919	3,766	6,055	2,786	3,081	-1%	5%	22%
AYGAZ	48,356	263.00	250.00	5%	N.	N.	↔	91,304	3,372	4,683	92,758	3,014	4,891	-2%	12%	-4%	108,442	4,378	6,168	117,535	3,180	4,229	-8%	38%	46%
BIMAS	375,600	874.00	826.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	718,570	39,641	15,584	724,082	40,822	20,920	-1%	-3%	-26%	960,529	53,650	24,687	971,652	54,764	27,690	-1%	-2%	-11%
CCOLA	194,047	100.00	92.00	9%	E.Ü.	E.Ü.	↔	185,034	31,149	16,262	184,235	31,149	17,658	0%	0%	-8%	242,978	42,064	23,025	238,137	41,503	21,527	2%	1%	7%
DOAS	51,480	340.00	390.00	-13%	E.Ü.	E.Ü.	↔	266,814	16,080	7,001	265,526	16,177	7,212	0%	-1%	-3%	311,979	20,199	9,330	335,760	22,623	10,480	-7%	-11%	-11%
ENKAI	492,900	119.00	111.00	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	153,994	33,974	35,883	154,290	34,180	36,354	0%	-1%	-1%	237,251	46,828	41,760	238,343	46,029	38,362	0%	2%	9%
ENTRA	20,332	18.60	18.60	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	4,080	3,045	215	4,730	3,689	2,743	-14%	-17%	-92%	4,335	3,296	647	5,841	4,614	3,621	-26%	-29%	-82%
EREGL	187,320	32.00	31.92	0%	N.	N.	↔	207,329	18,828	-102	210,477	19,512	2,876	-1%	-4%	n.m.	260,002	28,352	6,465	267,121	37,417	11,558	-3%	-24%	-44%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Revizyonlar (2/2)

Şirket Kodu	Piyasa Değeri	HF			ÖNERİ			KAR TAHMİNLERİ																	
								2025T									2026T								
								Yeni			Eski			Değişim			Yeni			Eski			Değişim		
		Yeni	Eski	Değ.	Yeni	Eski	Değ.	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
	(mn TL)	(TL/hisse)	(%)					(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(%)	(%)	(%)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(mn TL)	(%)	(%)	(%)
Finans Dışı (2/2)	5,742,348							7,527,448	945,413	399,911	7,632,862	957,006	420,625	-1%	-1%	-5%	9,678,505	1,276,419	537,839	9,961,749	1,322,049	572,212	-3%	-3%	-6%
FROTO	364,595	153.50	176.00	-13%	E.Ü.	E.Ü.	↔	840,694	58,574	31,775	854,115	59,614	33,513	-2%	-2%	-5%	1,045,249	73,372	41,994	1,158,242	92,597	60,435	-10%	-21%	-31%
GWIND	13,597	51.62	51.62	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	2,895	2,035	920	3,183	2,228	1,050	-9%	-9%	-12%	3,386	2,472	1,151	3,581	2,619	1,146	-5%	-6%	0%
İNDES	6,135	10.90	12.00	-9%	E.Ü.	E.Ü.	↔	92,492	2,497	462	82,981	2,824	418	11%	-12%	11%	116,741	3,152	700	95,169	3,604	547	23%	-13%	28%
KLKIM	17,600	69.00	44.00	57%	E.Ü.	E.Ü.	↔	10,760	2,436	1,167	10,474	2,315	1,045	3%	5%	12%	14,811	3,418	1,534	13,622	3,133	1,786	9%	9%	-14%
KOTON	14,444	27.50	26.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	32,369	6,354	-227	32,305	6,125	48	0%	4%	n.m.	41,860	8,210	962	41,828	8,221	936	0%	0%	3%
KRDMD	22,783	37.00	30.00	23%	N.	N.	↔	65,045	6,229	-779	67,617	6,380	-677	-4%	-2%	15%	82,917	9,132	3,379	85,813	9,312	2,255	-3%	-2%	50%
LOGO	16,312	222.00	183.00	21%	E.Ü.	N.	↑	5,974	2,136	1,656	5,974	2,070	1,470	0%	3%	13%	8,008	2,907	1,201	7,356	2,549	1,033	9%	14%	16%
MAVI	36,786	66.00	65.00	2%	E.Ü.	E.Ü.	↔	47,671	8,564	2,660	48,357	8,712	2,690	-1%	-2%	-1%	62,655	11,340	3,902	62,335	11,211	3,679	1%	1%	6%
MEDTR	3,594	40.00	44.00	-9%	N.	N.	↔	2,861	309	-93	2,842	355	-106	1%	-13%	-12%	3,633	492	-16	3,657	567	86	-1%	-13%	n.m.
MGROS	113,159	905.00	817.00	11%	E.Ü.	E.Ü.	↔	413,578	26,799	6,348	415,251	26,800	8,333	0%	0%	-24%	549,780	37,467	9,169	555,238	37,252	8,406	-1%	1%	9%
MPARK	82,135	655.00	655.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	54,872	15,169	5,767	54,872	15,169	5,767	0%	0%	0%	74,260	20,872	8,669	74,260	20,872	8,669	0%	0%	0%
OTKAR	49,680	n.a.	760.00	n.m.	G.G.	E.Ü.	n.m.	54,520	3,622	2,470	54,520	3,622	2,470	0%	0%	0%	66,116	6,386	4,208	66,116	6,386	4,208	0%	0%	0%
PETKM	45,062	19.00	20.84	-9%	N.	N.	↔	88,483	-2,458	-5,287	94,613	-382	-7,621	-6%	543%	-31%	98,312	2,639	-4,574	120,954	5,866	-1,201	-19%	-55%	281%
PGSUS	101,400	345.00	350.00	-1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	154,129	37,792	13,524	151,458	38,268	14,213	2%	-1%	-5%	209,173	54,809	18,316	206,506	56,355	20,149	1%	-3%	-9%
RGYAS	50,014	280.00	275.00	2%	E.Ü.	E.Ü.	↔	12,173	8,254	15,009	12,088	7,931	16,460	1%	4%	-9%	15,982	10,864	20,597	15,689	10,331	17,991	2%	5%	14%
SELEC	49,991	117.00	100.00	17%	E.Ü.	N.	↑	172,369	4,558	499	169,356	5,349	744	2%	-15%	-33%	236,298	9,337	4,569	199,287	7,460	2,910	19%	25%	57%
TAVHL	118,521	450.00	445.00	1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	83,461	25,760	3,743	83,863	25,877	4,815	0%	0%	-22%	114,500	36,065	9,633	119,304	38,817	14,137	-4%	-7%	-32%
TCELL	246,620	152.00	152.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	242,030	103,606	18,188	242,030	103,606	18,188	0%	0%	0%	320,116	138,223	23,049	320,116	138,223	23,049	0%	0%	0%
THYAO	412,620	485.00	465.00	4%	E.Ü.	E.Ü.	↔	953,307	157,909	102,033	950,898	154,985	98,701	0%	2%	3%	1,205,845	182,492	103,947	1,216,896	177,572	108,110	-1%	3%	-4%
TOASO	147,750	450.00	500.00	-10%	E.Ü.	E.Ü.	↔	317,180	8,610	5,370	319,270	9,586	6,636	-1%	-10%	-19%	458,485	20,667	10,950	510,567	24,995	14,995	-10%	-17%	-27%
TRGYO	81,200	134.00	126.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	15,596	8,227	13,846	15,129	8,112	13,080	3%	1%	6%	17,753	10,297	18,249	17,439	10,043	15,011	2%	3%	22%
TTKOM	225,575	84.00	84.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	236,384	99,125	30,209	236,384	99,125	30,209	0%	0%	0%	322,515	137,047	33,768	322,515	137,047	33,768	0%	0%	0%
TTRAK	57,438	800.00	930.00	-14%	E.Ü.	E.Ü.	↔	53,256	5,303	946	55,081	5,766	1,333	-3%	-8%	-29%	77,038	8,065	2,339	95,978	11,507	3,437	-20%	-30%	-32%
TUPRS	436,805	286.00	266.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	852,984	63,811	29,359	911,033	65,911	33,893	-6%	-3%	-13%	974,893	83,314	41,413	1,045,443	86,051	38,221	-7%	-3%	8%
ULKER	47,637	198.00	197.00	1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	111,702	19,502	6,924	113,942	19,893	8,090	-2%	-2%	-14%	142,340	24,992	9,931	146,941	25,808	11,007	-3%	-3%	-10%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Banka ve Sigortalar

Genel görünüm, istikrarlı ancak sınırlı bir yükseliş potansiyeli sunuyor.

Banka sektör endeksi 2023 ve 2024 getirisinde BIST-100 endeksini sırasıyla %28 ve %27 geride bıraktı; 2025 yılını da ana endeksle paralel kapattı. Banka endeksinin yılbaşından bu yana getirisi ise %7,4 ile BIST-100 endeksindeki %14,1 getirisinin altında kaldı. Dört özel bankanın cari 1 yıl F/DD ortalamasını **0.9x** (son iki yıl medyanın %5 altında) hesaplıyoruz. Bankaların son on iki yılda işlem gördüğü F/DD aralığı 0.2x (3Ç22) -1.3x (1Ç24) ve 2013'ten önce işlem gördüğü F/DD aralığı ise 0.8x-2.0x oldu.

Sınırlı bir yukarı potansiyel için yeterli destek var. Enflasyon ve rezerv görünümündeki oynaklık nedeniyle, emsal bankaların ortalama bir yıllık F/DD çarpanı son beş çeyrekte 1,0x'ın üzerine çıkamadı (mevcut 0.9x). Bize göre faiz indirim döngüsü teması ve banka öz kaynak getirisinin %20-25 aralığından 2026'da %25-30 aralığına (enflasyonun üzerine) çıkacağı beklentisi, bankaların fiyat/defter değeri çarpanının yeniden yakın dönem zirvelerine geri dönmesi için yeterli zemin oluşturmaktadır.

Daha yüksek çarpan genişlemesi için şimdilik alan sınırlı. Bankaların daha yüksek çarpanıdan işlem gördüğü 2010-2013 arası dönem, küresel likidite koşulları, büyüme ivmesi ve AB/ABD ile ilişkiler gibi alanlarda farklı dinamikler içeriyordu. Bu dönemde, Türkiye tahvil ve hisse senedi piyasalarından toplam 33 milyar dolar portföy yatırımı çekti, GSYİH büyümesini yüksek tek haneli seviyelerde, enflasyonunu %10'un altında tuttu, kredi notunu yatırım derecesine doğru iyileştirmeyi ve CDS primini 100-150 baz puan aralığına düşürmeyi başardı. Bu dönemde bankaların öz kaynak getirisi de, TÜFE artışının iki katından fazla olan %20 civarındaydı. Mevcut görünümde bankalar için daha yüksek fiyat hedeflerinin ancak kâr beklentilerinde daha iddialı rakamlarla desteklenmesi halinde gerçekçi olacağını; 2013 öncesi düzeye doğru bir çarpan genişlemesi için enflasyon ve CDS de daha iddialı seviyeler ve kredi notunda istikrarlı artış gibi katalizörlere ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz.

Bankaların Özet Değerlemeleri

	Kapanış	12A hedef fiyat		getiri	Öneri		P. Değeri		F/K			F/K			Özkaynak	G.
	Fiyatı	eski	yeni	(%)	eski	yeni	mn USD	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Albaraka Türk	8.48	8.20	10.50	24%	GG	Nötr	490	1.4	2.8	2.5	0.8	0.7	0.5	64.6%	27.4%	23.5%
Garanti Bank	148.50	180.00	196.00	32%	EÜG	EÜG	14,429	5.0	4.1	3.3	1.2	1.1	0.8	29.0%	29.9%	28.1%
Halkbank	43.30	28.50	30.50	-30%	EAG	EAG	7,197	6.7	5.5	3.6	0.9	1.2	0.9	14.9%	24.6%	28.5%
Isbank	14.67	20.30	21.00	43%	EÜG	EÜG	8,485	5.5	3.0	2.2	0.8	0.7	0.5	16.8%	25.8%	25.9%
TSKB	12.99	18.20	18.70	44%	EÜG	EÜG	841	3.1	2.9	2.5	0.8	0.7	0.5	29.1%	24.9%	23.7%
Vakıfbank	33.78	34.00	36.50	8%	Nötr	Nötr	7,749	3.9	3.3	2.7	0.9	0.9	0.7	26.4%	30.0%	28.0%
Yapi Kredi	37.90	46.50	50.00	32%	EÜG	EÜG	7,406	5.6	3.6	2.9	1.0	0.9	0.7	20.7%	29.7%	28.0%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Öz kaynak getirileri 2026'da enflasyon üzerine çıkabilir

Banka net kârlarının 2025'de araştırma kapsamı için sene başındaki tahminlerimizin %15 (özel bankalarda biraz daha yüksek) altında gelmesini bekliyoruz. TCMB'nin faiz indirimlerinin sene başı öngörümüzün gerisinde kalması yıl geneli için 300 baz puana yakın beklediğimiz net faiz marjı genişlemesini 150 baz puan ile sınırlandıracak diye tahmin ediyoruz. Buna karşılık %30 düzeyinde öngördüğümüz TL kredi artışının %40'ı aşması ve hafif gerileme beklediğimiz komisyon gelirleri / faaliyet giderleri oranının artışını sürdürmesi net kâr performansını destekledi. Yılın sonunda gelen vergi düzenlemesi de net kâr beklentimize yıllık bazda ortalama %5 kadar olumsuz etki yaptı.

2025'de %40'ye yaklaşan büyümenin ardından banka net kârının TCMB faiz indirimleri ile 2026'da %60 ve 2027'de de %30 civarında artacağını tahmin ediyoruz. Bu varsayımlara uygun olarak, sektörün öz sermaye getirisini 2025'te %20-25 2026 ve 2027 yıllarında ise %25-30 aralığında öngörüyoruz. Buna göre bankalar 2017'den sonra ilk kez bu yıl öz kaynak getirisinde enflasyonu geçebilecekler.

Modellerimiz 2026'da bankaların (i) net faiz marjında ek 170 baz puanlık artış (2025'teki 150 baz puanlık genişlemeye ek), (ii) TL kredilerde %34 ve döviz kredilerde %12 büyüme (2025'te %43 ve %18'lik artışlar), (iii) makro ihtiyati tedbirlerde sınırlı gevşeme, (iv) takipteki kredi intikallerinden perakendede yavaşlama KOBİ kredilerinde hafif ivmelenme varsayımı içeriyor. Bu nedenle, (v) net kredi risk maliyetinin yataya yakın bir bantta kalacağını, (vi) TCMB faiz indirimleri nedeniyle (ve hızına bağlı olarak) net komisyonlarda enflasyonun altında büyüme, (vii) enflasyonun gecikmeli etkileri nedeniyle faaliyet giderinde enflasyonun üzerinde artış ve (viii) etkin vergi oranında 2025 son çeyrekteki düzenlemesinin etkisiyle görece kalıcı yükseliş bekliyoruz.

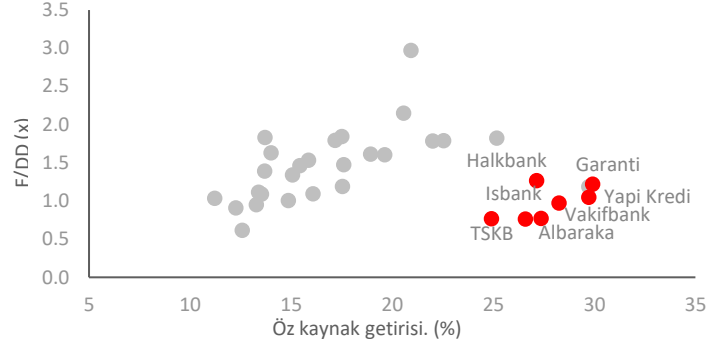
Bankalarda Kâr Revizyonları (milyon TL)

	2025T		2026T		2027T		2023	2024	2025T	2026T	2027T
	eski	Yeni	eski	yeni	eski	yeni					
Albaraka Türk	12,900	13,200	7,000	7,500	8,000	8,500	151%	26%	206%	-43%	13%
Garanti Bank	120,300	110,000	153,500	151,000	197,600	189,000	49%	6%	19%	37%	25%
Halkbank	30,000	26,275	50,000	56,500	77,500	86,500	-31%	49%	74%	115%	53%
Isbank	71,500	60,200	127,500	124,000	170,000	163,000	17%	-37%	32%	106%	31%
TSKB	13,300	11,300	15,200	12,500	18,800	14,800	74%	44%	12%	11%	18%
Vakıfbank	70,000	66,000	106,000	100,500	145,000	126,200	4%	61%	63%	52%	26%
Yapi Kredi	56,500	46,000	90,000	88,000	110,500	110,500	29%	-57%	59%	91%	26%
Coverage	374,500	332,977	549,199	540,001	727,399	698,499	25%	-14%	43%	62%	29%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

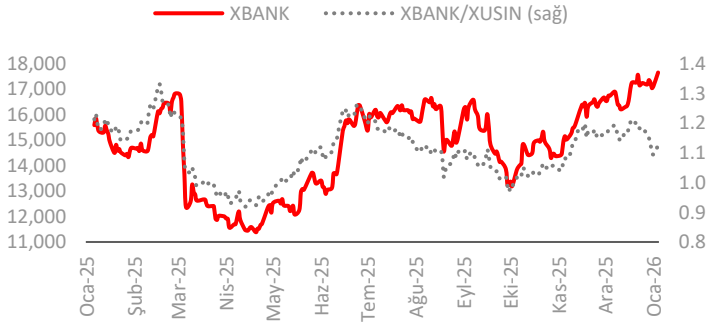
Banka Değerleme Görünümü

Bankalarda öz kaynak getirisi ve F/DD karşılaştırması (2026T)



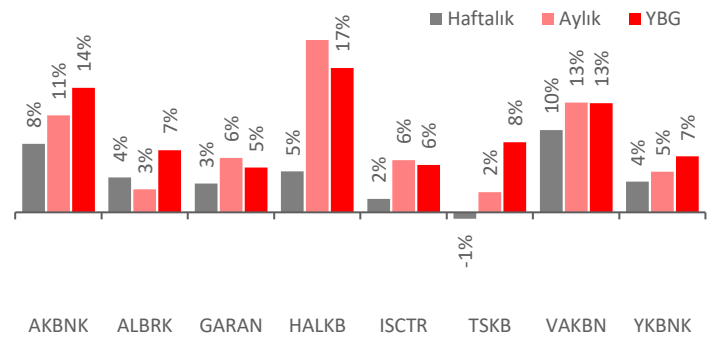
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Banka endeksi / Sanayi endeksi karşılaştırma



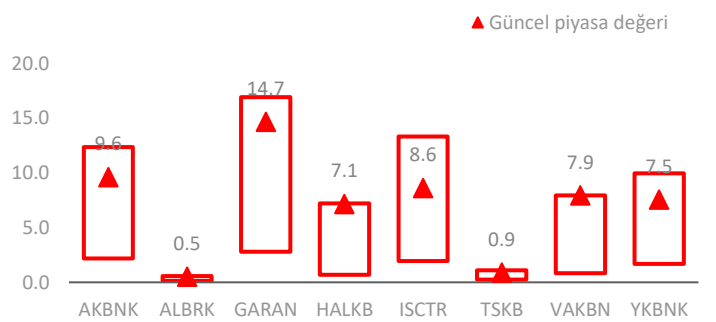
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Banka hisse getirileri (haftalık/ aylık/ YbG)



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

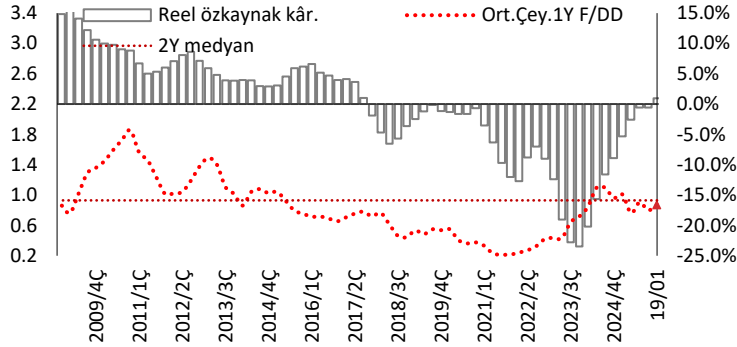
Bankalarda cari PD ve 10 yıllık PD aralığı (milyar dolar)



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

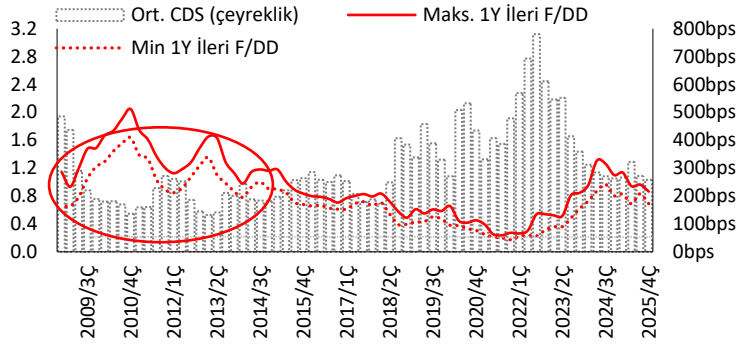
Banka Değerlemelerinde Görünüm

Seçili bankaların dönemsel toplu 1 yıl ileri F/DD ortalaması



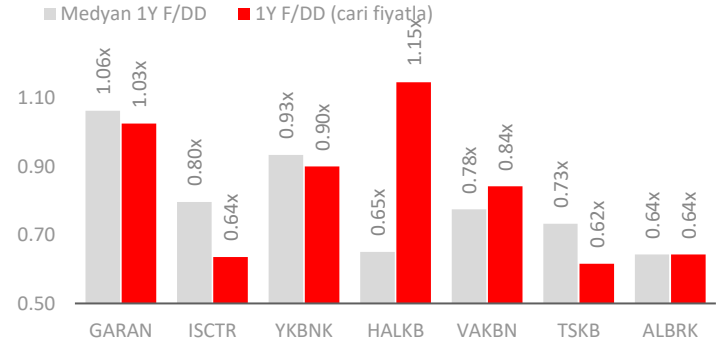
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Seçili bankaların dönemsel toplu 1 yıl ileri F/DD (min./maks.)



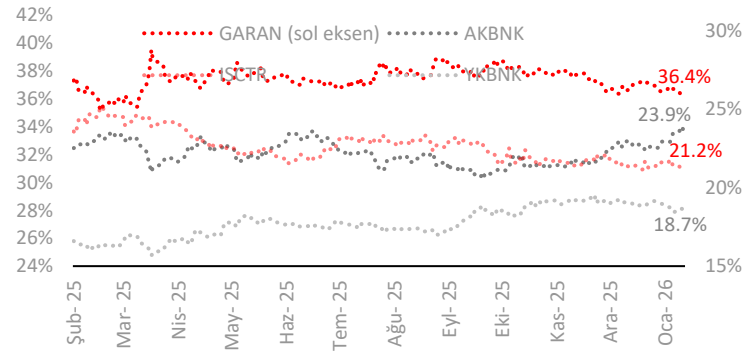
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

1 yıl ileri F/DD ve medyan veri (2yıl medyan F/DD)



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

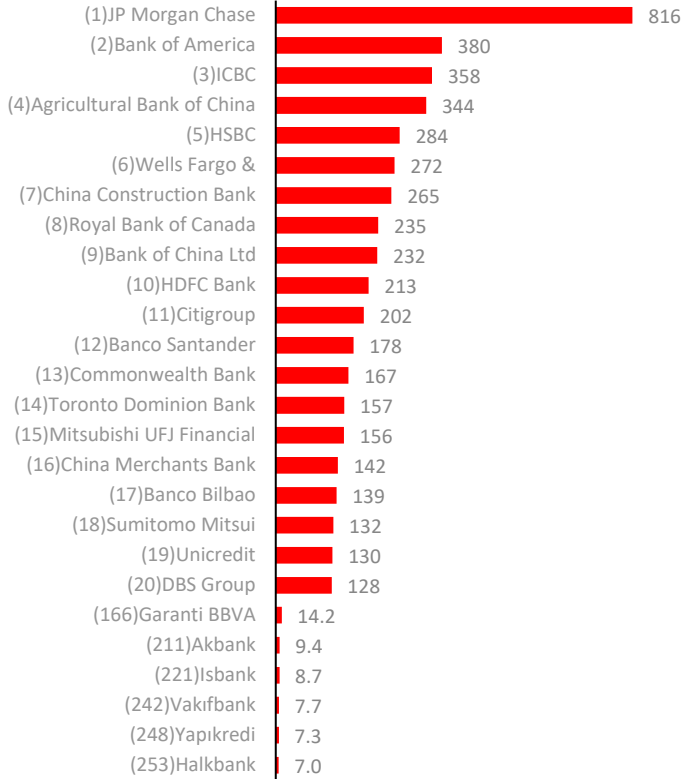
Seçili bankaların piyasa değeri dağılımı (%)



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

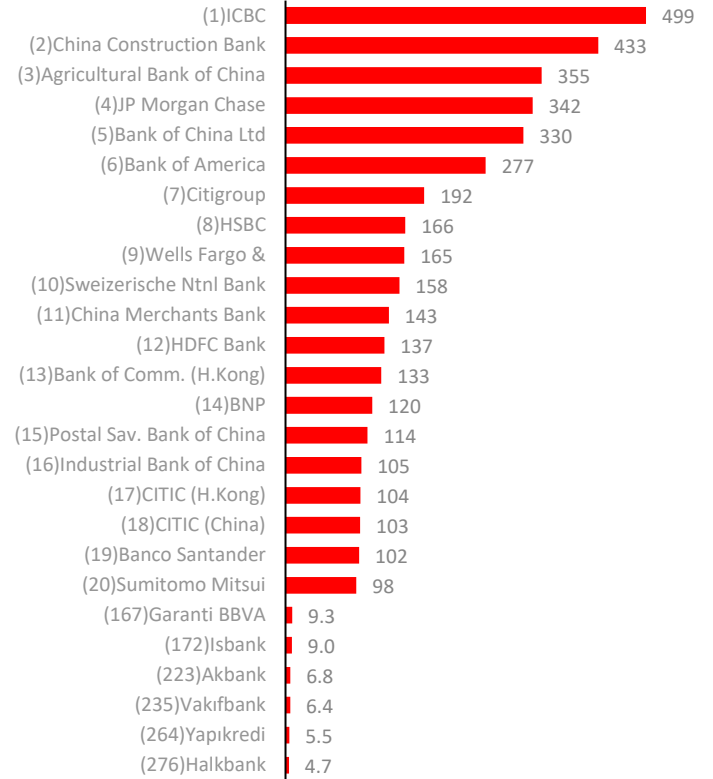
Banka Değerlemelerinde Görünüm

Seçili bankalar piyasa değerleri (milyar dolar)



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Seçili bankalar öz kaynaklar (milyar dolar)



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

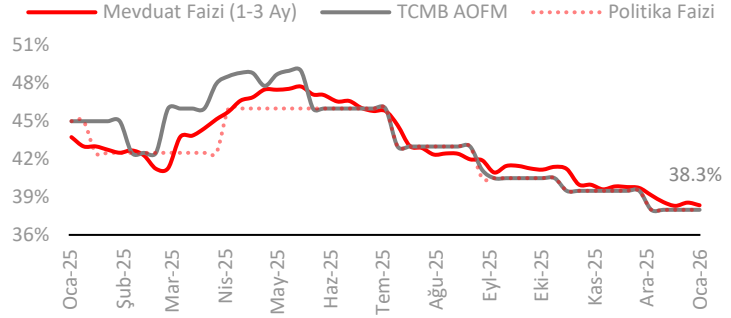
Net faiz marjı iyileşiyor, ancak ılımlı bir hızda

TL mevduat faizleri politika faizinin biraz üzerinde seyrediyor. 2025 yılının başında, bankaların net faiz marjının (NFM) 250-300 baz puan genişlemesini öngörmüştük. Ancak, TCMB'nin ikinci çeyrekte politika faizini artırmak zorunda kalması, NFM gelişimi üzerindeki iyimserliği sınırladı. Yılın ikinci yarısından itibaren TCMB, öncelikle ortalama piyasa fonlama maliyetini politika faizi seviyesine getirdi. Ardından, yılın ikinci yarısında, politika faizini 8 puan düşürdü. İkinci yarı yıl boyunca, ortalama TL mevduat faizi de 8 puan (bileşik olarak 12 puan) azaldı ve bu durum TL kredi faizlerine de yansıdı. TL mevduat faizi ile politika faizi arasındaki makas, Ekim ayında (bankaların TL mevduat oranı hedefleri nedeniyle) açıldı ve yıl sonuna doğru normalleşti.

Makro ihtiyati tedbirlerin sürmesini öngörüyoruz. 2026'da faiz indirimlerinin ölçülü olmasını; güçlü tüketim talebi ve cari açtıktaki genişleme eğilimi nedeniyle makro ihtiyati sıkılaşmanın (yüksek zorunlu karşılık oranları, aylık kredi artışına sınırlama ve bankalara TL mevduatı belirli oranda tutma hedefi) korunmasını bekliyoruz. Buna göre, TL mevduat faizlerinin yıl boyunca politika faizinin 50-100 baz puan üzerinde kalacak şekilde ölçülü gerilemesini bekliyoruz.

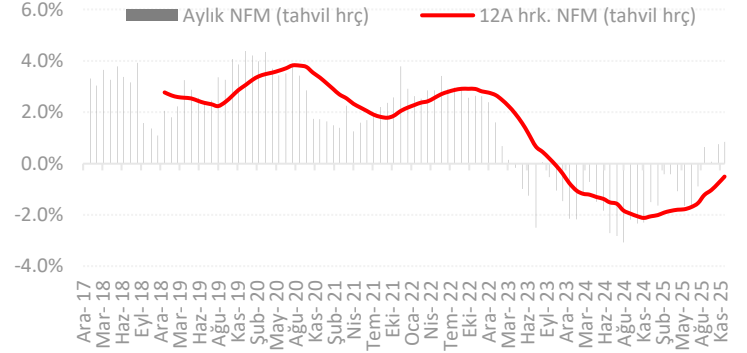
Temkinli politika adımlarıyla makul NFM genişlemesi. Projeksiyonlarımız, NFM genişlemesinin 2025'te 150 baz puan seviyesinde kalacağına işaret ediyor. 2026 yılında ise TCMB'nin Ocak ayında 100 baz puanlık indirimle politika faizini %37'ye düşürmesinin ardından; gelecek üç toplantıda 100'er baz puan, sonraki iki toplantıda 50'er baz puan ve yılın son iki toplantısında 100'er baz puanlık indirimler yaparak yılın kalanında toplam 600 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak modelimiz, 2026 yılında ortalama 170 baz puanlık bir NFM genişlemesi hesaplamaktadır. Elbette bu durum, faiz indirimlerinin büyüklüğüne ve zamanlamasına bağlı olarak değişiklik gösterebilir.

TL mevduat oranları faiz indirim döngüsü ile geriledi



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

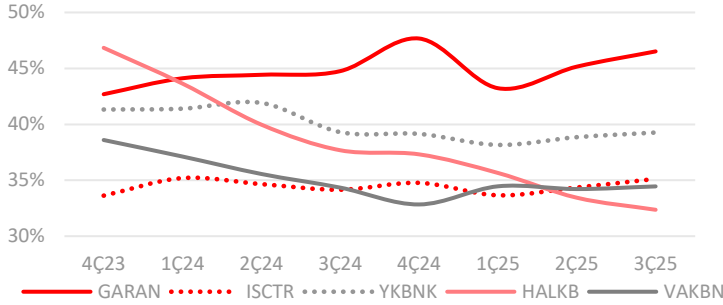
Bankaların NFM'si 2Q25'te artışa geçti



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

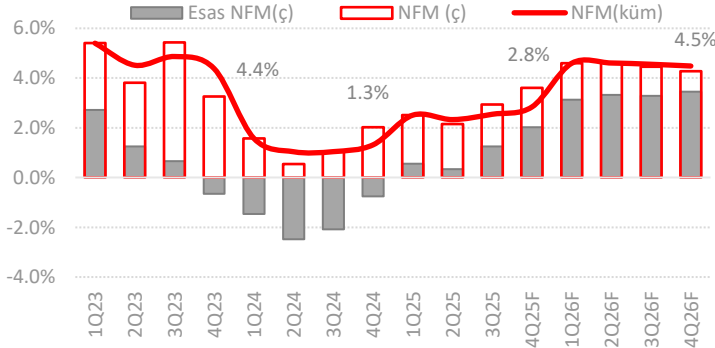
Net faiz marjı iyileşiyor, ancak ılımlı bir hızda

TL kredilerin faiz getirili aktiflere oranı



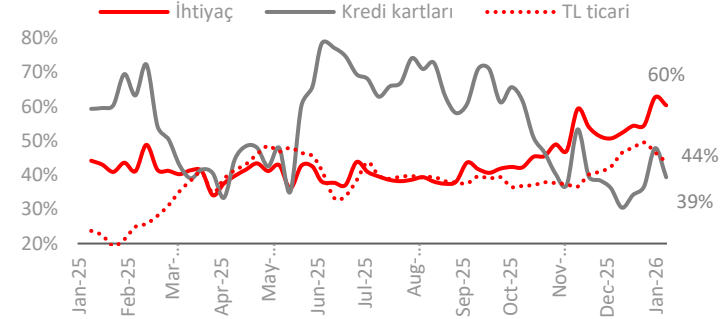
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

NFM 2026'da ılımlı bir artış gösterecek



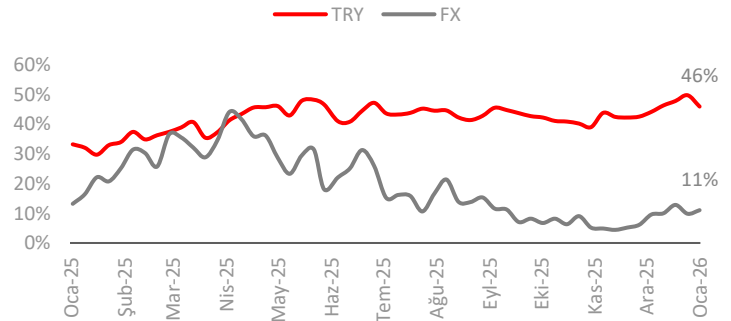
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Seçili kredi gruplarında büyümeler (13h, yıllıklandırılmış)



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

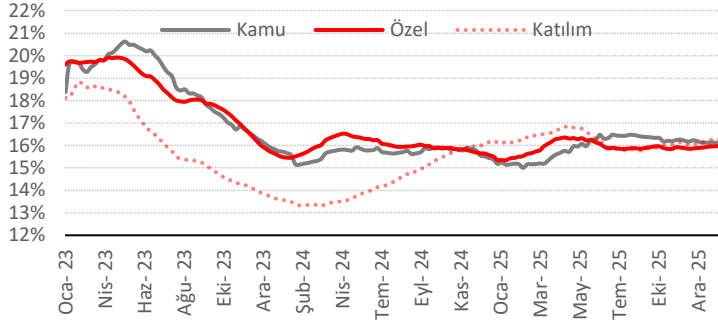
TL ve YP kredilerde büyümeler (13h, yıllıklandırılmış)



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

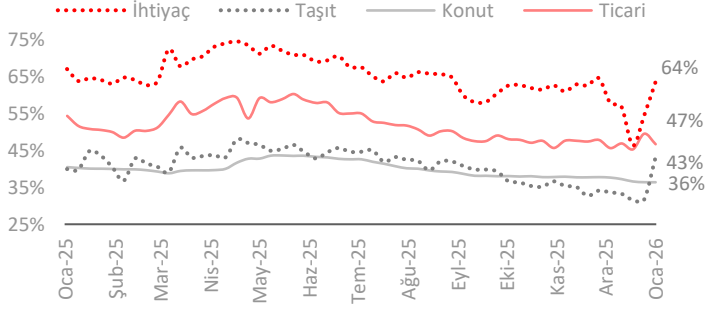
Net faiz marjı iyileşiyor, ancak ılımlı bir hızda

Bankaların TL vadesiz mevduat payı %16 düzeyinde



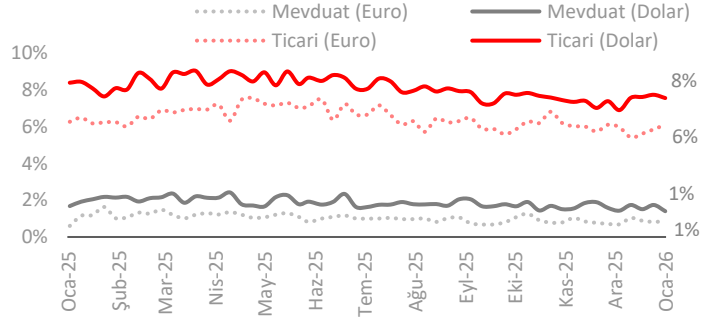
Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

İhtiyaç kredisi faizleri alışveriş sezonu ardından arttı



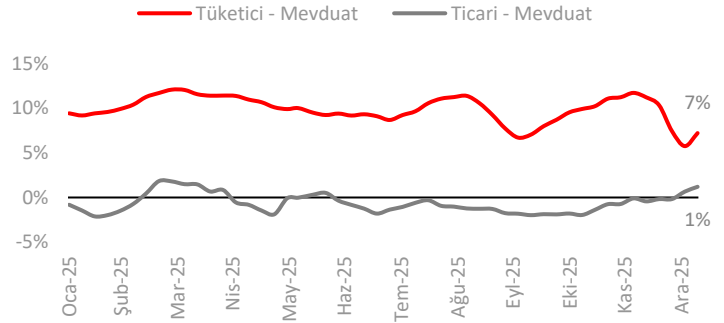
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

YP kredi getiri makası yatay görünüm sergiliyor



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

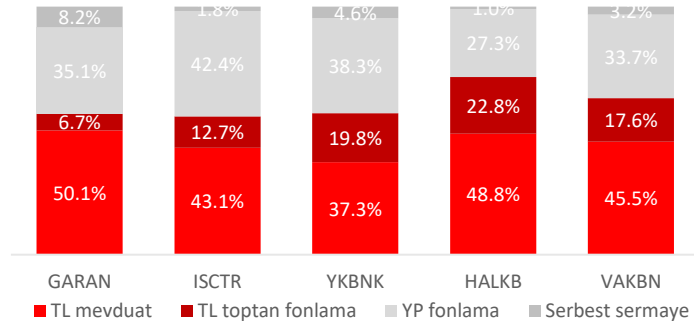
2025 sonunda TL tüketici kredilerinde getiri makası daraldı



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

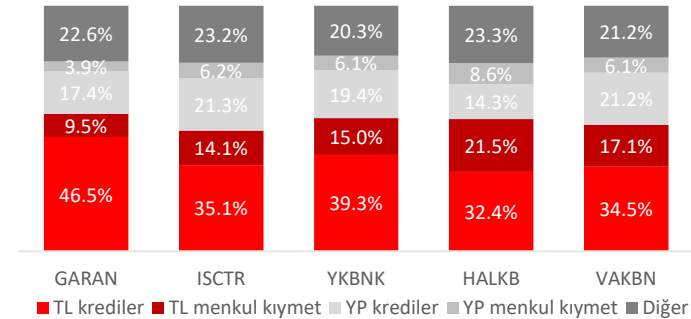
Net faiz marjı iyileşiyor, ancak ılımlı bir hızda

Bankaların fonlama kompozisyonu (2025/9)



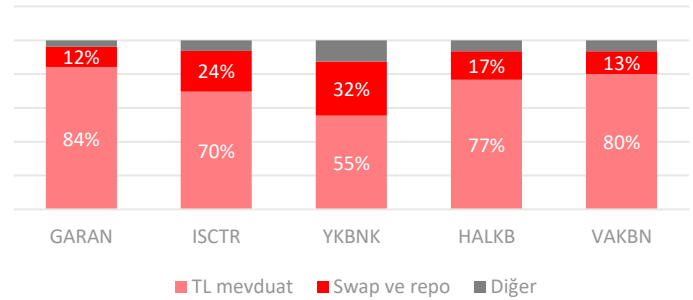
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Bankaların faiz getirili aktifleri (2025/9)



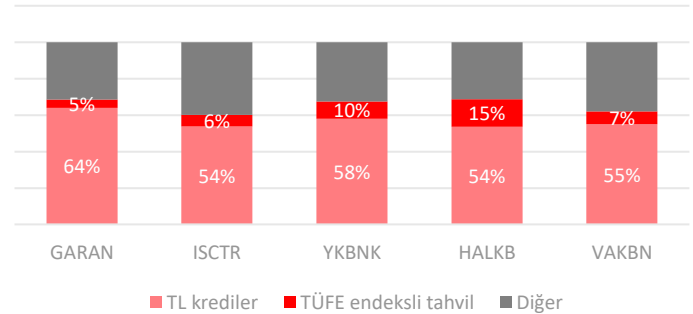
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Faiz giderlerin kaynaklarının kırılımı (2025/9)



Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Faiz gelirlerinin kaynaklarının kırılımı (2025/9)



Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Kredi büyümesi 2025'in bir miktar altında kalabilir.

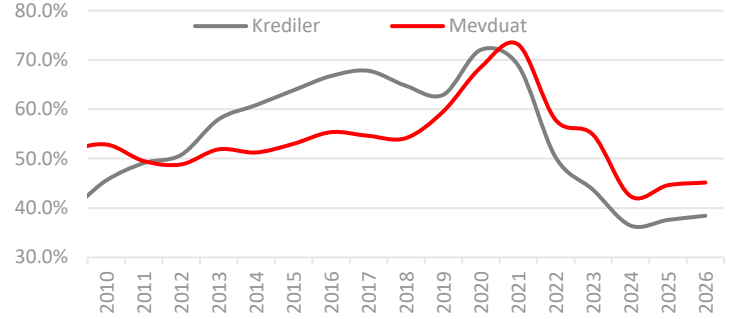
Aylık kredi artış sınırlamalarına rağmen, 2025'te TL kredi büyümesi %43 oldu ve sene başındaki tahminimizin 10 puan üzerine çıktı. 2021 ortası ile 2023 sonu arasında yaklaşık 1/4 oranında daralan YP krediler de 2024'te %30 ve 2025'te %19 büyümeye kaydetti. Güçlü artışta (i) kredi portföylerinin 1/2 - 1/3'ünün sınırlama kapsamı dışında olması, (ii) güçlü tüketim talebinin (sınırlama kapsamı dışındaki kredi kartı ve tüketici kredilerini) desteklemesi, (iii) kamu ve kamu katılım bankalarının rekabeti / pazara girişi (iv) kur istikrarının dövizle borçlanmayı cazip kılması belirleyici oldu. Böylece, 2020-2024 dönemindeki düşüşün ardından, kredilerin ve mevduatın GSYH içindeki payları arttı.

Mevduat tarafında da büyümeler TL'de %38 ve yabancı para mevduatta (altın ve değerli madenlerdeki değerlenmenin etkisiyle) dolar bazında %33 oldu. Buna göre sektörde TL kredi / mevduat oranı bir miktar artarken, yabancı para kredi/mevduat oranı hafif geriledi.

2026 yılında kredi büyümesinin TL tarafında %30'lu seviyelerin alt-orta bandında YP tarafında ise dolar bazında %10'un biraz üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Mevduat artışını da bu paralelde TL'de %30, YP'de (dolar bazında) ise %15 civarında öngörüyoruz. Bankalardaki yabancı para mevduatın yaklaşık %40'ı (86 milyar dolar) altın ve %30'u (avro vd) hesaplarından. Dolayısıyla parite ve altın fiyat değişimleri bu tahminde ciddi dalgalanma yaratabilir.

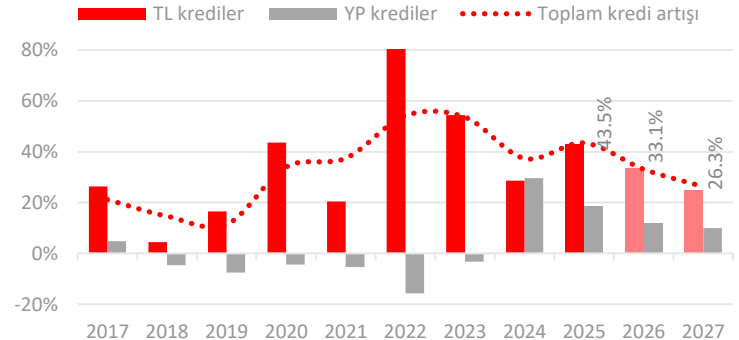
Kamu bankaları 2026'da, nispeten düşük sermaye yeterlilik rasyoları nedeniyle daha düşük bir büyüme stratejisini tercih edebilirler. Büyüme beklentilerinin kompozisyonuna bakarak kredi artışının 2025'te olduğu gibi kredi kartı, ihtiyaç kredisi ve KOBİ segmentlerinde daha güçlü olması beklenebilir.

Kredi ve mevduatın GSYİH içerisindeki payı



Kaynak: BDDK, TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Sınırlamaya rağmen 2025'te kredi artışı güçlü kaldı



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

Kredi risk maliyeti muhtemelen yatay seyredecek, ancak KOBİ segmentinde riskler artabilir

Tahsili gecikmiş alacaklar (TGA), yıllık 300 milyar TL artışla 2025 sonunda 595 milyar TL'ye ve TGA oranı 2024 sonundaki %1,8 seviyesinden %2,5'e yükseldi. Yıl içinde kabaca 75 milyar TL'lik TGA satışı eklendiğinde, TGA'ya intikal eden net tutarı 376 milyar TL olarak (2024'teki 143 milyar TL) hesaplıyoruz.

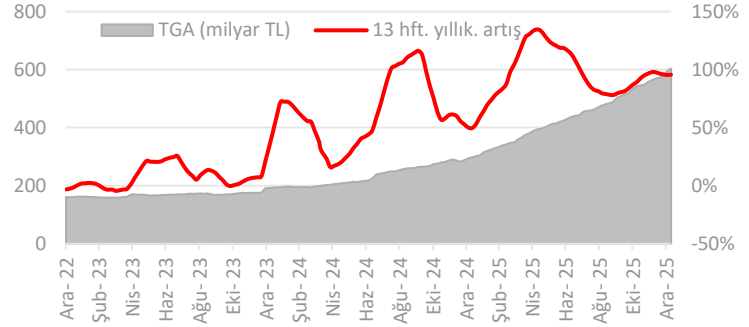
2026'da, TGA oluşumunda bu oranda bir sıçrama öngörmüyoruz. Yine de, TGA'ya intikallerin 2025'ten daha yüksek seviyede, yaklaşık 465 milyar TL olacağını tahmin ediyoruz. Böylece (yaklaşık 70 milyar TL'lik satış varsayımıyla), 2026 sonunda TGA hacmini 1 trilyon TL ve TGA oranını ise %3,1 olarak tahmin ediyoruz. (2027 sonu: 1,4 trilyon TL TGA ve %3,6 TGA oranı).

TGA oluşumu 2026 başı itibarıyla yeniden hız kazandı. BDDK verilerine göre, TGA oluşum hızı 2025 ortasında zirveye ulaştı ve özellikle Temmuz'daki kredi kartı / bireysel kredi yapılandırma düzenlemesi ile 2025'in ikinci yarısında bir miktar yavaşladı. Ancak, 2025'teki toplam TGA oluşumunun yaklaşık üçte birini oluşturan KOBİ segmnetindeki TGA artışında 2025 sonunda hızlanma görüldü.

Ticari segmentler arasında imalat sektöründeki TGA artışı, ortalama büyümenin üzerindiydi. Tarihsel olarak toplam TGA'da büyük paya sahip olan inşaatda TGA artışı nispeten sınırlı kaldı.

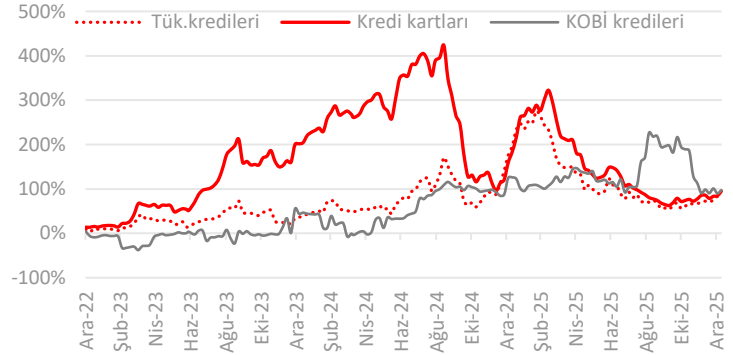
Kredi risk maliyeti muhtemelen yatay kalacak. Benzer özel bankalar için ortalama net kredi risk maliyeti, 2024'te 100 baz puanken, 2025'te 200 baz puanın biraz üzerine çıktı. Bankalar, 2026 yılına ilişkin öngörülerinde şimdilik kredi riski için büyük bir sıçrama görmüyorlar. Bu doğrultuda, özel bankalar için kredi risk maliyeti öngörümüz 200 baz puan civarındadır. Ancak faiz indirim döngüsünün hızına ve kredi koşullarına bağlı olarak bu projeksiyonda yukarı yönlü risk söz konusu olabilir.

TGA hacmi ve 13 haftalık yıllıklandırılmış artış



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

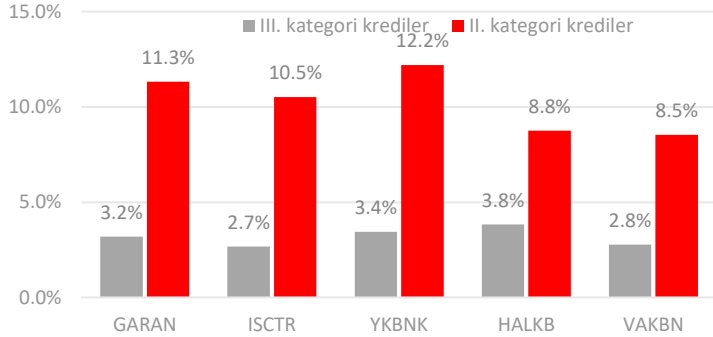
Seçili alt gruplarda 13 haftalık, yıllıklandırılmış TGA artışı



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

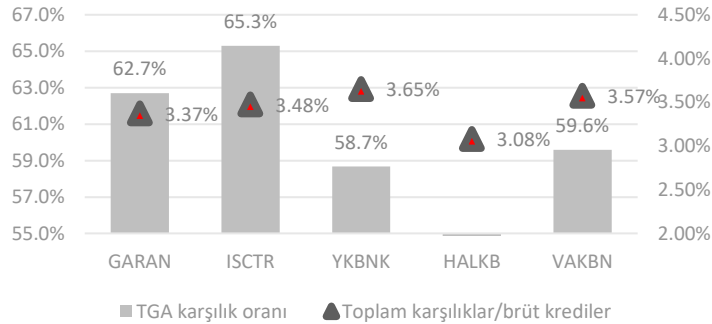
Kredi risk maliyeti muhtemelen yatay seyredecek, ancak KOBİ segmentinde riskler artabilir

Bankalarda II. ve III. aşama kredilerin oranı (2025/9)



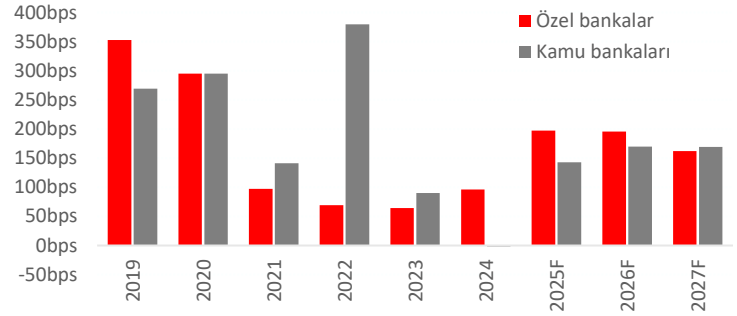
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Bankalarda TGA ve tüm kredilere için karşılık oranı (2025/9)



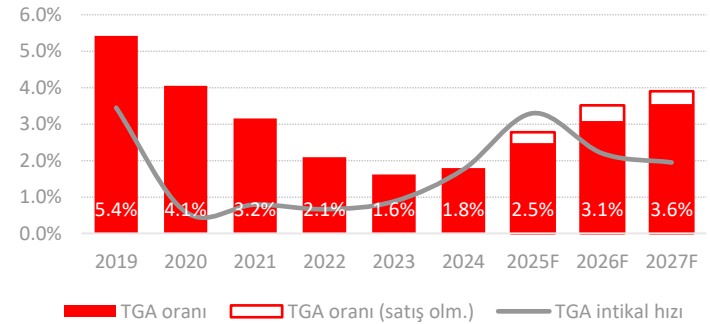
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Yıllar itibarıyla kredi risk maliyetinin gelişimi



Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Bankacılık sisteminde TGA görünümü

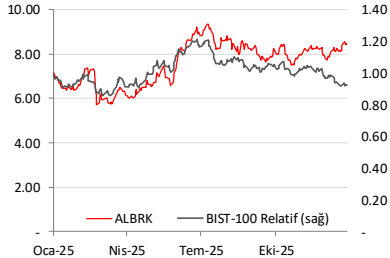


Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Albaraka Türk

Bloomberg Kodu	ALBRK TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	10.50
Güncel Fiyat, TL	8.48
Getiri Potansiyeli	24%
Halka Açıklık Oranı	38%
Piyasa Değeri, mn TL	21,200

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	11,751	15,578	19,051	25,178
Net Kâr, mn TL	4,310	13,200	7,500	8,500
Özkaynak, mn TL	18,429	24,377	31,877	40,377
Toplam Aktif, mn TL	310,548	451,409	573,462	696,011
Ort. Aktif Karlılığı	1.6%	3.5%	1.5%	1.3%
Ort. Özk. Karlılığı	27.1%	61.7%	26.7%	23.5%
Temettü Verimi	-	2.0%	3.1%	2.5%
Düz. NFK, y/y	-12.4%	32.6%	22.3%	32.2%
Net Kâr, y/y	25.7%	206.2%	-43.2%	13.3%
Özkaynak, y/y	37.7%	32.3%	30.8%	26.7%
Toplam Aktif, y/y	33.8%	45.4%	27.0%	21.4%
Ort. FKA, y/y	45.7%	39.1%	32.6%	24.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	3.1	1.6	2.8	2.5
F/DD	0.7	0.9	0.7	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.2%	7.5%	14.6%	7.9%
BIST-100 Relatif	-10.1%	-11.8%	-9.9%	-5.5%
AÖİH, mn TL	163	140	143	191



Yeni dönem, rekabete daha fazla odaklanmayı gerektirebilir. Albaraka Türk konut projeleri, alışveriş merkezleri, otel ve ofis binalarından sağladığı değerlendirme ve satış gelirleri sayesinde, yüksek enflasyon döneminde güçlü kârlar sağladı. Şirketin 2025 yılı net kârının, çözülen serbest karşılık etkisi hariç 6,2 milyar TL (çözülen karşılıkla 13,2 milyar TL) ulaşmasını bekliyoruz. Ancak önümüzdeki çeyrekler Albaraka Türk'ün artık daha çok esas finansman işine odaklanacağı ve bu kuldarda özellikle sektörde görece yeni olan kamu katılım bankaları ile rekabet ettiği bir dönem olacak. Bu durum hem kredilerin randımanı hem de işletme maliyetleri üzerinde baskı oluşturabilir.

Katılım bankalarında olası halka arzlar olumlu etki sağlayabilir. Albaraka Türk, BIST-100 katılım endeksinde yer alan nadir finans şirketlerinden biridir (2024 ortasında BIST-30 katılım endeksinden çıktı). Halka açık hisselerdeki yerli/yabancı kurumsal pay sahipliği oranı 2024 sonundaki %67'den %57'ye düşmüştür. Önümüzdeki çeyreklerde kamu katılım bankalarının halka arz planları bulunmaktadır. Bu yöndeki adımların hisse fiyatı açısından olumlu etkisi olabilir. Diğer taraftan hissenin serbest dolaşımdaki piyasa değeri (200 milyon dolar) ve günlük işlem hacmi (ort. 4 milyon dolar) görece düşüktür.

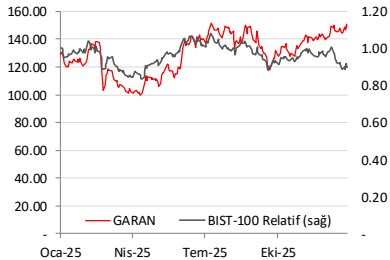
Orta ve uzun vadede öz sermaye karlılığının, mevduat bankalarının altında kalmasını bekleriz. 2025'te Albaraka Türk'ün varlık değerlemesinden yaklaşık 10 milyar TL ve otel binası satışından 1 milyar TL gelir elde etmesini, 4Ç25'te 1,25 milyar TL'lik ek karşılık nedeniyle, yılın genelinde çözülen serbest karşılığın 6,0 milyar TL olmasını, ve böylece 13,2 milyar TL net kâr açıklanmasını bekliyoruz. Dolayısıyla şirketin serbest karşılık ve otel satışı harici öz kaynak getirisi %26 ile %25 olan ortalama banka öz sermaye karlılığının üzerindedir. 2026'da ise 9,2 milyar TL varlık değerlemesi ve 7,5 milyar TL net kâr ile kâr artışının %25 ve öz kaynak getirisinin %28 olmasını bekliyoruz. Orta vadede, varlık yeniden değerlendirme etkisi azaldıkça ve rekabet yoğunlaştıkça, Albaraka Türk'ün öz kaynak getirisi banka ortalamasının altında kalabilir. Albaraka Türk'ün 2026 yılında yıllık bazda yaklaşık 80 baz puanlık nispeten daha mütevazı bir net faiz marjı genişlemesini bekleriz. Çünkü yüksek getirili perakende krediler portföyde %10 paya sahipken, oran mevduat bankalarında ortalama 1/3'tür.

Mevcut Fiyat/Defter Değeri (F/DD) oranı, medyan F/DD oranıyla aynı seviyede. Albaraka Türk için fiyat hedefimizin ima ettiği F/DD 0.8x ile son on yılın zirve F/DD'sine yakındır. Ayrıca, cari 1 yıllık F/DD 0,6x ile son iki yılın medyan değerine paraleldir.

Garanti BBVA

Bloomberg Kodu	GARAN TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	196.00
Güncel Fiyat, TL	148.50
Getiri Potansiyeli	32%
Halka Açıklık Oranı	14%
Piyasa Değeri, mn TL	623,700

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	107,054	158,941	239,822	289,877
Net Kâr, mn TL	92,175	110,000	151,000	189,000
Özkaynak, mn TL	329,926	439,390	584,361	758,467
Toplam Aktif, mn TL	2,607,672	3,738,118	4,868,953	5,993,491
Ort. Aktif Karlılığı	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%
Ort. Özk. Karlılığı	32.1%	28.6%	29.5%	28.1%
Temettü Verimi	3.2%	3.0%	3.1%	4.8%
Düz. NFK, y/y	4.3%	48.5%	50.9%	20.9%
Net Kâr, y/y	5.5%	19.3%	37.3%	25.2%
Özkaynak, y/y	34.8%	33.2%	33.0%	29.8%
Toplam Aktif, y/y	35.1%	43.4%	30.3%	23.1%
Ort. FKA, y/y	48.2%	38.8%	31.1%	27.5%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	4.5	5.7	4.1	3.3
F/DD	1.3	1.4	1.1	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.1%	17.9%	11.7%	3.5%
BIST-100 Relatif	-9.2%	-3.2%	-12.1%	-9.3%
AÖİH, mn TL	4,733	4,768	3,927	5,580



Pandemi sonrası dönemde pozitif ayrıştı. Garanti BBVA, pandemi sonrasında en olumlu ayrıışan banka oldu. Bankanın öz kaynaklarında son beş yılda yıllık ortalama %50 büyüme (rakiplerde bu artış ortalama %38) hesaplıyoruz. Buna bağlı olarak, hisse 2023 ve 2024 yıllarında en iyi getiri sağlayan banka oldu ve 2025 yılında da sektör endeksini makul bir farkla geçti. 2026 başından bu yana hisse getirisinin görece geride kalmasını faiz indirim döngüsünün net faiz marjına katkısının daha ılımlı olacağı beklentisinden kaynaklandığını düşünüyoruz. Garanti sektörde en yüksek serbest sermayeye, görece yüksek TL kredi (ve daha düşük DİBS) payına sahip, mevduat toplam fonlamada daha ağırlıklı yer tutuyor. Dolayısıyla, faiz indirimlerinin net faiz marjına katkısının, yüksek dış kaynak ve daha kısa vadeli finansman kullanan bankalara göre sınırlı olmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, Garanti ile rakipleri arasındaki öz kaynak getiri farkı 2026'da daralabilir..

Ancak, faiz indirim döngüsü gecikirse Garanti yatırımcıların favorisi olmaya devam eder. Faiz indirim döngüsü herhangi bir nedenle uzarsa ve/veya TCMB, döviz volatilitesi endişeleri veya hane halkı tüketimindeki ani canlanma nedeniyle temkinli adımlar atarsa, Garanti güvenli liman olarak daha olumlu ayrışacaktır. Ek olarak, Garanti'nin serbest sermaye tabanı, makro ihtiyati tedbirlerin gevşetilmesiyle daha güçlü bir aktif büyümesi için alan sağlayabilir.

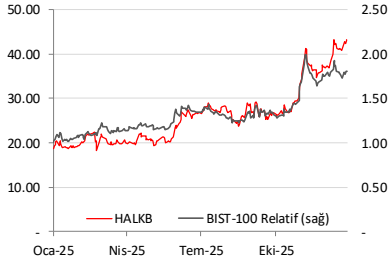
2026 için daha temkinli bir kâr öngörüsüne sahibiz. Araştırma kapsamımızdaki benzer bankalar için 2026'da ortalama 160 baz puan net faiz marjı öngörürken, Garanti için 90 baz puan genişleme öngörüyoruz. Yakın dönemde, Garanti kredi artışında da belirgin ayrışmasını beklemiyoruz. Bu arada Garanti, 2023 sonundan bu yana çalışan sayısı bakımından en hızlı büyüyen banka oldu ve 2025'in ilk 9 ayında personel giderlerinde yıllık %55 artış gördü. (benzer bankaların 10 puan üzerinde). Faaliyet gideri artışının 4Ç25 ve 2026'da da ortalamanın üzerinde kalmasını bekliyoruz. Öte yandan, faiz oranlarındaki düşüş, bankanın en büyük üye işyeri komisyon ağlarından birine sahip olması nedeniyle, ücret ve komisyon performansı üzerinde daha büyük bir etki yaratabilir. Nitekim Garanti, 2025'in ilk 9 ayında %96 olan komisyon gelirleri/faaliyet giderleri oranına ilişkin 2026 ön beklentisini %90'ın altı şeklinde ihtiyatlı şekilde paylaşmaktadır.

Medyan F/DD oranının biraz altında işlem görüyor. Mevcut fiyatıyla hissenin 1 yıl ileri dönük F/DD oranı 1,0x olup, son iki yıldaki 1 yıllık ileri dönük medyan F/DD oranına göre %6 iskontoludur. Bu arada, 12 aylık hedef fiyatımız 1,35x'lik bir yıl ileri dönük F/DD'ye işaret etmektedir ki bu da son on yıldaki 1 yıl ileri dönük F/DD seviyesine göre %5 iskontoludur.

Halkbank

Bloomberg Kodu	HALKB TI
Tavsiye	Endeks Alt. Getiri
Hedef Fiyat, TL	30.50
Güncel Fiyat, TL	43.30
Getiri Potansiyeli	-30%
Halka Açıklık Oranı	9%
Piyasa Değeri, mn TL	311,101

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	16,314	79,145	162,241	213,557
Net Kâr, mn TL	15,105	26,275	56,500	86,500
Özkaynak, mn TL	152,565	204,018	260,519	347,019
Toplam Aktif, mn TL	3,008,250	4,316,217	5,319,115	6,568,277
Ort. Aktif Karlılığı	0.6%	0.7%	1.2%	1.5%
Ort. Özk. Karlılığı	10.8%	14.7%	24.3%	28.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Düz. NFK, y/y	-35.2%	385.1%	105.0%	31.6%
Net Kâr, y/y	49.4%	73.9%	115.0%	53.1%
Özkaynak, y/y	18.8%	33.7%	27.7%	33.2%
Toplam Aktif, y/y	37.0%	43.5%	23.2%	23.5%
Ort. FKA, y/y	39.0%	35.7%	30.6%	23.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	7.5	11.8	5.5	3.6
F/DD	0.7	1.5	1.2	0.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	19.8%	63.9%	130.2%	17.7%
BIST-100 Relatif	5.5%	34.6%	81.0%	3.2%
AÖİH, mn TL	2,701	2,485	1,558	2,800



2026 yılı, kâr artışı rakiplerin gerisinde kalabilir. Halkbank 2025'te kredi karşılık oranlarını bir miktar düşürdü, TÜFE tahvil değerlendirme metodolojisini (vadesinde ana para ve nema ödemeli özel tertip TÜFE tahvillerden de gelir yazacak şekilde) değiştirdi ve iştirak gelirlerinde öz kaynak metoduna geçerek gelirlerini artırdı. 2026'da benzer kaydi değişiklikleri yapma imkanı azalacağından bankanın kâr artışının rakiplere kıyasla daha mütevazı kalacağını düşünüyoruz. Ancak TL ağırlıklı bilanço ve kısa vadeli fonlama yapısı faiz indirimlerinin hızlı yapıldığı bir senaryoda bankaya avantaj sağlar.

Kredi büyümesi rakiplerinden daha ılımlı seyredebilir. Ayrıca banka düşük sermaye oranları nedeniyle aktif büyümesinde daha ılımlı davranabilir. Halkbank'ın (BDDK'nın sağladığı yasal kolaylık dahilinde) konsolide bazda çekirdek sermaye rasyosu %9,97 ve SYR'si %14,93 ile yasal sınırların (%8,08 ve %11,58) üzerinde ancak rakiplerin gerisinde bulunuyor. Banka 2025/9'da da rakiplere göre düşük %13 TL kredi artışı sağladı. Böylece, aktifler içinde TL kredi payı, 2024 sonundaki %37 seviyesinden %32'ye (rakiplerinin ortalaması %38) geriledi. Halkbank için 2026'da da muhafazakâr kredi artışı öngörüyoruz. Ayrıca, kredilerin neredeyse yarısı KOBİ, sadece %12'si bireysel kredi olduğundan, aktif kalitesi sorunun bireyselden KOBİye kayması bankanın kredi risk maliyetini olumsuz etkileyebilir.

TÜFE tahvil muhasebesi ve düşen karşılık oranları kârı destekledi ancak vergi kârı geriletti. Rakiplerin TÜFE tahvil geliri 2025'te %10-15 daralırken, Halkbank'ın TÜFE gelirinde muhasebe değişikliği ile %20'den fazla artış bekliyoruz. Banka, takipteki kredi karşılık oranını 10 puandan fazla, İkinci Grup karşılık oranını ise yaklaşık 7 puan düşürerek de net kârını destekledi. Son olarak iştiraklerin gelir muhasebesinde öz kaynak yöntemine geçiş belirgin gelir artışı sağladı: Ancak, Aralık ayındaki düzenlemeyle ek vergi yükü doğması banka kârının 4Ç25'te düşmesine neden olacaktır.

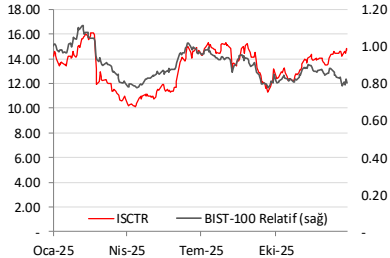
Kısa vadeli fonlama, faiz indirimleri sırasında yardımcı olabilir. Swap ve repo fonlaması, Halkbank'ın fonlamasında diğer bankalara göre daha yüksek bir paya sahip. Bu durum, özellikle TCMB'nin daha büyük faiz indirim adımlarını tercih etmesi halinde keskin bir net faiz marjı toparlanması sağlayabilir. Yine de Halkbank'ın öz kaynak karlılığının 2025'te %15, 2026'da %25 ile rakiplerin gerisinde kalacağını öngörüyoruz.

Halkbank hissesi, 2025'te jeopolitik gelişmelerden en çok yararlananlar arasındaydı. Hisse 2025'te %127 ve 2026 başından bugüne %11,0 getiri sağladı (BIST-100 endeks getirileri: %14,6 ve %12,5). Cari 1 yıl ileri dönük F/DD oranı 1,04x ile son on yılın zirvesinde bulunuyor ve son iki yılın medyan F/DD'sine göre %64 prim taşıyor.

İş Bankası

Bloomberg Kodu	ISCTR TL
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	21.00
Güncel Fiyat, TL	14.67
Getiri Potansiyeli	43%
Halka Açıklık Oranı	31%
Piyasa Değeri, mn TL	366,750

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	25,589	74,252	172,752	232,120
Net Kâr, mn TL	45,517	60,200	124,000	163,000
Özkaynak, mn TL	318,337	405,766	556,261	702,887
Toplam Aktif, mn TL	3,323,772	4,494,985	5,857,223	7,300,806
Ort. Aktif Karlılığı	1.6%	1.5%	2.4%	2.5%
Ort. Özk. Karlılığı	15.5%	16.6%	25.8%	25.9%
Temettü Verimi	2.2%	1.2%	1.6%	4.2%
Düz. NFK, y/y	-67.7%	190.2%	132.7%	34.4%
Net Kâr, y/y	-37.0%	32.3%	106.0%	31.5%
Özkaynak, y/y	18.9%	27.5%	37.1%	26.4%
Toplam Aktif, y/y	35.5%	35.2%	30.3%	24.6%
Ort. FKA, y/y	53.2%	35.5%	29.9%	28.2%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	7.1	6.1	3.0	2.2
F/DD	1.0	0.9	0.7	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	4.3%	21.6%	0.4%	4.1%
BIST-100 Relatif	-8.2%	-0.1%	-21.1%	-8.8%
AÖİH, mn TL	8,896	8,228	6,554	9,805



Cam sektöründeki zayıflık, hisse senedi fiyatını baskılayabilir. İş Bankası, iştirakleri holding çatısı altında toplama planının sonuçsuz kalması ve iştiraki Şişecam'ın sektöründeki döngüsel zayıflık nedeniyle, son iki yılda en kötü performansı gösteren banka hissesi oldu. Olumlu yönden bakıldığında, swap ve repo ağırlıklı fonlama yapısı, faiz indirimi döngüsü sırasında net faiz marjı artışında avantaj sağlayabilir. Bununla birlikte, KOBİ kredi ağırlığı karşılık baskısı getirebilir. Ayrıca Şişecam'ın performansına bağlı olarak risk iştahı düşük seyredebilir.

Risk iştahı, net faiz marjının toparlanmasıyla artabilir. Net faiz gelirinde ve komisyon gelirlerinde güçlü artışlara rağmen son çeyreğe yığılan faaliyet giderleri nedeniyle İş Bankasının 4Ç25 net kâr artışının sınırlı kalmasını ve bankanın 2025 yılını %17 öz kaynak getirisi (iştirak değer artışından arındırılmış maddi öz kaynak getirisi: %20) ile tamamlamasını bekliyoruz. Ayrıca vergi düzenlemesi ve 200 baz puanının üzerinde seyreden kredi risk maliyeti de kârlılığı baskıladı. Buna karşılık bankanın net faiz marjında rakiplerinden daha güçlü çeyreklik genişlemenin devam etmesiyle 2026 ve 2027 yıllarında öz sermaye getirisinin %26 civarında istikrar sağlayacağını düşünüyoruz (maddi öz sermaye getirisi %30'a yakın)

Faaliyet giderleri yukarı yönlü bir risk oluşturabilir. Emeklilik süreçlerinin hızlanması ve yeni işe alımlarla bankanın maliyet etkinliğine odaklanması, 2025/9'da yıllık faaliyet giderlerinin yıllık sadece %24 artmasına olanak sağladı. Son çeyrekte bir miktar hızlanmaya rağmen 2025'te yıllık artışın %32 olacağını öngörüyoruz (ortalama enflasyon %35). Ancak, 2026'dan itibaren faaliyet gideri artışı enflasyonun üzerinde gerçekleşip diğer bankalara yaklaşabilir.

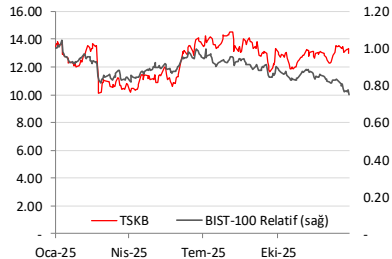
Karşılık ayırma politikasında muhafazakar yaklaşım olumlu. Sektöre göre, İş Bankasının 2025/9'da net sorunlu kredi intikal oranı düşüktü. Banka %2,9'luk sorunlu kredi oranıyla en düşük rasyoya sahip oldu. Sorunlu kredi oranının görece düşük kalması, teminatsız kredilerin (kredi kartı ve tüketici kredileri) toplam içinde rakiplere göre daha az pay almasından olumlu etkilenmektedir. Ayrıca İş Bankası hem II. aşama hem de III. aşama riskli krediler için oransal olarak yüksek teminatlara sahiptir. Bankanın kredi risk maliyeti 2025/9'da 209 baz puanı oldu. Bu oranın 2025, 2026 ve 2027 için sırasıyla 218 baz puanı/200 baz puanı/175 baz puanı ile emsallerin üzerinde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

İş Bankası ortalama Fiyat/Defter Değeri oranına göre iskonto ile işlem görüyor. Hissenin mevcut 1 yıllık F/DD oranı 0,6x olup, son iki yılın medyan F/DD oranı olan 0,8x'e göre %24'lük iskonto taşımaktadır. Ayrıca, 12 aylık hedef fiyatımızın imaj ettiği 1 yıllık F/DD oranı 0,9x olup, bu da son on yıldaki en yüksek F/DD oranının %24 altındadır.

TSKB

Bloomberg Kodu	TSKB TL
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	18.70
Güncel Fiyat, TL	12.99
Getiri Potansiyeli	44%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	36,372

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	13,030	15,819	18,736	23,308
Net Kâr, mn TL	10,135	11,300	12,500	14,800
Özkaynak, mn TL	32,479	44,721	55,920	68,870
Toplam Aktif, mn TL	231,260	316,695	392,835	493,917
Ort. Aktif Karlılığı	5.0%	4.1%	3.5%	3.3%
Ort. Özk. Karlılığı	37.6%	29.3%	24.8%	23.7%
Temettü Verimi	-	-	3.1%	4.3%
Düz. NFK, y/y	9.2%	21.4%	18.4%	24.4%
Net Kâr, y/y	43.9%	11.5%	10.6%	18.4%
Özkaynak, y/y	51.7%	37.7%	25.0%	23.2%
Toplam Aktif, y/y	30.7%	36.9%	24.0%	25.7%
Ort. FKA, y/y	43.4%	35.0%	27.3%	26.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	3.0	3.2	2.9	2.5
F/DD	0.9	0.8	0.7	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.3%	6.7%	-5.0%	5.2%
BIST-100 Relatif	-11.7%	-12.4%	-25.3%	-7.8%
AÖİH, mn TL	395	374	339	478



Diğer bankaların aksine TSKB, 2026'da öz sermaye kârlılığında bir gerileme görebilir. TSKB, faiz indirim döngüsünün ana faydalanıcılarından biri değildir ve muhtemelen 2026'da 2025'e kıyasla daha düşük bir öz kaynak kârlılığı açıklayacaktır. Ayrıca, 2026 yılı için tüketim odaklı büyüme beklentileri, proje finansmanı kredilerinde kayda değer bir büyümeyi desteklememektedir. Son üç yılda özel mevduat bankalarının ortalama öz kaynak kârlılığı rakamını aşan TSKB'nin öz kaynak kârlılığının, 2026 yılında kapsamımızdaki bankaların altında kalacağını öngörüyoruz.

2026 yılı büyüme beklentileri, proje finansmanı kredileri için agresif bir destek sunmayabilir. TSKB, döviz ağırlıklı bir bilanço ve uzun vadeli fonlama yapısına sahiptir. Ek olarak, kredi portföyünün üçte biri elektrik üretimi ve enerji dağıtım sektörlerine verilen kredilerden oluşmaktadır. Banka, düşük karbonlu ekonomiye geçiş, iklim değişikliğine uyum ve deprem bölgelerinin yeniden inşasını stratejik büyüme alanları olarak görmektedir. Ancak, 2026 beklentileri proje finansmanı kredilerinde yeterli büyüme fırsatı sağlamayabilir.

2026'da 2025'e göre daha düşük bir net faiz marjı ve daha yüksek bir kredi risk maliyeti öngörüyoruz. Kapsamımızdaki diğer bankalar için beklediğimiz net faiz marjı genişlemesi öngörüsünün aksine, TSKB'nin YP kredi marjının neredeyse sabit kalmasına rağmen TL kredi faizleri ve devlet tahvili getirileri üzerindeki baskı nedeniyle NFM tarafında bir gerileme bekliyoruz. Ayrıca TSKB'nin, Aşama-II ve Aşama-III kredi kategorilerine önemli bir akış olması ve 4Ç25'te yüksek miktarda karşılık ayırması beklenmektedir. Bu eğilimin 2026'da da devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, net kredi risk maliyeti beklentimizi 4Ç25'te yaklaşık 220 baz puan, 2025'te 40 baz puan ve 2026'da yaklaşık 50 baz puan (2024'teki -60 baz puana kıyasla) olarak tahmin ediyoruz.

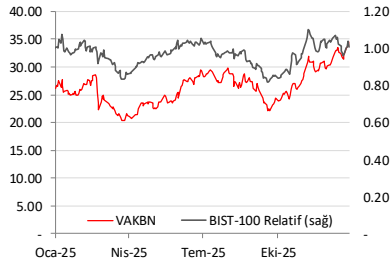
Modelimiz 1,3 milyar TL serbest karşılığı içermektedir. Bu projeksiyonlar ışığında, TSKB için net kar tahminimiz 2025 yılında 11,3 milyar TL, 2026 yılında ise 12,5 milyar TL seviyesinde olup; öz kaynak kârlılığı seviyeleri %29 ve %25'tir. Bankanın 2025/9 sonu itibarıyla toplam 1,3 milyar TL serbest karşılığı bulunmaktadır. Bu tutarı değerlememize dahil ettik.

TSKB, tarihsel F/DD seviyelerine göre bir miktar cazip görünmektedir. Mevcut durumda TSKB hisseleri, bir yıl ileri dönük 0,6x F/DD çarpanı ile (banka kapsamımızdaki en düşük ikinci oran) işlem görmektedir olup, son iki yılın medyan bir yıl ileri dönük F/DD oranı olan 0,7x'e göre %15 iskontoludur. 12 aylık hedef fiyatımız, son on yılın en yüksek bir yıl ileri dönük F/DD oranına göre %25'ten fazla iskontolu olan 0,9x adıl F/DD çarpanına işaret etmektedir.

Vakıfbank

Bloomberg Kodu	VAKBN TL
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	36.50
Güncel Fiyat, TL	33.78
Getiri Potansiyeli	8%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	334,960

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	89,615	155,729	260,529	332,450
Net Kâr, mn TL	40,375	66,000	100,500	126,200
Özkaynak, mn TL	219,194	287,672	388,172	514,372
Toplam Aktif, mn TL	4,021,486	5,328,929	6,791,978	8,399,936
Ort. Aktif Karlılığı	1.2%	1.4%	1.7%	1.7%
Ort. Özk. Karlılığı	20.7%	26.0%	29.7%	28.0%
Temettü Verimi	-	-	-	1.5%
Düz. NFK, y/y	35.8%	73.8%	67.3%	27.6%
Net Kâr, y/y	61.2%	63.5%	52.3%	25.6%
Özkaynak, y/y	27.9%	31.2%	34.9%	32.5%
Toplam Aktif, y/y	43.8%	32.5%	27.5%	23.7%
Ort. FKA, y/y	53.4%	38.6%	29.8%	25.3%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	4.8	5.1	3.3	2.7
F/DD	0.9	1.2	0.9	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.8%	44.4%	27.3%	10.1%
BIST-100 Relatif	-4.3%	18.5%	0.1%	-3.5%
AÖİH, mn TL	1,395	1,609	1,011	1,596



Güçlü 4Ç25 sonuçları kısa vadeli katalizör olabilir. Vakıfbank'ın, 2025-2027 döneminde öz sermaye kârlılığını banka kapsamımızın üst sınırında sürdürmesi muhtemel gözüküyor. Özellikle, ertelenmiş TÜFE'ye endeksli tahvil gelirlerinin 4Ç25'te raporlanmasıyla birlikte 2025'teki %70'lik güçlü kâr artışı, kısa vadeli bir katalizör işlevi görebilir. Kamu bankaları arasında Vakıfbank, nispeten daha güçlü sermaye yeterliliği ve yurt dışı kaynaklı güçlü fonlama kapasitesi ile öne çıkmaktadır.

Vakıfbank, pandemi sonrası dönemde kapsamımızdaki çoğu bankadan daha agresif bir kredi büyümesi sergiledi. Vakıfbank, Türk bankacılık sektöründeki ikinci en büyük kredi portföyüne sahiptir ve özellikle pandemi sonrası dönemde özel bankalar ile Halkbank'tan pazar payı almıştır. 2025'in ilk 9 ayı itibarıyla, yılbaşına göre TL ve YP kredi büyümesi sırasıyla %29,0 ve %18,0 ile oldukça güçlü seyretmiştir. Bu politika, özellikle bankanın nispeten daha rahat olan sermaye yeterlilik oranları (BDDK yasal kolaylaştırma etkisi hariç CET1 oranı eşik değerin 100 baz puan üzerindedir) ve yurt dışından kolay borçlanabilme yeteneği (ilk dokuz ayda uluslararası bankalardan toplam 11,4 milyar dolar finansman) sayesinde mümkün olmuştur.

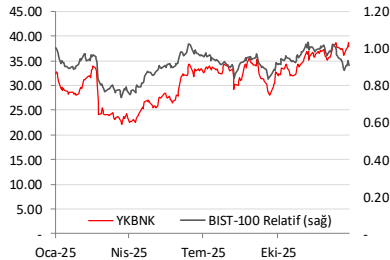
Öz kaynak kârlılığı özel bankalar ortalamasına paralel sürer mi? 2025 net karını 66 milyar TL (1Ç25'teki 11,0 milyar TL'lik serbest karşılık iptali dahil) ve 2026 yılı net karını 96,5 milyar TL olarak öngörüyoruz; bu rakamlar sırasıyla %26 ve %29 öz kaynak kârlılığına karşılık gelmektedir. Net faiz marjının 2026'da yaklaşık 115 baz puan genişlemesini (özel bankaların ortalama 170 baz puanlık NFM genişlemesinin altında), net kredi risk maliyeti'nin ise yataya yakın 150 baz puanda kalmasını bekliyoruz. Son olarak, Vakıfbank'ın faaliyet gideri artışını 2025'de %60 (özel banka ortalaması %45), 2026'da %40,6 (özel banka ortalaması %36) olarak öngörüyoruz. Vakıfbank, sektör trendinin aksine, 2023 yılından bu yana personel sayısını istikrarlı bir şekilde artırmaktadır.

F/DD çarpanı tarihsel ortalamalara yakın seyretmektedir. Vakıfbank'ın mevcut bir yıl ileri dönük F/D oranı 0,8x seviyesinde olup, son iki yılın medyan rakamına göre hafif bir prime işaret etmektedir. Ayrıca, 12 aylık hedef fiyatımıza dayalı zımnı F/DD çarpanı 1,0x'in biraz altında kalarak, son on yılın en yüksek bir yıl ileri dönük F/DD değerine göre %5 gibi hafif bir iskontoya denk gelmektedir.

Yapı Kredi

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeks Uz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	50.00
Güncel Fiyat, TL	37.90
Getiri Potansiyeli	32%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	320,143

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Düz. NFK, mn TL	29,483	79,633	163,081	202,124
Net Kâr, mn TL	29,017	46,000	88,000	110,500
Özkaynak, mn TL	192,804	250,269	341,742	448,833
Toplam Aktif, mn TL	2,380,586	3,212,440	4,185,392	5,140,273
Ort. Aktif Karlılığı	1.4%	1.6%	2.4%	2.4%
Ort. Özk. Karlılığı	15.6%	20.8%	29.7%	28.0%
Temettü Verimi	4.3%	-	-	2.7%
Düz. NFK, y/y	-68.2%	170.1%	104.8%	23.9%
Net Kâr, y/y	-57.3%	58.5%	91.3%	25.6%
Özkaynak, y/y	7.8%	29.8%	36.5%	31.3%
Toplam Aktif, y/y	36.9%	34.9%	30.3%	22.8%
Ort. FKA, y/y	51.9%	30.6%	32.2%	25.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.2	7.0	3.6	2.9
F/DD	1.2	1.3	0.9	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.8%	25.3%	13.7%	4.6%
BIST-100 Relatif	-10.4%	2.9%	-10.6%	-8.3%
AÖİH, mn TL	7,059	6,851	6,677	8,134



4Ç25 sonuçları beklentiyi zayıflatabilir. 4Ç25'teki zayıf performansla birlikte Yapı Kredi, 2025 yılını muhtemelen %20'li seviyelerin alt bandında bir özsermaye kârlılığı ile kapatacak ve orta %20'li seviyeler olan öz kaynak kârlılığı hedefinin gerisinde kalacak. 4Ç25'teki zayıf sonuçlar; (VUK finansallarında enflasyon muhasebesinin iptalinden kaynaklanan) yüksek vergi yükü, dönem sonuna eklenmiş bazı faaliyet gideri kalemleri ve en önemlisi, genel beklentilerin aksine yılın net faiz marjı genişlemesinden genel beklentinin aksine görece zayıf kalmasından kaynaklanmaktadır.

Swap fonlama maliyeti net faiz marjı genişlemesine desteklemedi. Yapı Kredi, %39 pay ile benzerleri arasında en yüksek TL toptan fonlama (repo, swap, kredi ve tahvil) payına sahip bankadır. Ayrıca swap & repo fonlama maliyeti de oransal olarak rakiplerin üzerindedir. Bu yapıda faiz indirim döngüsünün daha güçlü net faiz marjı artışı sağlamasını beklerdik. Ancak bankanın swap dahil NFM'sinin 2025'te ilk altı aya kıyasla yalnızca 25 baz puan artmasını bekliyoruz (rakiplerde 40-80 baz puan artış). 2025'te çekirdek marj beklendiği gibi güçlü gelişme de swap fonlama rakiplere göre daha maliyetli oldu. TCMB'nin hızlı faiz indirimlerini tercih etmesi durumunda Yapı Kredi en olumlu etkilenecek bankalar arasındadır. Bu bağlamda, 4Ç25 sonuçlarından sonra yönetimin vereceği öngörüler, orta vadeli görüşümüz açısından kritik olacak.

Vergi düzenleme değişikliği net kârı rakiplerden daha fazla baskıladı. 4Ç25'te ayrılan vergi karşılığının vergi öncesi kârın (iştrak gelirleri hariç) neredeyse üçte ikisini eritmesini bekliyoruz. Bu oran rakiplerde yaklaşık üçte bir nispetinde olur. Efektif vergi oranındaki keskin artış, özellikle daha fazla mevduat çekmek için maaş hesaplarına ödenen promosyonların enflasyon düzeltmesi kapsamında çıkmasından kaynaklanmaktadır. Bunun etkisi 2026'da hafifleyerek sürecektir.

Yapı Kredi, aktif kalitesi göstergeleri açısından olumlu yönde ayrışabilir. Olumlu tarafta Yapı Kredi, kredi kartı borç yapılandırma planına verdiği hızlı tepkiyi 2026'daki aktif kalitesi için bir avantaj olarak görmektedir. Modelimize göre, net kredi riski maliyeti 150bp-175bp aralığındaki hedefin biraz üzerinde olacaktır. Yapı Kredi, 2026 için de başlangıçta benzer bir aralığı öngörmektedir. Modelimize dayanarak, özkaynak kârlılığının 2025'te %20'lerin alt bandında, 2026'da ise yıllık 200 baz puanlık güçlü bir NFM genişlemesi tahminiyle %20'lerin üst bandında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Bankanın bir yıl ileri dönük F/DD oranı şu anda 0,9x seviyesinde olup, son iki yıldaki medyan bir yıl ileri dönük F/DD'e göre %8 iskontoludur. 12 aylık hedef fiyatımız, 1,2x'lik bir 12 ay ileri dönük F/D ima etmektedir; bu da son on yıldaki zirve 1 yıl ileriye dönük F/D oranına göre %20 iskontoya karşılık gelmektedir.

Sigorta/Emeklilik

XSGRT 2025'te hayal kırıklığı yarattı: AGESA ve TURSG'nin iyi performansına rağmen, BIST Sigorta Endeksi (XSGRT), 2023 ve 2024 yıllarındaki yüksek getirilerin ardından 2025 yılında BIST-100'ün %9 altında performans gösterdi.

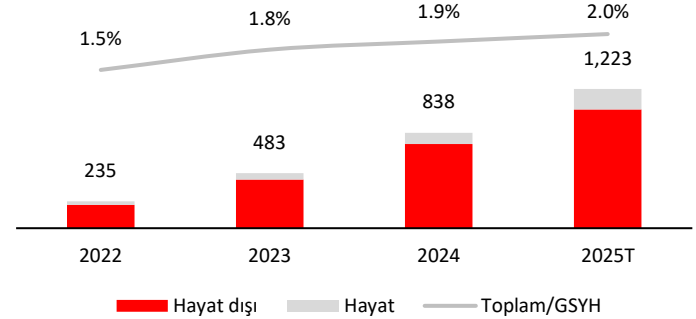
2026'da IFRS 15 ve 17 uygulanmayacak: SEDDK, sigorta ve emeklilik şirketleri için IFRS 15 ve IFRS 17'nin yürürlük tarihini 1 Ocak 2026'dan 1 Ocak 2027'ye erteledi. Mevcut uygulamada emeklilik sözleşmelerine ilişkin üretim komisyonları büyük ölçüde ilk yılda giderleştirilirken, gelirler sözleşme süresine yayılmaktadır. IFRS 15 ile komisyon maliyetleri aktifleştirilecek ve sözleşme süresi boyunca amortisman yöntemiyle giderleştirilecektir. Mevcut uygulamada hasar karşılıkları TL cinsinden ve SEDDK tarafından belirlenen %29 iskonto oranıyla hesaplanmaktadır. Yeni sistemde karşılıklar, poliçenin orijinal para birimi ve piyasa faizleri esas alınarak belirlenecek veya SEDDK iskonto oranını yeni metodolojiye göre belirlemeye devam edecektir.

Reel prim büyümesi: Sektörün prim üretimi 2025'te yıllık %46 arttı. Reel prim büyümesinin, hayat branşının güçlü performansı ile devam etmesini bekliyoruz.

Makro görünüm hayat dışı sigortacılık için destekleyici olmaya devam ediyor: Hayat dışı sektörün bileşik oranı, 9A25'te yıllık yaklaşık 1 puan iyileşerek %108,9'a geriledi. Türk Lirası'ndaki reel değerlenme ve devam eden dezenflasyon süreciyle birlikte, makroekonomik ortamın 2026'daki teknik sonuçlar için elverişli kalmasını bekliyoruz.

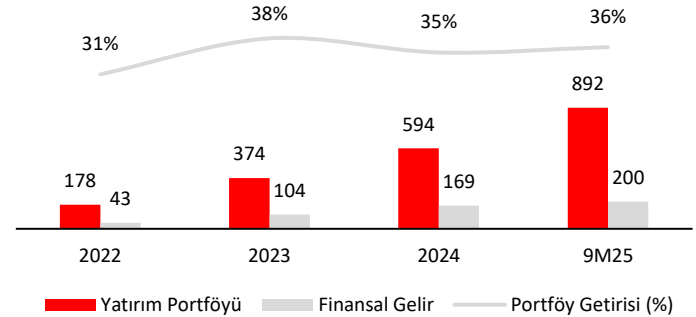
Getirilerdeki düşüş eğilimine rağmen reel faiz sürecektir: 9A25 itibarıyla sektörün yönetilen fon büyüklüğü yıllık %71 artışla 892 milyar TL'ye ulaşırken; finansal gelirler %36'lık yıllıklandırmış getiriyiyle yıllık bazda %57 artışla 99 milyar TL'ye yükseldi. Faiz indirim döngüsünün varlıklar üzerindeki nominal getirileri düşürmesi muhtemel olsa da, reel faiz oranlarının pozitif kalmasını bekliyoruz.

Prim Üretimleri (milyar TL)



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım Portföyü & Finansal Gelir (milyar TL)



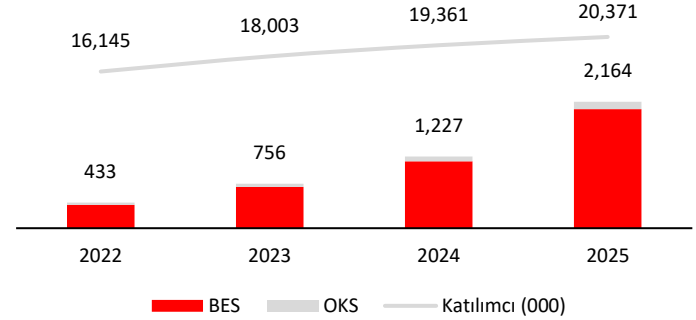
Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği, Ak Yatırım Araştırma

Sigorta/Emeklilik

Emeklilik varlıklarında kuvvetli büyüme: Toplam emeklilik fon büyüklüğü yıllık %76 artışla 2 trilyon TL'yi aşarken, emeklilik sistemindeki katılımcı sayısı yıllık %5 artış gösterdi. Emeklilik fonlarının yıllık %50 artışla 3,2 trilyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Devlet katkısı oranındaki 10 puanlık düşüşün (%30'dan %20'ye), fon büyüklüğü üzerinde materyal bir etki yaratmayacağına inanıyoruz. Devlet katkısı hak edışı ve stopaj oranları nedeniyle haber etkisi kaynaklı çıkışların sınırlı kalacağını; çıkış oranlarının geçmiş yıllara paralel seyredeceğini, ancak yeni katkı paylarındaki büyümenin daha yavaş olabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, tarihsel veriler sisteme net girişlerin ilgili yıldaki ortalama fon büyüklüğünün yaklaşık %10'u düzeyinde kaldığını göstermektedir. Bu durum, fon büyüklüğündeki artışın büyük ölçüde emeklilik fonlarının yatırım performanslarından kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Nitekim, toplam büyümenin yaklaşık 3/4'ü fon getirilerinden oluşmaktadır

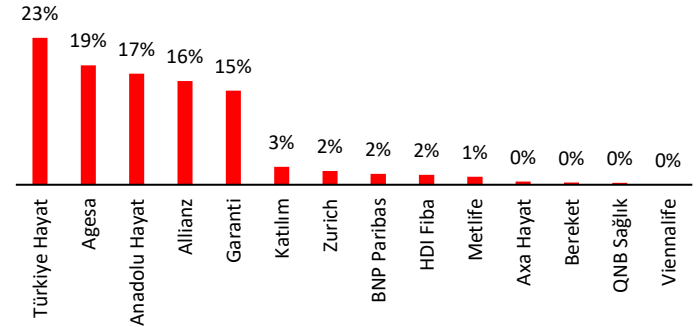
Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) önemli bir belirsizlik konusu olmaya devam ediyor: Son Orta Vadeli Program'da, TES'in 2026'nın ikinci çeyreğinde yürürlüğe girmesinin beklendiğini belirtilse de, bu tarihin daha ileri bir tarihe ertelenme ihtimali bir risk teşkil etmektedir. Bu tarihin ilk olarak yasal mevzuatın tamamlanmasıyla ilgili olduğunu düşünüyoruz. Yasal çerçevenin netleşmesinden sonra bile operasyonel hazırlığın ek zaman gerektireceği göz önüne alındığında, TES'in 2026 yılında bir katalizör görevi görmesini beklemiyoruz. Bununla birlikte, TES'i yapısal olarak dönüştürücü ve uzun vadede potansiyel bir oyun değiştirici olarak görmeye devam ediyoruz.

Emeklilik Fonları (milyar TL) & Katılımcı Sayısı



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, Ak Yatırım Araştırma

Emeklilik Fonları Pazar Payları

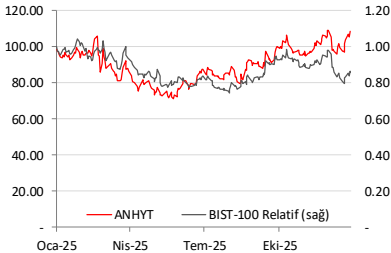


Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, Ak Yatırım Araştırma

Anadolu Hayat Emeklilik

Bloomberg Kodu	ANHYT TL
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	168.00
Güncel Fiyat, TL	108.50
Getiri Potansiyeli	55%
Halka Açıklık Oranı	17%
Piyasa Değeri, mn TL	46,655

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Primler, mn TL	12,415	20,674	30,506	42,694
Net Kâr, mn TL	4,070	5,374	7,898	10,158
Özkaynak, mn TL	9,676	12,617	17,291	22,710
Toplam Aktif, mn TL	259,944	426,734	634,842	817,441
Emeklilik Fonları, mn TL	215,761	374,147	558,797	709,025
Ort. Aktif Karlılığı	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%
Ort. Özk. Karlılığı	51.0%	48.2%	52.8%	50.8%
Temettü Verimi	2.8%	5.4%	6.9%	10.2%
Brüt Primler, y/y	75.7%	66.5%	47.6%	40.0%
Net Kâr, y/y	46.5%	32.0%	47.0%	28.6%
Özkaynak, y/y	53.8%	30.4%	37.0%	31.3%
Toplam Aktif, y/y	59.8%	64.2%	48.8%	28.8%
Emeklilik Fonları, y/y	60.9%	73.4%	49.4%	26.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.9	8.7	5.9	4.6
F/DD	3.7	3.7	2.7	2.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.7%	11.9%	7.1%	10.4%
BIST-100 Relatif	-9.6%	-8.1%	-15.8%	-3.2%
AOİH, mn TL	198	137	114	188



Karlılık görünümü pozitif kalmaya devam ediyor: Düşen enflasyona rağmen, Şirketin özsermaye karlılığının (ROE) %50'nin üzerine çıkmasını bekliyoruz (2025T'deki %48'e kıyasla). Her üç segmentin de (Hayat & Emeklilik & Finansal Gelir) katkısıyla yaklaşık ~%50 net kâr büyümesi öngörüyoruz. Bu büyümeyi destekleyen bir unsur, şirketin Mart '25'te hisse senedi pozisyonlarından yazdığı zarar kaynaklı 1Ç25'in düşük baz oluşturmasıdır.

Hem yüksek hem de düşen faiz oranlarından faydalanabilir: Kredi koşullarında olası bir gevşeme ve makroihtiyati tedbirlerin kaldırılması, kredi bağlantılı hayat primlerini hızlandırabilir. Kredili hayatın en kârlı ürün olması, hayat teknik kârlılığı için bir marj artıcı olacaktır. Faiz oranlarının yüksek seyretmesi durumunda Şirket, 9A25 itibarıyla toplam büyüklüğü 14 milyar TL olan yatırım portföyünden yüksek finansal gelir elde etmeye devam edecektir.

Emeklilik fon büyüklüğünde büyüme devam ediyor: 2025 sonu itibarıyla, Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü 374 milyar TL'ye ulaşarak %17,3 pazar payı ile sektörde üçüncü sırada yer almaktadır. Devlet katkısı oranındaki düşüş (%30'dan %20'ye) son dönemde hisse performansı üzerinde olumsuz bir etki yaratsa da, yaptığımız analizler bu etkinin sınırlı olacağını gösteriyor. Şirketin emeklilik fon büyüklüğünün yıllık bazda %50 artarak 558 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

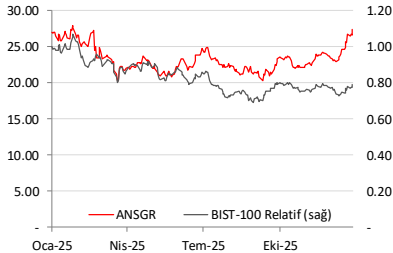
Güçlü sermaye yeterlilik oranı(SYR) temettü ödemelerini destekliyor: Anadolu Hayat'ın sermaye yeterlilik rasyosu (SYR) %315 seviyesinde olup, temettü dağıtımı için gereken %135 eşliğinin önemli ölçüde üzerindedir. Şirketin, %60 dağıtım oranına ve %6,9 temettü verimine karşılık gelen 3,2 milyar TL nakit temettü (brüt 7,5 TL/hisse) dağıtmasını bekliyoruz.

"Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz: 168 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızla "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Tahminlerimize göre hisse, 2,7 2026T F/DD ile işlem görmektedir.

Anadolu Sigorta

Bloomberg Kodu	ANSGR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	43.00
Güncel Fiyat, TL	27.38
Getiri Potansiyeli	57%
Halka Açıklık Oranı	35%
Piyasa Değeri, mn TL	54,760

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Primler, mn TL	69,589	97,883	133,793	173,811
Net Kâr, mn TL	10,878	12,230	16,134	19,826
Özkaynak, mn TL	30,656	40,471	55,232	72,766
Toplam Aktif, mn TL	96,198	135,109	183,937	240,904
Yatırım Portföyü, mn TL	55,524	80,211	112,599	150,658
Ort. Aktif Karlılığı	14.1%	10.6%	10.1%	9.3%
Ort. Özk. Karlılığı	48.5%	34.4%	33.7%	31.0%
Temettü Verimi	-	3.8%	6.7%	8.8%
Brüt Primler, y/y	57.3%	40.7%	36.7%	29.9%
Net Kâr, y/y	84.1%	12.4%	31.9%	22.9%
Özkaynak, y/y	115.8%	32.0%	36.5%	31.7%
Toplam Aktif, y/y	64.8%	40.4%	36.1%	31.0%
Yatırım Portföyü, y/y	73.4%	44.5%	40.4%	33.8%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	4.0	4.5	3.4	2.8
F/DD	1.4	1.4	1.0	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	14.4%	22.1%	0.7%	18.0%
BIST-100 Relatif	0.7%	0.3%	-20.8%	3.4%
AOİH, mn TL	183	172	212	218



2025 yılı başlangıçtaki beklentilerin altında kaldı; ancak 2026 görünümü daha umut verici: Şirket, teknik karşılıklardaki iskonto oranı düzenlemelerinden (%35'ten %29'a) negatif etkilenirken, Mart '25'te BIST'teki düşüş nedeniyle hisse senedi pozisyonlarından zarar yazdı. Düşük baz etkisinin desteğiyle reel finansal gelir büyümesi ve bileşik rasyoda hafif bir iyileşme bekliyoruz. Net kârın ise yıllık %32 artarak 16,1 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz; bu da 2026'da %41'lik bir çekirdek özsermaye kârlılığına işaret etmektedir.

Yatırım portföyü dezenflasyona hazırlanıyor: 9A25 itibarıyla şirket, enflasyon ve faizlerdeki düşüşe hazırlık amacıyla yatırım portföyünde alokasyon değişikliğine gitti; kısa vadeli faiz getiren varlıkların payı azalırken TL tahvillerin ağırlığı arttı. Bu değişime rağmen, TL mevduat ve para piyasası fonları, toplam yönetilen varlıkların %49'unu oluşturarak en büyük varlık sınıfı olmaya devam ediyor. Bunun yanında, %5'e düşen hisse senedi ağırlığının finansal gelir öngörülülüğünü artırırken ve çeyreklik kâr volatilitisini azaltacağını düşünüyoruz. Yatırım portföyünün yıllık bazda %40 artışla 113 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

Cazip değerlendirme çarpanları: Şirketin yatırım portföyü yaklaşık 72,3 milyar TL (piyasa değerinin yaklaşık 1,6 katı) seviyesindedir ve tahminlerimize göre 2026 sonunda 113 milyar TL'ye çıkmasını bekliyoruz. Şirket'in Anadolu Hayat'taki %20 payı mevcut piyasa değerinden çıkarıldığında, 9A25'te %45'lik güçlü bir çekirdek özkaynak kârlılığına rağmen hisse 0,6x F/Yatırım Portföyü ve 1,6x FD/DD (çekirdek özsermaye) ile işlem görmektedir.

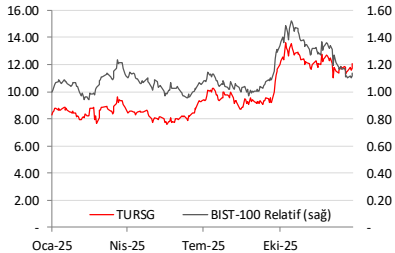
Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu ve cazip temettü verimi: Anadolu Sigorta'nın sermaye yeterlilik rasyosu (SYR) %184 seviyesinde olup, nakit temettü dağıtımı için gereken %135 eşliğinin üzerindedir. Şirketin, %30 dağıtım oranına ve %6,7 temettü verimine karşılık gelen 3,7 milyar TL nakit temettü (brüt 1,8 TL/hisse) ödemesini bekliyoruz.

"Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz: 43 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızla "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Tahminlerimize göre hisse, 0,5x 2026T F/Yatırım Portföyü ve 1,0x 2026T F/DD ile işlem görmektedir (çekirdek özsermaye, ANHYT hariç) .

Türkiye Sigorta

Bloomberg Kodu	TURSG TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	16.50
Güncel Fiyat, TL	12.05
Getiri Potansiyeli	37%
Halka Açıklık Oranı	18%
Piyasa Değeri, mn TL	120,500

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Primler, mn TL	101,366	147,117	193,325	246,366
Net Kâr, mn TL	12,720	18,681	23,494	27,889
Özkaynak, mn TL	28,723	49,711	74,085	101,069
Toplam Aktif, mn TL	96,531	158,481	208,986	274,516
Yatırım Portföyü, mn TL	53,708	81,454	115,913	156,126
Ort. Aktif Karlılığı	14.6%	14.7%	12.8%	11.5%
Ort. Özk. Karlılığı	57.6%	47.6%	38.0%	31.8%
Temettü Verimi	1.5%	1.7%	3.9%	5.8%
Brüt Primler, y/y	70.3%	45.1%	31.4%	27.4%
Net Kâr, y/y	106.7%	46.9%	25.8%	18.7%
Özkaynak, y/y	86.2%	73.1%	49.0%	36.4%
Toplam Aktif, y/y	24.8%	64.2%	31.9%	31.4%
Yatırım Portföyü, y/y	71.7%	51.7%	42.3%	34.7%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	5.4	6.5	5.1	4.3
F/DD	2.4	2.4	1.6	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.3%	7.4%	44.7%	2.0%
BIST-100 Relatif	-16.6%	-11.8%	13.8%	-10.6%
AOİH, mn TL	744	830	367	698



Enflasyonla paralel net kâr büyümesi, hayat dışı sigorta şirketleri arasında en yüksek özsermaye kârlılığı: Rakiplerinin kıyasla Türkiye Sigorta, 2025 yılında şu ana kadar güçlü sonuçlar elde etti ve bu durum hisse performansına da yansdı, ve geçen yıl BIST100 endeksinin %15 üzerinde performans sergiledi. 2026 için net kârın yıllık %26 artışla 23,5 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz; bu da Türkiye'deki hayat dışı sigorta şirketleri arasında en yüksek oran olan %49'luk çekirdek özkâynak kârlılığına işaret ediyor.

Türkiye hayat dışı sigorta pazarında 1 numara: Türkiye Sigorta, 2025 yılında brüt yazılan prim üretimini yıllık %45 artışla 147,2 milyar TL'ye yükseltirken Türkiye hayat dışı sigorta pazarındaki lider konumunu korudu. Şirket, pazar payını yıllık 40 baz puan artırarak %14,1 ile birinci sırada yer aldı.

Dezenflasyon hazırlığında yatırım portföyünün yeniden şekilleniyor: 2025 başı ile kıyaslandığında, TL mevduatların payı 23 puan azalırken, TL devlet ve özel sektör tahvillerinin payı 24 puan arttı. 9A25 itibarıyla bu tahvillerin portföydeki payının %51'e ulaşması, şirketin düşen enflasyon & faiz ortamından yararlanma niyetini ortaya koymaktadır. Yatırım portföyünün 2026 sonunda yıllık %42 artışla 116 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu: Türkiye Sigorta'nın sermaye yeterlilik rasyosu (SYR), nakit temettü dağıtımı için gerekli olan %135 eşliğinin üzerinde, %191 seviyesinde bulunuyor. Şirketin 4,7 milyar TL nakit temettü (brüt 0,5 TL/hisse) ödemesini bekliyoruz; bu da %25 ödeme oranına ve %3,9 temettü verimine karşılık geliyor.

Üstün operasyonel performans sayesinde sektör ortalamasına göre primli işlem görüyor: Şirket, %100'ün altında bileşik oran ve rakipleriyle karşılaştırıldığında en yüksek portföy getirisine sahiptir. Buna bağlı olarak hisse, 0,8x olan sektör ortalamasına kıyasla 1,6x Fiyat/Yatırım Portföyü çarpanıyla işlem görmektedir.

"Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz: 16,50 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızla "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Tahminlerimize göre hisse, 1,0x 2026T F/Yatırım Portföyü ve 2,1x 2026T F/DD ile işlem görmektedir (çekirdek özsermaye)

Finans Dışı

Giyim Perakendesi

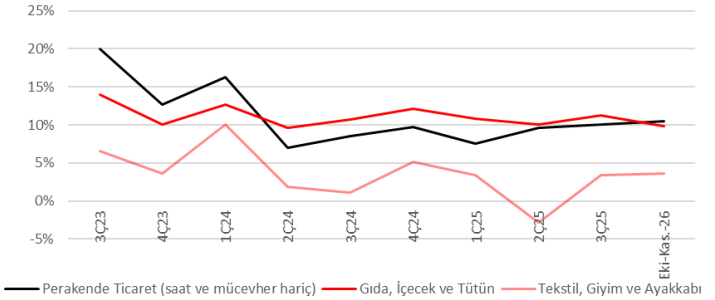
Giyim perakendesi sektörü, 2022–2023 yıllarında kaydettiği güçlü çift haneli büyümenin ardından, büyüme dinamiklerinin 2Y24'te bozulmasıyla birlikte 2024 yılında yalnızca sınırlı bir genişleme gösterdi. Bu zayıflık 2025 yılı boyunca da devam etti. TÜİK verilerine göre, tekstil, giyim ve ayakkabı perakende ticareti kategorisinde 11A25 döneminde ortalama reel yıllık büyüme yalnızca %1,6 olarak gerçekleşti. AYD'nin enflasyondan arındırılmış metrekaşe başına giyim ciro endeksi ise 10A25'te yıllık bazda yatay seyretti. TÜİK'e göre 2024 yılında 30 bps daralarak %5,1'e gerileyen hanehalkı bütçesi içindeki giyim ve ayakkabı harcamalarının payının 2025 yılında da gerilediğini tahmin ediyoruz.

Öte yandan, giyim enflasyonu 2025 yılında %12 seviyesinde kalarak manşet enflasyonun belirgin şekilde altında gerçekleşti. Piyasadaki zayıf talep koşulları ve yüksek stok seviyelerinin taşınmasına bağlı maliyet etkisi nedeniyle, giyim perakendecileri promosyon faaliyetlerini artırmış ve bu durum fiyat artışlarını sınırlamıştır. Bu etkilerin 1Y26 döneminde de devam etmesini bekliyoruz.

Sıkı işgücü piyasası koşullarının brüt ücret artışı üzerindeki etkisinin 2Y25'te zayıfladığını ve bunun şirketler açısından marj iyileşmesini desteklediğini gözlemliyoruz. Ayrıca, güçlü TL'nin etkisiyle Türkiye'de görece yüksek maliyetli bir tedarik ortamı söz konusu olsa da, halka açık şirketlerin stoklarını daha temkinli yönettikleri görülmektedir.

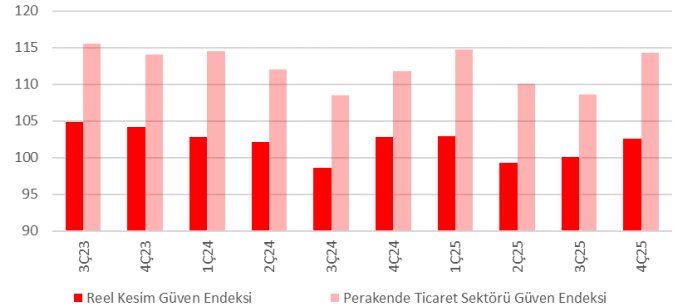
TÜİK tarafından açıklanan perakende ticaret ve tüketici güven endeksi verileri 4Ç'te sınırlı bir toparlanmaya işaret etse de, bunun giyim perakendesi talebine yansımaları görmek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Gözlemlerimiz, 4Ç25'in mütevazı bir büyüme eğilimiyle geçeceğine işaret etmektedir. Asgari ücret artışıyla tüketicilerin satın alma gücünde beklenen iyileşmenin ve faiz oranlarındaki aşağı yönlü eğilimin, 2026 yılında pazar büyümesini kademeli olarak desteklemesini bekliyoruz.

Perakende Satış Hacmi – Türkiye - Yıllık



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

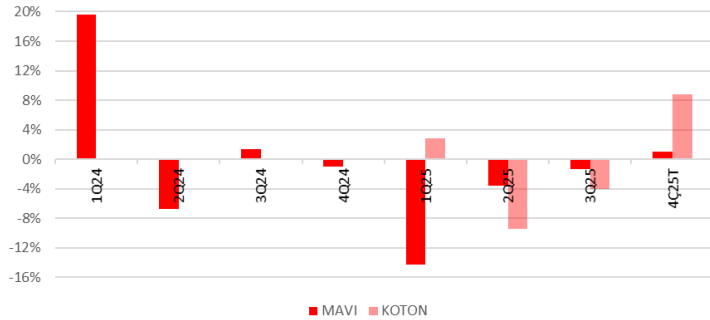
Güven Endeksleri



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

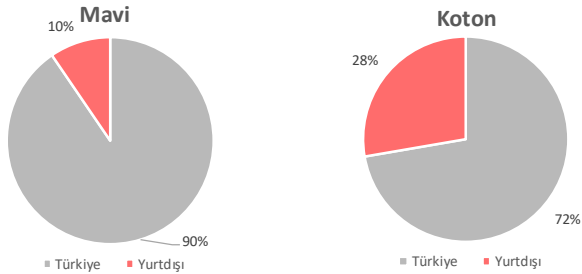
Giyim Perakendesi

Net Satış Reel Büyümesi - Yıllık



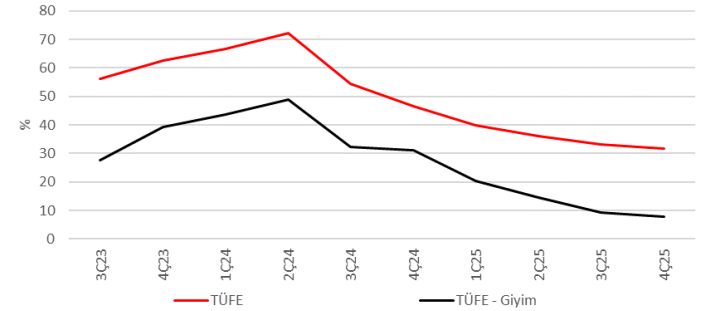
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

Net Satışların Kırılımı – 3Ç25



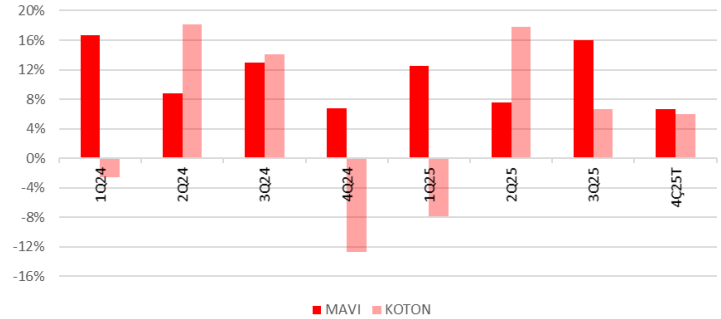
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

TÜFE Ortalama - Yıllık



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

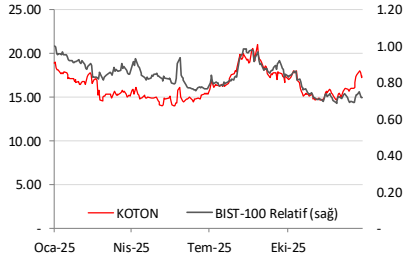
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (işletme sermayesi ve TFRS-16)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

Koton

Bloomberg Kodu	KOTON TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	27,50			
Güncel Fiyat, TL	17,41			
Getiri Potansiyeli	58%			
Halka Açıklık Oranı	16%			
Piyasa Değeri, mın TL	14,444			
Firma Değeri, mın TL	25,395			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	25,086	32,369	41,860	54,617
FAVÖK, mın TL	4,590	6,354	8,210	10,990
Net Kâr, mın TL	-397	-227	962	2,495
Net Borç, mın TL	5,865	8,480	9,462	9,265
Net Borç/FAVÖK	1.3	1.3	1.2	0.8
FAVÖK Marjı	18.3%	19.6%	19.6%	20.1%
Net Marj	n.m.	n.m.	2.3%	4.6%
Temettü Verimi	-	-	-	2.0%
Ciro, y/y	45.9%	29.0%	29.3%	30.5%
FAVÖK, y/y	23.2%	38.4%	29.2%	33.9%
Net Kâr, y/y	n.m.	-42.9%	n.m.	159.3%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	n.m.	15.0	5.8
FD/FAVÖK	5.7	4.1	3.3	2.4
FD/Ciro	1.1	0.8	0.6	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	18.2%	0.5%	-13.6%	11.6%
BIST-100 Relatif	4.0%	-17.5%	-32.0%	-2.2%
AOLH, mın TL	59	48	70	67



Hissenin 2025 yılındaki zayıf performansı; tüketici satın alma gücündeki gerileme ortamında daha zayıf finansal sonuçlar, mağaza açılışlarında yavaşlama, yoğun promosyon faaliyetlerinin fiyatlama desteğini sınırlaması nedeniyle düşük seyreden giyim enflasyonu ve marj daralmasıyla açıklanmaktadır. Yüksek faiz ortamında stok disiplini giderek daha kritik hale gelmiştir. Koton'un 2025 yılını net borç/FAVÖK rasyosu 1,3x seviyesinde tamamlayacağını tahmin ediyoruz.

Tahminlerimiz; metrekare başına ciroda artış, Körfez pazarlarına açılımla birlikte mağaza açılışlarında ivmelenme, daha sıkı maliyet kontrolü sayesinde marj tarafında yukarı yönlü potansiyel ve faiz oranlarındaki gevsemeyi içeren kademeli bir operasyonel iyileşmeye dayanmaktadır. 1Y26 döneminde yurt içi pazarda rekabet baskısının yüksek seyretmesini bekliyor ve 2026 yılı için %3 reel ciro büyümesi öngörüyoruz. Mütevazı operasyonel iyileşme ve finansal giderlerin satışlara oranındaki gerileme, 2026 yılında net marjda sınırlı bir toparlanmayı desteklemelidir.

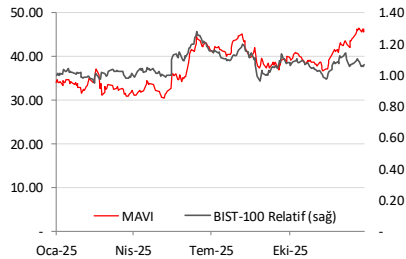
Mağaza ağıının genişlemeye devam etmesi, mağaza başına performanstaki iyileşme ve tüketici ortamında olası bir toparlanmanın etkisiyle, 2027'de büyümenin %7'ye hızlanmasını bekliyoruz. Bu gelişmelerin daha güçlü marj dinamikleri ve daha düşük finansal kaldıraç ile sonuçlanmasını öngörüyoruz.

2Y26 döneminde tüketici talebinde toparlanma ve uluslararası operasyonlarda performansın iyileşmesi, orta-uzun vadede öne çıkan katalizörlerdir. Buna ek olarak, güçlü TL'de olası bir normalleşme; tedarikin ağırlıklı olarak Türkiye'den sağlandığı uluslararası pazarlarda rekabet gücünü artırarak büyümeyi destekleyebilir.

12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 27,5 TL'ye (önceki: 30 TL) indiriyor ve Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Tahminlerimiz yeni makro beklentileri ve önceki beklentimize göre daha düşük gerçekleşme potansiyeli bulunan 4Ç25 karlılığını dahil etmektedir. 2026T çarpanları uluslararası benzerlerine kıyasla sınırlı bir prim işaret etse de, toparlanma beklentilerimiz 2027T F/K bazında benzerlerine göre yaklaşık %30 iskontoya işaret etmektedir.

Mavi

Bloomberg Kodu	MAVİ Tİ			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	66.00			
Güncel Fiyat, TL	46.30			
Getiri Potansiyeli	43%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mın TL	36,786			
Firma Değeri, mın TL	35,222			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	38,519	47,671	62,655	82,539
FAVÖK, mın TL	7,012	8,564	11,340	15,052
Net Kâr, mın TL	2,724	2,660	3,902	5,474
Net Borç, mın TL	-3,957	-2,148	-2,896	-4,265
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3
FAVÖK Marjı	18.2%	18.0%	18.1%	18.2%
Net Marj	7.1%	5.6%	6.2%	6.6%
Temettü Verimi	2.4%	2.5%	2.2%	3.2%
Ciro, y/y	46.5%	23.8%	31.4%	31.7%
FAVÖK, y/y	44.5%	22.1%	32.4%	32.7%
Net Kâr, y/y	52.7%	-2.3%	46.7%	40.3%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.9	13.8	9.4	6.7
FD/FAVÖK	4.5	4.1	3.0	2.2
FD/Ciro	0.8	0.7	0.6	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.4%	19.1%	31.4%	6.4%
BIST-100 Relatif	-2.0%	-2.2%	3.3%	-6.8%
AOİH, mın TL	461	360	464	481



Giyim perakendesi sektörü açısından 2025, tüketici satın alma gücünde beklenen toparlanma ile promosyon yoğunluğunun azalması ve rakiplerdeki stok fazlasının hafiflemesi yoluyla rekabet ortamının normalleşmesinin 2026'ya ertelenmesi nedeniyle bir geçiş yılı oldu. Mavi'nin, 1Y25'teki sert ciro daralmasını takiben 3Ç25'te daralmanın %1'e yavaşlaması ve 4Ç25E'de %1'lik sınırlı büyüme kaydedilmesiyle birlikte, 2025E'de gelirlerinde %5'lik bir daralma yaşamasını bekliyoruz.

Sektördeki aşağı yönlü döngünün 2026 yılı boyunca kademeli olarak tersine dönmesini ve toplam gelirlerin yaklaşık %90'ını oluşturan Türkiye pazarında güçlü marka değeri ile satış alanını genişletmeye yönelik devam eden yatırımları sayesinde Mavi'nin bu süreçten öne çıkan faydalanıcılardan biri olmasını bekliyoruz. 2026 yılında ise %8 ciro büyümesi öngörüyoruz. Planlanan mağaza açılışları ve mağaza genişlemeleri kapsamında, Türkiye'de satış alanının 2026 ve 2027 yıllarında sırasıyla %4 ve %6 artmasını bekliyoruz.

Mavi, ABD perakende pazarına yönelik genişleme sürecini de başlatmış olup 3Ç'te dört mağaza açmıştır. Mağaza başına performans göstergelerinin olgunlaşma hızına bağlı olarak, zaman içinde mağaza sayısının 15'in üzerine çıkması mümkündür. ABD'deki mevcut toptan satış faaliyetlerine kıyasla (yaklaşık %3–4 gelir payı), perakende formatı daha yüksek birim fiyatlama hedeflemekte ve artan personel ile kira giderlerini kısmen dengelemektedir. Bu stratejinin 2027 yılına kadar gelirlere ilave yaklaşık %2–3 katkısı sağlaması potansiyeli bulunmaktadır.

Mavi, 10 Haziran'da başlatılan yeni geri alım programı kapsamında bugüne kadar 11 milyon adet (%1,4 pay) hisse geri almıştır. Programın azami büyüklüğü 79,5 milyon adet hisse (%10 pay) ve 1,0 milyar TL (24 mın dolar) tutarındadır.

Katalizörler: Makro göstergelerde toparlanma ve ABD mağazalarında temel performans metriklerinde daha erken iyileşme.

Güncellenen makro varsayımlarımızı yansıtarak Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 66 TL'ye (önceki: 65 TL) hafif yukarı revize ediyoruz.

Gıda Perakendesı

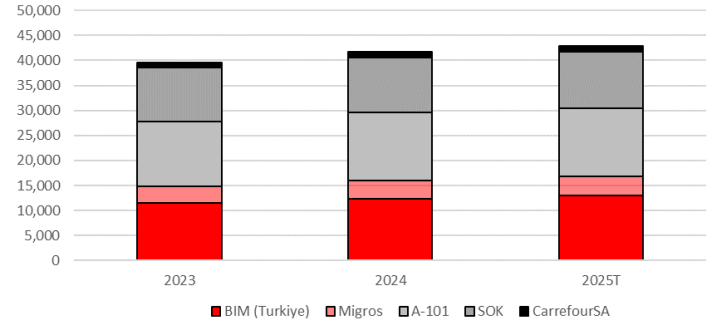
2025 yılı, kalıcı şekilde yüksek seyreden gıda enflasyonu, organize gıda perakendesinde devam eden pazar büyümesi ve personel giderlerinden kaynaklanan artan maliyet baskısı ile şekillendi. Gıda enflasyonundaki aşağı yönlü eğilimin manşet enflasyonla paralel şekilde devam etmesini beklerken; mağaza ve e-ticaret genişleme olanakları, müşteri trafiği artışı ve reel sepet büyüklüğündeki artışın sektör büyümesini destekleyeceğini öngörüyoruz.

2024 yılında indirimli perakende kanalında artan rekabet ve fiyat yatırımlarının ardından, perakendeciler daha fazla kârlılık odaklı bir yaklaşıma yönelirken, perakendecilerde sınırlı mağaza açılışları gözlemlendi. Süpermarket kanalı ise dondurulmuş gıda ve hazır yemek gibi yeni ürün gruplarının katkısıyla daha iyi bir performans sergiledi. Bununla birlikte, BİM'e ait File mağaza formatı, uygun lokasyonların sınırlı olması nedeniyle büyüme hızı kısıtlı kalsa da, büyümeye devam etmektedir. Ayrıca, online satışlardaki daha güçlü büyüme ve online kanala hizmet veren mağazaların penetrasyonundaki artış, Migros'un 9A25 döneminde daha yüksek büyüme kaydetmesini desteklemiştir.

2Y25'te baz etkisinin daha belirgin hale gelmesiyle birlikte, BİM ve Şok dâhil olmak üzere indirimli perakendecilerde aynı mağaza satış büyümesindeki eğilimin 1Y26 döneminde de devam etmesini bekliyoruz. Migros'un ve BİM'in 2026'da %7'şer reel ciro büyümesi sağlamasını öngörüyoruz.

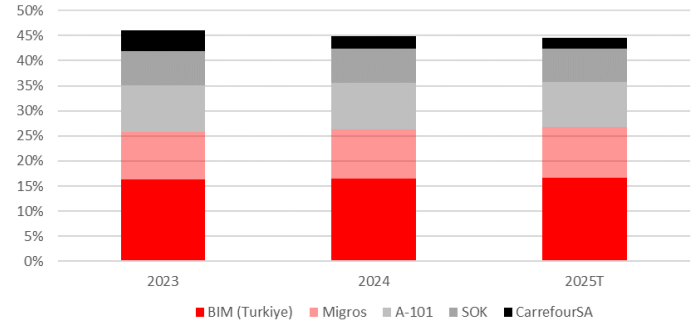
Hızlı tüketim ürünleri perakendesinin yaklaşık %40'ını temsil eden ilk beş perakendecinin, 2025 yılında yaklaşık 1,1 bin mağaza açtığını (2024'te 2,2 bin mağaza) ve mağaza ağıının 2025'te %2,5 oranında büyüdüğünü, buna karşın 2024'te bu oranın %5 olduğunu tahmin ediyoruz. 2Y25 döneminde sıkı işgücü piyasası koşullarının brüt ücret artışı üzerindeki etkisinin zayıfladığını ve bunun şirketler genelinde marj iyileşmesini desteklediğini gözlemliyoruz. Ayrıca, sektör için asgari ücret artışının itibarıyla %30 seviyesinde gerçekleştiğini not ediyoruz.

Beş Büyük Perakendeci Mağaza Sayıları



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler, Medya Kaynakları

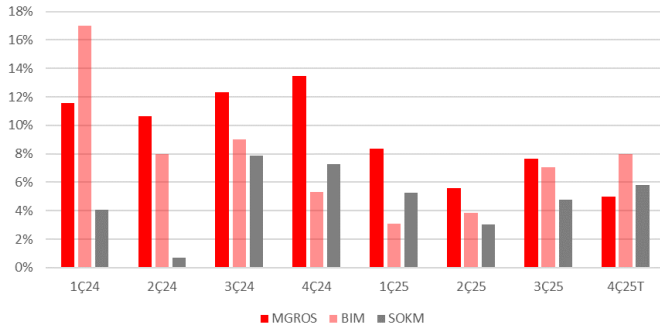
Perakende Sektöründe Pazar Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirketler; BİM, Migros ve Şok için TMS 29 öncesi gelirler; CarrefourSA için TMS 29 sonrası gelirler; A101 analist hesabıdır.

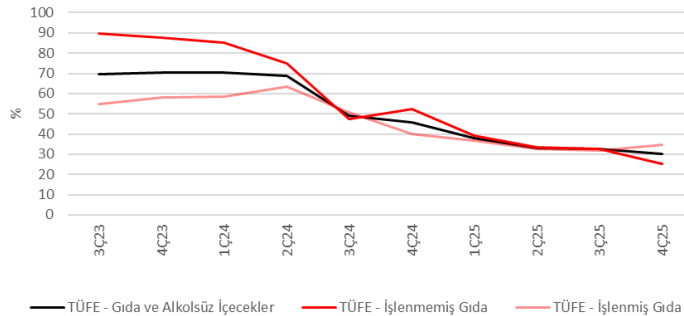
Gıda Perakendesi

Net Satış Reel Büyümesi - Yıllık



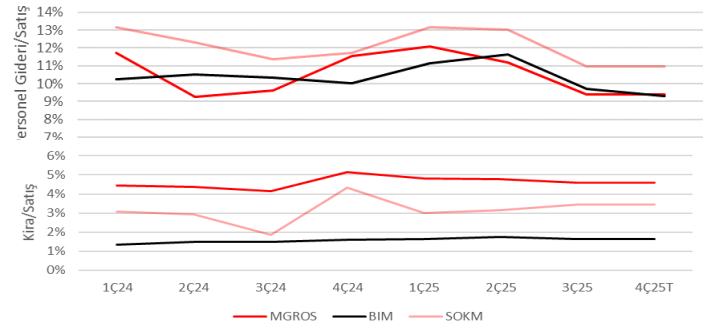
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

TÜFE - Yıllık



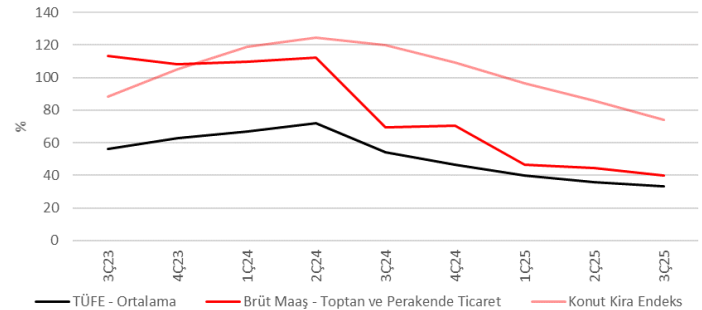
Kaynak: TÜİK

Faaliyet Gideri/Satış Rasyosundaki Değişim



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

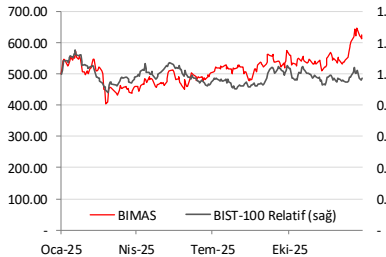
Brüt Maaş ve Kira Giderlerindeki Değişim - Yıllık



Kaynak: TÜİK

BİM

Bloomberg Kodu	BİMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	874.00			
Güncel Fiyat, TL	626.00			
Getiri Potansiyeli	40%			
Halka Açıklık Oranı	68%			
Piyasa Değeri, mn TL	375,600			
Firma Değeri, mn TL	398,906			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	519,567	718,570	960,529	1,241,461
FAVÖK, mn TL	22,558	39,641	53,650	77,009
Net Kâr, mn TL	18,587	15,584	24,687	33,544
Net Borç, mn TL	28,736	34,109	40,633	47,012
Net Borç/FAVÖK	1.3	0.9	0.8	0.6
FAVÖK Marjı	4.3%	5.5%	5.6%	6.2%
Net Marj	3.6%	2.2%	2.6%	2.7%
Temettü Verimi	2.1%	2.1%	1.7%	2.8%
Ciro, y/y	58.2%	38.3%	33.7%	29.2%
FAVÖK, y/y	64.0%	75.7%	35.3%	43.5%
Net Kâr, y/y	20.4%	-16.2%	58.4%	35.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	15.3	24.1	15.2	11.2
FD/FAVÖK	13.6	10.2	7.6	5.4
FD/Ciro	0.6	0.6	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	15.9%	17.4%	21.6%	16.7%
BİST-100 Relatif	2.0%	-3.6%	-4.4%	2.2%
AÖİH, mn TL	4,343	3,891	3,288	4,949



BİM, sektör geneline kıyasla daha güçlü temelleri sayesinde rakiplerinden pazar payı kazanma açısından iyi bir konumda bulunmaktadır. İndirimli perakende kanalında, hızlı genişleme döneminin ardından rakiplerin kârlılığa odaklanmasıyla satış alanı büyümesi yavaşlamış olsa da, BİM 2025T’de yaklaşık %6 satış alanı büyümesi sağlamaya devam etmiştir. 2025–2027 döneminde, 950–1.000 yeni mağaza açılışı, File formatının (süpermarket kanalı) artan penetrasyonu ve Fas’taki devam eden genişlemenin yıllık yaklaşık %7 satış alanı büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

Reel büyümenin normalleşmesi, gıda enflasyonundaki dezenflasyon süreci ve BİM’in ürün karmasında görece daha düşük iç enflasyonun etkisiyle, reel büyüme sektörün gerisinde kalarak şirketin 10 yıllık tarihsel seyrinin altına inmiştir. Bu etkinin en belirgin olduğu dönem, müşteri trafiğindeki yavaşlama ve sepet büyüklüğünde reel daralma nedeniyle 1Y25 olmuştur.

Bu eğilim 2Y25’te tersine dönmüştür. Daha elverişli baz etkisi, iç enflasyonun manşet enflasyona yakınsaması, BİM’in SKU portföyünü genişletme çabaları ve gelirlerin yaklaşık %10’unu oluşturan File mağazalarındaki güçlü aynı mağaza satış performansı bu toparlanmayı desteklemiştir. 2025–2027 döneminde reel büyüme ivmesinin %7–8 seviyelerinde korunmasını bekliyoruz.

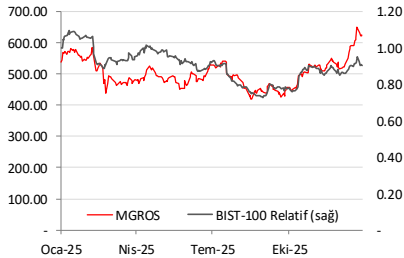
BİM’in, daha avantajlı ödeme vadeleri sayesinde tedarikçilerden indirim elde etmeye yönelik stratejisi, artan personel maliyet baskısını kısmen dengelemiştir. Maliyet baskılarının azalmasıyla birlikte, şirketin bu stratejiyi kademeli olarak sonlandırmasını ve 2026 yılında FAVÖK ile net marjların genel olarak yatay seyretmesini bekliyoruz.

Katalizörler: Tüketici satın alma gücündeki iyileşme, modern perakende kanalına devam eden geçiş ve asgari ücret artışının erken dönem mevsimsel etkisinin ardından personel maliyet baskısının azalması, öne çıkan katalizörler olarak değerlendirilmektedir.

Güncellenen makro varsayımlarımızı yansıtarak Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 874 TL’ye (önceki: 826 TL) hafif yukarı revize ediyoruz. BİM, uluslararası benzerlerine kıyasla sınırlı bir primle işlem görmektedir.

Migros

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	905.00			
Güncel Fiyat, TL	625.00			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mın TL	113,159			
Firma Değeri, mın TL	113,709			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	293,780	413,578	549,780	716,717
FAVÖK, mın TL	15,796	26,799	37,467	49,440
Net Kâr, mın TL	6,340	6,348	9,169	11,368
Net Borç, mın TL	-1,450	-2,057	-10,202	-17,660
Net Borç/FAVÖK	-0.1	-0.1	-0.3	-0.4
FAVÖK Marjı	5.4%	6.5%	6.8%	6.9%
Net Marj	2.2%	1.5%	1.7%	1.6%
Temettü Verimi	2.1%	1.7%	1.1%	1.6%
Ciro, y/y	61.7%	40.8%	32.9%	30.4%
FAVÖK, y/y	390.4%	69.7%	39.8%	32.0%
Net Kâr, y/y	-28.2%	0.1%	44.4%	24.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	13.5	17.8	12.3	10.0
FD/FAVÖK	5.3	4.2	2.8	2.0
FD/Ciro	0.3	0.3	0.2	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.8%	40.4%	12.5%	19.7%
BIST-100 Relatif	3.7%	15.2%	-11.5%	4.9%
AOLH, mın TL	1,765	1,507	1,172	1,926



Migros, süpermarket ve online kanallardaki etkin büyüme stratejisi sayesinde sektörden olumlu ayrılmakta; bu sayede organize olmayan perakendeden ve indirim marketlerinden sürdürülebilir şekilde pazar payı kazanmaktadır. Online kanal, yaklaşık %17 gelir payı ile sektördeki en yüksek penetrasyon seviyesini temsil etmektedir.

Yıllık 250–300 mağaza açılışının, 2025–2027 döneminde satış alanında %4–5 büyümeye karşılık gelmesini bekliyoruz. Yeni mağaza açılışları ve müşteri trafiğindeki artış, tamamlayıcı işkollarına yapılan yatırımlar (yeni devreye alınan kişisel bakım ve evcil hayvan bakım formatları dâhil), hazır yemek ve dondurulmuş gıda kategorilerine artan odaklanma ile sağlanan kategori farklılaşması ve online kanalın artan katkısı, 2026–2027 döneminde %7–8 reel ciro büyüme profilini desteklemektedir.

Jet kasa sistemlerinin daha yaygın kullanımıyla personel maliyeti baskısının azalması, dijitalleşmeden kaynaklanan verimlilik kazanımları, taze ürünlerde fire oranlarının disiplinli yönetimi, yenilenebilir enerji yatırımlarından sınırlı katkı ve mağaza başına göstergelerdeki iyileşme; 2025–2027 döneminde (faiz ve stok enflasyonu etkileri düzeltilmiş) FAVÖK marjı artışını destekleyecektir.

Stok yönetimindeki iyileşme ve dijitalleşme, operasyonel marjlardaki toparlanma ve 2025 sonrasında faiz oranlarında beklenen düşüşle birlikte kredi kartı komisyon giderlerinin potansiyel olarak azalması sayesinde nakit akışı üretiminin güçlenmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, yıllık bazda nakit yaratma eğiliminin 2025 sonrasında belirgin şekilde iyileşmesine işaret etmektedir.

Katalizörler: Tüketici satın alma gücündeki iyileşme, modern perakende kanalına devam eden geçiş, online kanalın artan penetrasyonu ve asgari ücret artışının erken dönem mevsimsel etkisinin ardından personel maliyeti baskısının azalması, başlıca katalizörler olarak öne çıkmaktadır.

Uzun vadeli makro varsayımlardaki değişiklikleri yansıtarak **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 905 TL'ye (önceki: 817 TL) yükseltiyoruz.** Migros, USD bazlı 2026T F/K çarpanına göre sınırlı bir iskontoyla işlem görmektedir.

Gıda ve İçecek

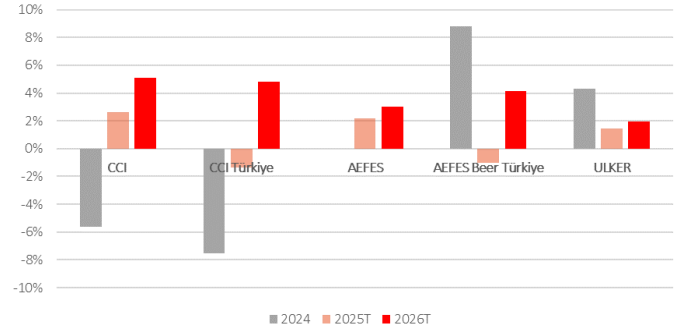
45 halka açık şirketten oluşan bir örneklemi kapsayan Gıda & İçecek sektörü, 9A25 döneminde genel olarak yatay bir ciro performansı sergilemiştir. Yıllık bazda ciro daralması en belirgin şekilde 1Ç'te görülürken, 3Ç sonuçları sektör genelinde %2–3 seviyesinde sınırlı bir yıllık ciro artışına işaret etmiştir. Buna rağmen, Coca-Cola İçecek (CCI) ve Ülker gibi birkaç istisna dışında, net kâr ve FAVÖK'te yıllık bazda çift haneli düşüşler 3Ç25'te de devam etmiştir. Bu dönemde gıda ürünlerine ilişkin üretici fiyat enflasyonu görece yapışkan seyrini korurken, içecek segmenti dezenflasyonist eğilimlerden daha belirgin şekilde faydalanmıştır.

Kapsam evrenimiz içinde Coca-Cola İçecek, değer odaklı büyüme stratejisi, daha sıkı promosyon disiplini, gazlı içeceklerle doğru olumlu ürün karması değişimi ve uluslararası operasyonlarda yeni eklenen kapasite ile soğutucuların daha yüksek kullanım oranları sayesinde 2Y25'te üstün bir büyüme patikası sunmaya adaydır. Özellikle 1Y26'da baz etkilerinin daha destekleyici hale gelmesiyle, bu unsurların 2026 yılında da büyümeyi desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

Anadolu Efes için, yeni içecek kategorilerine genişlemeden sınırlı katkı ile birlikte Türkiye operasyonlarında daha yapıcı bir ciro görünümü öngörüyoruz. Bununla birlikte, uluslararası bira operasyonlarında dolar bazında büyük ölçüde yatay seyreden gelirlerin, 2026 yılında konsolide ciro büyümesini sınırlaması muhtemeldir.

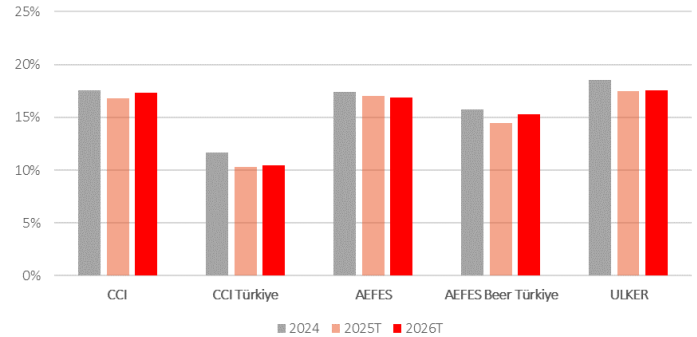
Ülker'in, 2025 yılını yaklaşık %2 büyüme ile ciro beklenti aralığının alt bandına yakın tamamlaması beklenmektedir. Şekerleme pazarındaki mevcut eğilimler ise 2026 yılına girerken yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmektedir. Kakao stoklarının görece daha elverişli fiyat seviyelerinden artırılmış olması, 2Y26 döneminde marjları destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Reel Gelir Büyümesi – TMS29 sonrası



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler

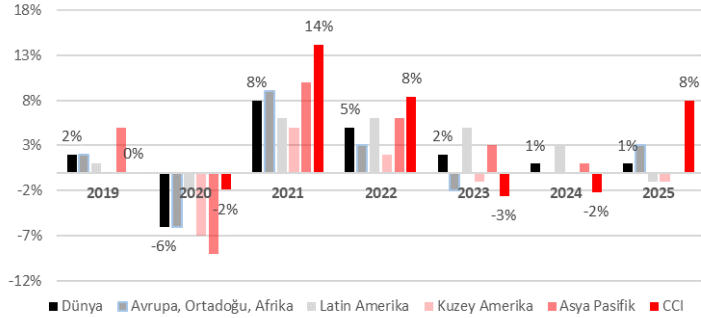
FAVÖK Marjı Tahminleri – TMS29 sonrası



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirketler

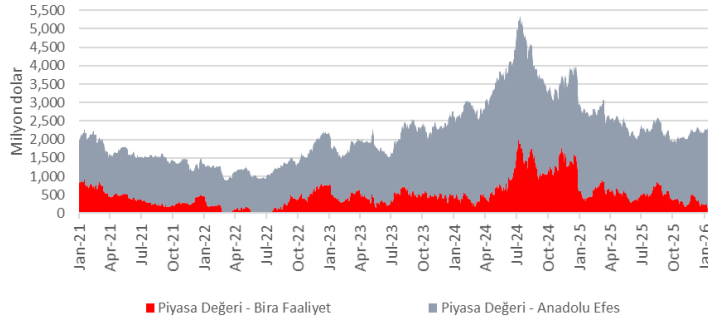
Gıda ve İçecek

Coca-Cola Company Bölgesel Hacim Büyümesi



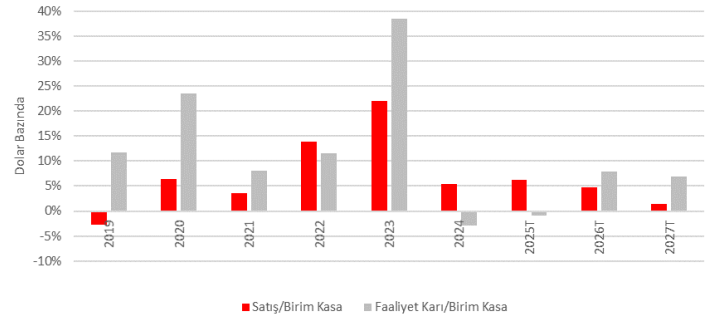
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Coca-Cola Company, CCI, *Bölgeler 9A25 verilerini içermektedir. CCI 2025 hacim verilerini açıklamıştır.

Piyasa Değeri –Anadolu Efes ve Bira Operasyonları



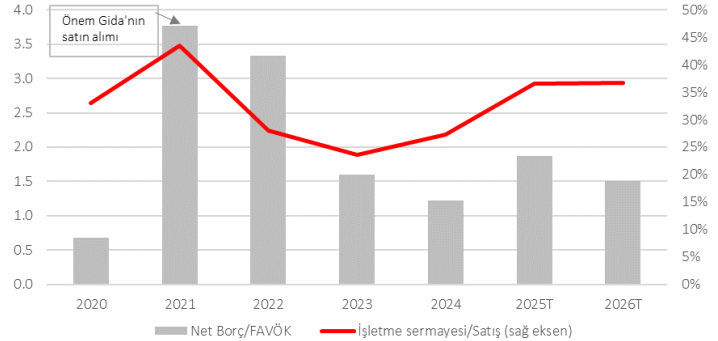
Kaynak: Rasyonet

CCI – Net Satış ve Faaliyet Kar Büyümesi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, CCI

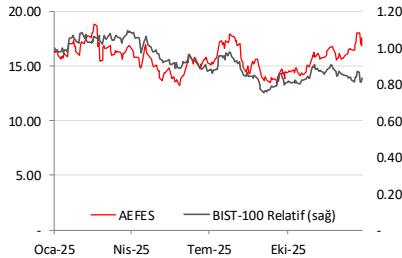
Ülker – Finansal Kaldıraç



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Ülker

Anadolu Efes

Bloomberg Kodu	AEFES TL			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	27.00			
Güncel Fiyat, TL	17.59			
Getiri Potansiyeli	53%			
Halka Açıklık Oranı	32%			
Piyasa Değeri, mın TL	104,151			
Firma Değeri, mın TL	269,928			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	179,715	240,372	309,431	389,160
FAVÖK, mın TL	31,138	40,960	52,227	70,376
Net Kâr, mın TL	11,869	12,642	14,850	16,354
Net Borç, mın TL	62,979	57,704	64,668	78,984
Net Borç/FAVÖK	2.0	1.4	1.2	1.1
FAVÖK Marjı	17.3%	17.0%	16.9%	18.1%
Net Marj	6.6%	5.3%	4.8%	4.2%
Temettü Verimi	1.2%	0.7%	1.8%	2.1%
Ciro, y/y	12.4%	33.8%	28.7%	25.8%
FAVÖK, y/y	15.1%	31.5%	27.5%	34.8%
Net Kâr, y/y	-46.4%	6.5%	17.5%	10.1%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	9.9	8.2	7.0	6.4
FD/FAVÖK	8.5	6.3	5.1	4.0
FD/Ciro	1.5	1.1	0.9	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.7%	22.6%	8.8%	12.0%
BIST-100 Relatif	-4.3%	0.6%	-14.4%	-1.9%
AOİH, mın TL	1,229	1,212	1,164	1,381



Anadolu Efes, 2025 yılında hem BIST100'ün hem de Coca-Cola İçecek'in (CCI) gerisinde bir performans sergilemiş olup, bunun temel nedeni Rusya operasyonlarına ilişkin belirsizliktir. Büyümenin ana itici güçlerinin, alkol­süz içecek işkolundaki büyüme görünümündeki iyileşmeye bağlı olacağını düşünürken, bira operasyonlarında ise yalnızca sınırlı bir büyüme öngörüyoruz.

Tariş Üzüm'ün (Mercan Rakı) %60 hissesinin satın alınması ve Azerbaycan merkezli Salyan Food Products ile Efes markalı bira üretimine yönelik lisans anlaşmasının, kısa vadede sınırlı etki yaratmasını; ancak orta–uzun vadede yüksek büyüme potansiyeli sunmasını bekliyoruz (2027T'de yaklaşık %2 potansiyel ciro katkısı).

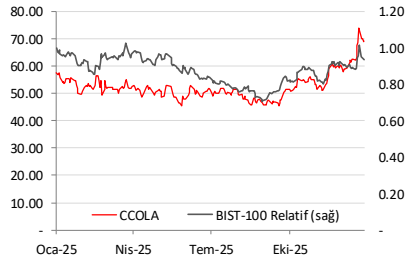
2025 yılı için %1 reel ciro büyümesi, FAVÖK marjında 60 baz puan düşüşle %16,7 ve net kâr marjında 130 baz puan gerilemeyle %5,3 öngörüyoruz. 2026 yılında bira gelirleri ve FAVÖK tarafında kademeli bir iyileşme bekliyoruz. Tahminlerimiz, konsolide bazda 2025 için net borç/FAVÖK oranının 1,6x seviyesinde olacağına işaret etmektedir.

Katalizörler: Şirketin Rusya'daki varlıklarına ilişkin mülkiyet sorunlarının çözümüne yönelik herhangi bir haber akışı hisse için katalizör etki yaratabilir. Mevcut durumda yalnızca bira operasyonlarını yansıtan piyasa değerinin Rusya operasyonlarından kaynaklanabilecek potansiyeli içermediğini düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Anadolu Efes ve AB InBev'in Rusya'daki %50–%50 ortak girişimi olan AB InBev Efes B.V.'nin hisse ve mülkiyet haklarının geçici yönetime devredilmesinden bu yana somut bir ilerleme kaydedilmemiştir. Anadolu Efes Rusya operasyonlarını finansallarında konsolide etmese de, söz konusu varlıkların değerini bilançosunda finansal yatırımlar altında yansıtmaya devam etmekte ve tüm yapıyı 1,275 milyar dolar değerlemektedir.

Değerleme: Değerlememiz; (i) Anadolu Efes'in Coca-Cola İçecek'teki %50 payı dikkate alınarak düzeltilmiş CCI hedef değerlememizi ve (ii) Türkiye, Kazakistan, Gürcistan, Moldova ve Ukrayna'yı kapsayan bira operasyonları için atfedilen 386 milyon dolar tutarındaki değerlemeyi (12 aylık ileriye dönük, USD bazlı INA; mevcut yalnızca bira faaliyetlerini yansıtan piyasa değerinin 200 milyon doların altında olduğu dikkate alındığında) içermektedir. Toplam hedef değerlemenin %89'u CCI'dan gelmektedir. Bu çerçevede, hisse başına 12 aylık hedef fiyatımızı 27 TL'ye (önceki: 25 TL) yükseltiyoruz. Anadolu Efes, 2026T F/K çarpanına göre uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %50 iskontolu işlem görmektedir.

Coca-Cola İçecek

Bloomberg Kodu	CCOLA TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	100.00			
Güncel Fiyat, TL	69.35			
Getiri Potansiyeli	44%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mın TL	194,047			
Firma Değeri, mın TL	228,474			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	137,683	185,034	242,978	305,336
FAVÖK, mın TL	24,143	31,149	42,064	55,461
Net Kâr, mın TL	14,813	16,262	23,025	30,324
Net Borç, mın TL	25,795	26,850	24,017	19,023
Net Borç/FAVÖK	1.1	0.9	0.6	0.3
FAVÖK Marjı	17.5%	16.8%	17.3%	18.2%
Net Marj	10.8%	8.8%	9.5%	9.9%
Temettü Verimi	1.2%	1.5%	2.5%	3.6%
Ciro, y/y	36.3%	34.4%	31.3%	25.7%
FAVÖK, y/y	34.7%	29.0%	35.0%	31.9%
Net Kâr, y/y	-28.0%	9.8%	41.6%	31.7%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	11.4	11.9	8.4	6.4
FD/FAVÖK	8.1	7.1	5.2	3.9
FD/Ciro	1.4	1.2	0.9	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	15.3%	34.8%	17.4%	17.9%
BIST-100 Relatif	1.5%	10.7%	-7.6%	3.4%
AOLH, mın TL	480	430	423	583



Coca-Cola İçecek (CCI), Orta Asya'daki genişleme stratejisini başarıyla uygulamış olup, bölgenin gelirler içindeki payı 2024'te %34 seviyesinden 9A25'te %40'a yükselmiştir. 2024 yılında Özbekistan ve Kazakistan'da, 2025 yılında ise Azerbaycan ve Irak'ta devreye alınan yeni kapasitelerin hızla kullanıma girmesi, 2025 yılında uluslararası operasyonlarda %13,5 hacim büyümesinin sağlanmasında belirleyici olmuştur. Coca-Cola Zero, Fuse Tea ve meyve suyu kategorileri dahil olmak üzere daha geniş bir ürün portföyünün artan penetrasyonunun, uluslararası operasyonlarda yıllık %7–8 ve konsolide bazda yıllık yaklaşık %5–6 düzeyinde sürdürülebilir hacim büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre, uluslararası operasyonların FAVÖK içindeki payının %66–68 seviyesine ulaşması beklenmektedir.

CCI'nin 10 yıllık stratejisi; faaliyet gösterilen pazarlarda nüfus artışına (600 milyondan 700 milyona), alım gücü, yüksek katma değerli ürünlere kayış odaklı dengeli büyümeye, organize ve dijital kanallara geçişin sürdürülmesine, dijitalleşmenin artırılmasına, kapasite ve soğutucu yatırımlarının devamına ve yeni coğrafyalara genişlemeye odaklanmaktadır.

Türkiye operasyonları, 2Y25 itibarıyla hacim odaklı bir stratejiden değer odaklı bir yaklaşıma geçiş yapmış; daha sıkı promosyon disiplini ve maliyet yönetimi ile desteklenmiştir. Bu dönüşüm, kârlılıktaki aşağı yönlü döngünün tersine dönmesini sağlamış ve serbest nakit akımı üretiminde iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Bu eğilimin 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz.

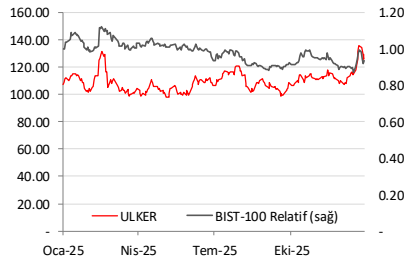
Varsayımlarımız, özellikle 1Y26'da belirginleşmesi beklenen yıllık operasyonel toparlanmanın etkisiyle 2026'da %5 reel ciro büyümesi ve %8 reel FAVÖK büyümesini içermektedir. Buna ek olarak, daha ılımlı bir yatırım harcaması profili, serbest nakit akımı marjında ilave iyileşmeyi destekleyecektir.

Katalistler: Pakistan'da beklenenden güçlü bir toparlanma ve tüketici talebinin 2022 seviyelerine geri dönmesi, baz senaryomuza kıyasla hacim büyümesine ilave %4'e kadar katkı sağlayabilir.

Coca-Cola İçecek için olumlu görüşümüzü koruyor, **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi sürdürüyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 100 TL'ye yükseltiyoruz (önceki: 92 TL)**. Hisse, 2026T F/K çarpanına göre benzerlerine kıyasla yaklaşık %30 iskontolu işlem görmektedir.

Ülker

Bloomberg Kodu	ULKER TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	198.00			
Güncel Fiyat, TL	129.00			
Getiri Potansiyeli	53%			
Halka Açıklık Oranı	39%			
Piyasa Değeri, mın TL	47,637			
Firma Değeri, mın TL	88,966			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	84,098	111,702	142,340	174,266
FAVÖK, mın TL	15,596	19,502	24,992	30,825
Net Kâr, mın TL	7,401	6,924	9,931	13,565
Net Borç, mın TL	19,042	36,412	37,686	36,642
Net Borç/FAVÖK	1.2	1.9	1.5	1.2
FAVÖK Marjı	18.5%	17.5%	17.6%	17.7%
Net Marj	8.8%	6.2%	7.0%	7.8%
Temettü Verimi	-	6.3%	-	4.0%
Ciro, y/y	50.6%	32.8%	27.4%	22.4%
FAVÖK, y/y	47.1%	25.0%	28.2%	23.3%
Net Kâr, y/y	119.0%	-6.4%	43.4%	36.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	6.3	6.9	4.8	3.5
FD/FAVÖK	4.4	4.4	3.5	2.9
FD/Ciro	0.8	0.8	0.6	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	16.8%	24.0%	21.0%	19.4%
BLST-100 Relatif	2.8%	1.8%	-4.9%	4.7%
AOİH, mın TL	781	662	867	949



Ülker'in, 9A25'te kaydedilen %5 büyümenin ardından, özellikle 4Ç25'teki yüksek baz etkisi nedeniyle 2025 yılını yaklaşık %2 büyüme ile ciro beklenti aralığının alt bandına yakın tamamlaması beklenmektedir. Şekerleme pazarındaki mevcut eğilimler, 2026 yılında da ılımlı talebin devam edeceğine işaret ederken, atıştırmalık işkolunda gözlenen daha düşük fiyatlı ürün tüketimine kayış (trade-down) etkisinin büyük ölçüde ortadan kalktığı görülmektedir.

2026 yılı için %2 reel ciro büyümesi varsayıyoruz; bu kapsamda Türkiye gelirlerinin %3 artmasını bekliyoruz. Uluslararası operasyonların ise 2026'da toplam gelirlerin yaklaşık %29'unu oluşturarak yatay bir ciro performansı sergileyeceğini öngörüyoruz.

Kakao stoklarının görece daha elverişli fiyat seviyelerinden artırılmış olması, 2Y26 döneminde marjları destekleyici olacaktır. 2026 yılı için, kakao fiyatlarındaki son geri çekilmeyi de kısmen yansıtabilecek şekilde, FAVÖK marjında 10 baz puanlık artışla %17,6 seviyesine yükseliş öngörüyoruz.

Buna ek olarak, daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı ve sınırlı operasyonel verimlilik kazanımları sayesinde serbest nakit akımı (SNA) marjında ve net borç pozisyonunda ilave iyileşme varsayıyoruz (2026T net borç/FAVÖK: 1,5x).

Katalistler: Hem Türkiye'de hem de toplam gelirlerin %32'sini oluşturan uluslararası operasyonlarda tüketici talebinde toparlanma.

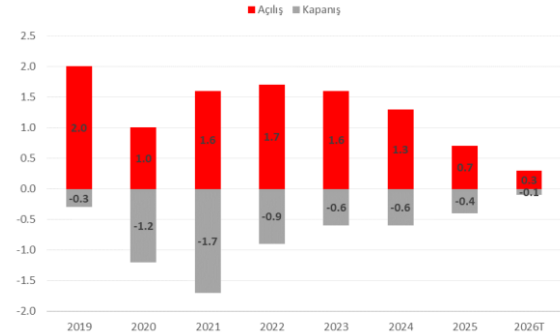
12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 198 TL olarak hesaplıyoruz (önceki: 198 TL) Benzer şirket karşılaştırması, 2026T F/K çarpanında tarihsel ortalamayla uyumlu şekilde %70 iskonto olduğunu göstermektedir.

Rafineri ve Petrokimya Sektörü

Rafineri: Küresel net rafineri kapasite genişlemesinin, 2023'te +0,7mn v/g ve 2024'te +0,3mn v/g'ün ardından 2026'da +0,2mn v/g'e yavaşlaması bekleniyor. Rusya'nın rafine ürün ihracatına yönelik devam eden yaptırımlar, üretimi etkileyen jeopolitik gelişmeler ve önemli rafineri kapasite artışlarının olmaması, düşen faiz oranları ve altyapıya yapılan yoğun yatırımlarla birlikte potansiyel talep toparlanması, ürün marjlarını tarihsel ortalamaların üzerinde tutabilir. Orta distilat marjları; i) Rusya-Ukrayna savaşının başlamasının ardından arz kıtlığı ve yükselen doğalgaz fiyatları nedeniyle 2022'de zirveye ulaşmıştı, ii) 2023 ve 2024'te doğalgaz fiyatlarındaki düşüş ve daha yumuşak talep koşullarıyla normalleşmeye başlamıştı, iii) yaptırımlar, jeopolitik sorunlar, üretim problemleri ve kapasite kıtlığı nedeniyle 2025'te tekrar artmıştı ve iv) 2026'da ise net rafineri kapasite artışlarındaki yavaşlama, talepte olası toparlanma ve Rusya'ya yönelik yaptırımların devam etmesiyle ortalamada biraz daha yukarıda olabilir. Benzin marjları ise, 2022'deki olağanüstü güçlü seviyelerin üzerine 2023'te %5'lik bir artış kaydetmişti. Yeni rafineri kapasitelerine paralel olarak 2024'te benzin marjları %22 gerileyerek normalleşmeye başlamıştı, 2025'te ise yeni kapasiteye rağmen jeopolitik etkilerle benzin marjları yatay seyretti. 2026'da benzin marjlarında arz artışıyla beraber hafif gerileme öngörüyoruz. Tüpraş açısından ağırlıklı ortalama ürün marjında %5'lik bir artış varsayıyoruz.

Ağır ham petrol fiyat makası: Yaptırımlar, jeopolitik gelişmeler ve hafif ham petrol kullanan basit rafinerilerin kapanması, 2026'da ağır-hafif ham petrol fiyat makasını baskılayabilir. Öte yandan, Venezuela'da olası üretim artışı, Kerkük ham petrolünün yeniden akışı ve OPEC+ üyelerinin arzı artırması, bu faktörlerin bazılarını dengeleyerek 2026'da ağır-hafif ham petrol fiyat farkının yatay bir seyir izlemesine yol açabilir. İran'dan 1,8 milyon varil/gün ihracat hacmi ve Irak'ın İran'dan doğal gaz alımı göz önüne alındığında, Hürmüz Boğazı'ndaki herhangi bir gerilim ve İran'daki durumun tırmanması fiyat farklarını daraltabilir.

Küresel Rafineri Kapasitesi Değişimi (mn v/g)



Kaynak: Tüpraş

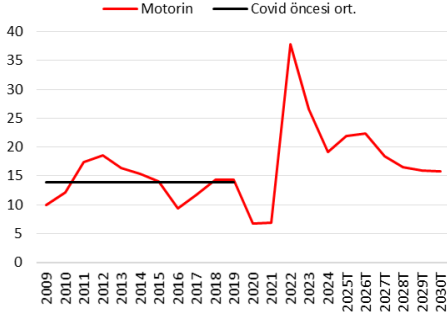
Türkiye Pazar Yapısı (milyon ton, 2024)

Ürün (milyon ton)	Tüpraş	STAR	Toplam	Talep	Net
LPG	0.9	0.2	1.1	4.1	-3.3
Petrokimya	0.2	1.7	1.9		
Benzin	5.9		5.9	4.9	1.0
Jet yakıtı	4.7	0.9	5.6	5.7	0.1
Motorin	8.9	5.2	14.1	26.1	-12.0
Fuel-oil	2.7		2.7	0.3	2.4
Bitumen	2.5		2.5		
Petkok ve diğer	0.6	0.6	1.3		
Total	30.0	13.0	43.0		

Kaynak: Tüpraş

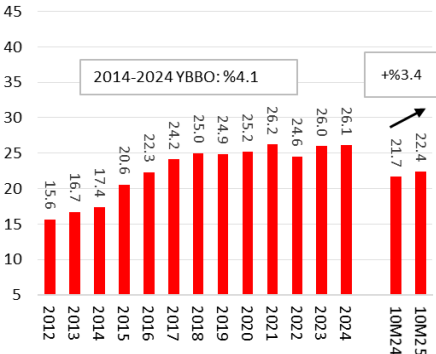
Rafineri ve Petrokimya Sektörü

Motorin Ürün Marjları (v/v)



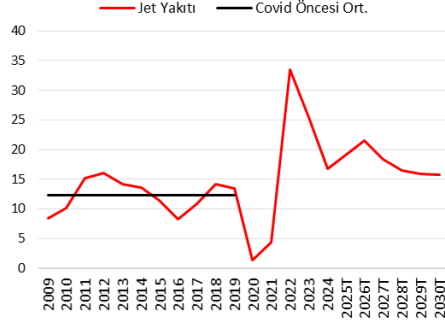
Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye Motorin Talebi (milyon ton)



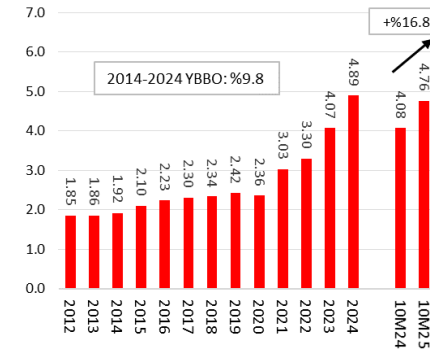
Kaynak: EPDK

Jet Yakıtı Ürün Marjları (v/v)



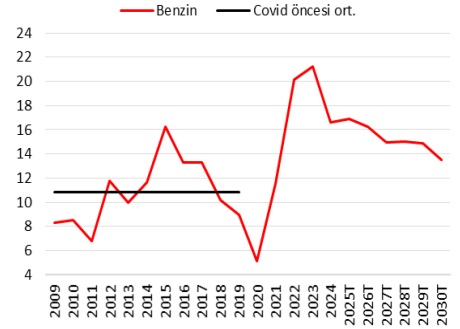
Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye Benzin Talebi (milyon ton)



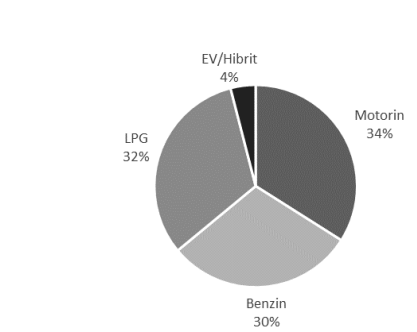
Kaynak: EPDK

Benzin Ürün Marjları (v/v)



Kaynak: Tüpraş, Ak Yatırım Araştırma

Otomobillerde Akaryakıt Tercihi (2024)



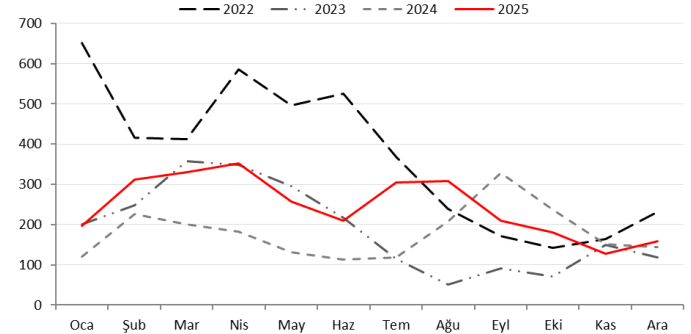
Kaynak: Tüpraş

Rafineri ve Petrokimya Sektörü

Petrokimya: Süregelen arz fazlası ve Çin rekabeti nedeniyle 2026 yılında petrokimya marjlarında somut bir toparlanma olmayabilir. Etilen-nafta makası 2025 yılında ortalama 245 dolar/ton seviyesinde gerçekleşti. Etilen nafta makası, nafta fiyatlarındaki düşüş, sektördeki kapasite rasyonelleştirmesi ve planlanmamış kesintiler nedeniyle yıllık bazda %37 arttı. Öte yandan, nihai ürünlerdeki fiyatlandırma ortamı, bölgedeki artan Çin rekabetiyle birlikte arz fazlası nedeniyle zayıf kaldı. Aslında, marjlar 2022'den beri baskı altında. Çin'in petrokimya ürünleri ihracatçısı haline gelmesi ve Rusya'dan daha ucuz ham petrole erişim sayesinde artan rekabet gücü, son birkaç yıldır Petkim'in karlılığını olumsuz etkiledi.

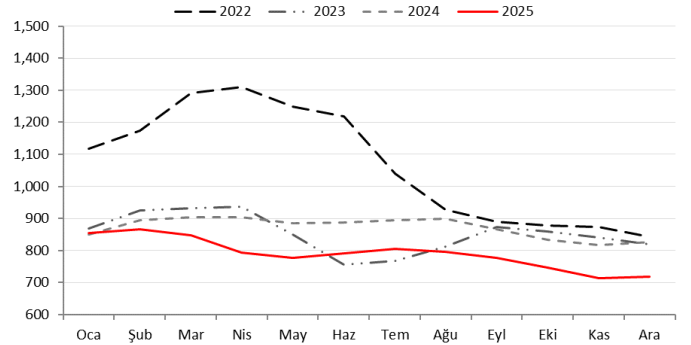
Sektörde tercihimiz, cazip değerlendirme, ortalamanın üzerinde ürün marjları, defansif iş modeli ve 1,6 milyar dolarlık net nakit pozisyonuyla güçlü bilançosu nedeniyle Tüpraş'tır. Aygaz'a gelince, Tüpraş'tan gelen temettü dağıtımı kısa vadede hisse senedi performansını destekleyebilir. Zayıf baz etkisi nedeniyle Petkim'in 2026 yılında karlılığında hafif bir toparlanma bekliyoruz, ancak hisse sektördeki karlılığın önemli ölçüde iyileşmesi ya da Petkim'in borç sorununu çözecek herhangi bir aksiyonun alınmaması halinde hisse performansının baskı altında kalmasını bekliyoruz.

Aylık Etilen-Nafta Makası (USD/ton)



Kaynak: Petkim

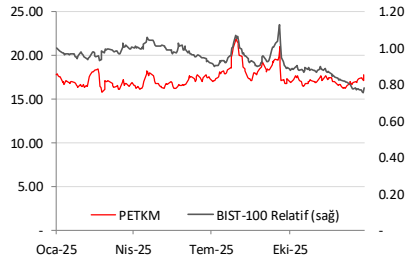
Aylık Platts Petrokimya Endeksi (USD/ton)



Kaynak: Petkim

Petkim

Bloomberg Kodu	PETKM TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	19.00			
Güncel Fiyat, TL	17.78			
Getiri Potansiyeli	7%			
Halka Açıklık Oranı	47%			
Piyasa Değeri, mın TL	45,062			
Firma Değeri, mın TL	50,234			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	77,381	88,483	98,312	119,036
FAVÖK, mın TL	-1,083	-2,458	2,639	5,194
Net Kâr, mın TL	-6,344	-5,287	-4,574	-5,462
Net Borç, mın TL	35,724	51,754	69,902	103,888
Net Borç/FAVÖK	-33.0	-21.1	26.5	20.0
FAVÖK Marjı	n.m.	n.m.	2.7%	4.4%
Net Marj	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	28.0%	14.3%	11.1%	21.1%
FAVÖK, y/y	-48.9%	126.9%	n.m.	96.8%
Net Kâr, y/y	n.m.	-16.7%	-13.5%	19.4%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
FD/FAVÖK	n.m.	n.m.	31.3	22.1
FD/Ciro	0.8	0.7	0.8	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.5%	5.9%	-0.2%	9.6%
BLST-100 Relatif	-6.3%	-13.1%	-21.5%	-4.0%
AOİH, mın TL	789	967	1,036	922



Talep ve fiyatlandırma ortamı, Çin rekabeti ve bölgedeki arz fazlası nedeniyle zayıf kalmaya devam ediyor. Buna bağlı olarak, Petkim'in FAVÖK'ü 2022 sonundan beri negatif seviyelerde seyreliyor. 9A25'te FAVÖK -45 milyon dolar olarak gerçekleşirken, şirket yönetimi 3Ç25 sonuçları sonrasında 2025 FAVÖK beklentisini üçüncü kez aşağı çekmişti – başa baş noktasından -20-30 milyon dolara. Faiz indirimlerinin ardından talepte potansiyel bir artışla, Petkim'in FAVÖK'ünün 2025 beklentimiz olan -52 milyon dolardan 2026'da +51 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Ancak normal dönemlerde ortalama 250 milyon dolar olan FAVÖK seviyesi düşünüldüğünde 2026'da karlılıkta önemli bir iyileşme beklemiyoruz.

Zayıf bilanço pozisyonu... Petkim'in net borç pozisyonu 3Ç25 sonunda 41 milyar TL (1 milyar dolar) iken, son 12 aylık FAVÖK'ü (-2,8 milyar TL) -67 milyon dolardı. 25 Eylül'de Fitch, Petkim'in uzun vadeli yabancı para birimi ihraççı notunu "CCC+"dan "CCC"ye düşürerek, Petkim'in kısa vadeli işletme sermayesi finansmanına bağımlılığına ve yaklaşan borç vadelerinin sürekli olarak yenilenmesine işaret etti. Bu arada Fitch, Petkim'in nihai sahibi SOCAR tarafından sağlanan desteğin kısa vadeli borçlarını yenilemesine ve asgari düzeyde likidite sağlamasına olanak tanıdığını, ancak mevcut sermaye yapısının sürdürülemez oluşunu ele almadığını belirtti.

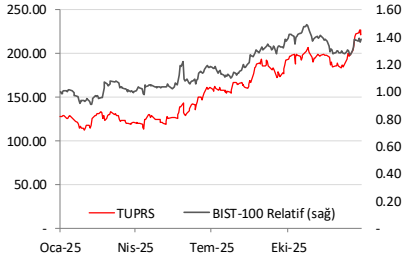
2027'de büyük bakım durumu ve olası kapasite artışı... Petkim, 2027'de etilen tesisinde büyük bir bakım çalışması planlıyor. SOCAR ve Petkim'in «Master Planı» doğrultusunda, toplam yatırım tutarı 3-4 milyar doları bulabilecek yeni bir etilen tesisi (1,2 milyon ton), yeni bir PP tesisi (550 bin ton) ve yeni bir LLDPE-HDPE tesisi (827 bin ton) inşa edilmesi hedefleniyor. Nihai yatırım kararının 2026'da alınması beklenirken projenin finansmanı konusunda tüm seçeneklerin değerlendirilebileceği belirtiliyor.

STAR Rafinerisi... Jeopolitik sorunlar ve rafineri sektöründeki temel faktörler nedeniyle ortalamanın üzerinde ürün marjlarına rağmen, Rusya'ya uygulanan yaptırımların sıkılaştırılmasının ardından STAR'ın ham petrol yelpazesindeki değişiklikler, 2026 yılında operasyonel performansı baskılayabilir. STAR Rafinerisi'nin Petkim'in net karına katkısının 2025 ve 2026'da yaklaşık 1,3 milyar TL olmasını bekliyoruz.

«Nötr» tavsiyemizin nedenleri: i) Yüksek kaldıraç oranı, ii) 2026'da faaliyet ortamında beklediğimiz sınırlı toparlanma ve iii) yaşanan üretim tesisleriyle birlikte büyük sermaye harcaması ihtiyacı. STAR rafinerisinden Petkim'e yapılacak herhangi bir nakit temettü ve Socar'dan yapılacak herhangi bir nakit enjeksiyonu Petkim için katalizör olabilir.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	286.00			
Güncel Fiyat, TL	226.70			
Getiri Potansiyeli	26%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mın TL	436,805			
Firma Değeri, mın TL	354,441			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	810,386	852,984	974,893	1,159,500
FAVÖK, mın TL	51,446	63,811	83,314	98,012
Net Kâr, mın TL	18,315	29,359	41,413	62,257
Net Borç, mın TL	-54,546	-69,402	-72,091	-78,396
Net Borç/FAVÖK	-1.1	-1.1	-0.9	-0.8
FAVÖK Marjı	6.3%	7.5%	8.5%	8.5%
Net Marj	2.3%	3.4%	4.2%	5.4%
Temettü Verimi	13.8%	6.7%	8.4%	12.7%
Ciro, y/y	18.0%	5.3%	14.3%	18.9%
FAVÖK, y/y	-46.5%	24.0%	30.6%	17.6%
Net Kâr, y/y	-65.8%	60.3%	41.1%	50.3%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.0	14.9	10.5	7.0
FD/FAVÖK	4.8	5.5	4.1	3.4
FD/Ciro	0.3	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	22.1%	24.8%	72.6%	22.9%
BIST-100 Relatif	7.4%	2.4%	35.7%	7.7%
AOIH, mın TL	3,926	3,998	3,246	4,722



Jeopolitik gelişmeler, üretim sorunları, ağır-hafif ham petrol makasının daralması ve rafineri sektöründe önemli bir kapasite genişlemesinin olmaması nedeniyle **ürün marjları tarihsel ortalamaların üzerinde seyrediyor**. Dizel, jet yakıtı ve benzin marjları 2024'te sırasıyla 19,2 USD/varil, 16,7 USD/varil ve 16,6 USD/varil seviyesindeyken 2025'te sırasıyla 21,9 USD/varil, 19,1 USD/varil ve 16,9 USD/varil oldu. Yüksek marj ortamının bir kısmı ağır-hafif ham petrol fiyat makasının daralmasıyla açıklanabilir, ancak marjlardaki iyileşme, bu daralmanın olumsuz etkisini fazlasıyla telafi ediyor. Rusya-Ukrayna barış görüşmeleri marjlarda gerilemeye yol açsa da mevcut seviyeler 2026'da güçlü karlılığa işaret ediyor.

Uzun vadeli sektör görünümünde iyileşme... Küresel net rafineri kapasite artışlarının 2024'te +0,7mn varil ve 2025'te +0,3mn varilin ardından 2026'da +0,2mn varile yavaşlaması bekleniyor. Küresel karbonsuzlaştırma yatırımlarındaki yavaş ilerlemeye, zayıf altyapıya ve finansman sorunlarına paralel olarak, Uluslararası Enerji Ajansı, küresel petrol talebinin 2030 yerine 2040'de zirve yapmasını bekleyen "Mevcut Politikalar Senaryosu"nu revize etti. Bu, uzun vadeli ürün marjı projeksiyonlarımız için yukarı yönlü bir risk oluşturuyor.

2026'da dolar cinsinden %10 FAVÖK büyümesi bekliyoruz... Kuvvetli seyreden ürün marjlarının FAVÖK'teki büyümenin temel sebebi olacağını düşünüyoruz. Bu arada, Tüpraş'ın 4Ç25'te en iyi finansal sonuç açıklayan şirketlerden biri olacağını tahmin ediyoruz; FAVÖK ve net kar büyüme tahminimiz sırasıyla dolar cinsinden yıllık bazda %75 ve %40 civarında.

Stratejik dönüşüm planı... Tüpraş, sürdürülebilir havacılık yakıtlarından (SAF), sıfır karbonlu elektrikten ve yeşil hidrojen elde edilen FAVÖK payının 2030'a kadar ortalama %15 olmasını ve 2030 sonrasında %35'e yükselmesini bekliyor. Tüpraş'ın stratejik dönüşüm planı dört temel üzerine kuruluyor: i) mevcut varlıkları daha rekabetçi ve karlı hale getirmek için sürdürülebilir rafineriye yatırım yapmak, ii) Türkiye'de önde gelen SAF üreticisi olmak, iii) sıfır karbonlu elektrik ve iv) yeşil hidrojen. Tüpraş, hidroelektrik, güneş, rüzgar enerjisi ve nükleer MMR/SMR gibi çeşitli üretim teknolojilerini değerlendirmeye devam ediyor.

«Endeksin Üzerinde Getiri» tavsiyemizin nedenleri: i) arz sıkıntısıyla birlikte ürün marjlarında güçlü seyr, ii) 2026'da sağlam FAVÖK büyüme potansiyeli, iii) defansif iş yapısıyla mevcut makro ve jeopolitik ortama iyi uyumu ve iv) 1,6 milyar dolar net nakit pozisyonuyla güçlü bilanço. Tüpraş, uluslararası emsallerine göre yaklaşık %20 iskonto ile işlem görüyor. Ağır ham petrol arzının artmasına yol açacak gelişmeler, hisse senedi performansı için katalizör olabilir.

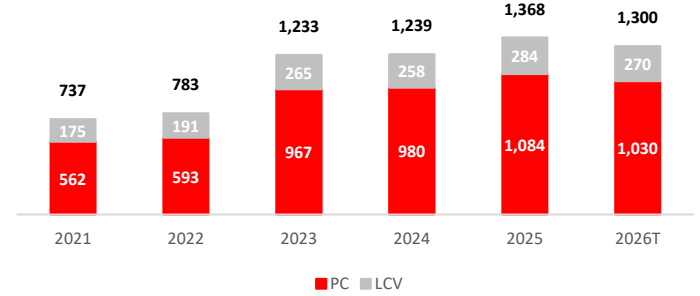
Otomotiv Sektörü – Hafif Araçlar

Rekorlarla dolu 2024 yılının ardından, 2025 yılı yurt içi hafif araç satışları bir önceki yıla göre %10 artışla 1,37 milyon adede ulaşarak yeni bir zirve yapmış ve 10 yıllık ortalamasının %56 üzerine çıkmıştır. Kısıtlı kredi koşullarına rağmen kaydedilen bu güçlü büyüme, yılın başındaki ÖTV muafiyetli araçların uygun fiyatlarından, genel avantajlı fiyatlandırma ile destekleyici döviz kurlarından ve elektrikli araçlara yönelik güçlü talepten kaynaklanmıştır. Ayrıca performans, 2025'teki vergi ve harç artışları öncesinde alımların öne çekilmesi, faiz getirileri ve altın fiyatlarıyla artan tasarrufların harcamaya yönlendirilmesi ve alternatif finansman seçenekleriyle de desteklenmiştir.

Öne çekilen talebin azalmasına bağlı olarak, 2026 yılında yurt içi hafif araç satışlarının yıllık %5 azalarak 1,3 milyon adede gerilemesini bekliyoruz. Avrupalı üreticilerin (OEM), Avrupa'daki zayıf talebi ve içten yanmalı motor (ICE) düzenlemelerini dengelemek amacıyla Türkiye'ye daha fazla araç göndereceğini; bunun da araç bulunabilirliğindeki artış ve stabil Türk lirası ile birleşerek fiyatlama gücünü daha da zayıflatacağını öngörüyoruz. Kredi koşullarındaki iyileşmeye ve devam eden fiyat rekabetine rağmen, önceki yılların olağandışı itici güçlerinin etkisini yitirmesiyle piyasada bir daralma yaşanacağını tahmin ediyoruz.

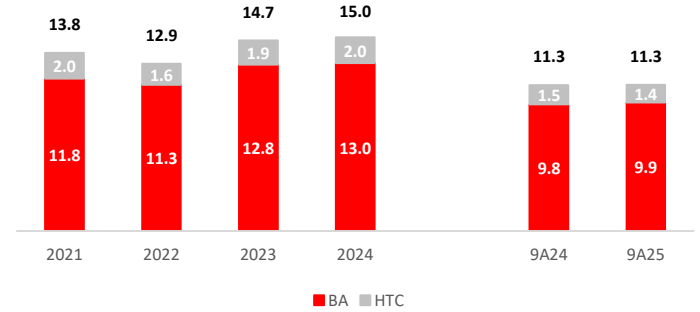
2026 yılı için Avrupa hafif araç pazarında, pandemi öncesi 18 milyonluk seviyeye göre halen toparlanma alanı bulunan %2'lik bir artış öngörüyoruz. Pazar, pandemi ve tedarik sorunları sonrası 2023'te %14, 2024'te ise %2 büyümüş; ancak 2025'in ilk dokuz ayında katı ICE düzenlemeleri nedeniyle yatay seyretmiştir. AB'nin 2035 sonrası standartları yumuşatmasına rağmen 2025-2029 döneminin değişmemesi sebebiyle, düzenleyici kaygılar baskı oluşturmaya devam etse de birikmiş talebin 2026'da büyümeyi desteklemesini bekliyoruz.

Yurt İçi Hafif Araç Pazarı (Bin Adet)



Kaynak: ODMD, Ak Yatırım Araştırma

Avrupa Hafif Araç Pazarı (Milyon Adet)



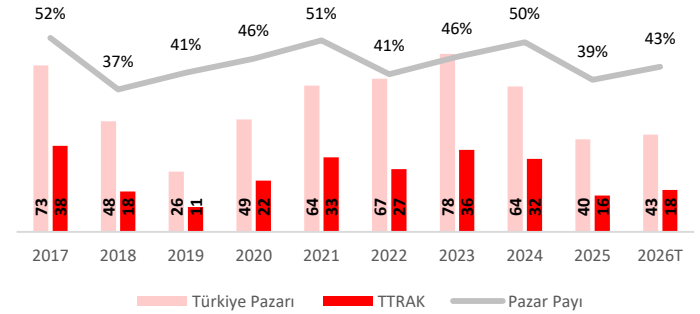
Kaynak: ACEA, Ak Yatırım Araştırma

Otomotiv Sektörü - Traktör

Yurt içi traktör pazarı, 2025 yılında yıllık bazda %36 oranında daralmıştır. Ziraat Bankası, faiz ödemelerinde yerli üretim traktörler için %50, ithal traktörler için ise %25 sübvansiyon sunmaktadır; ancak 2022 sonunda %5 seviyesinde olan sübvansiyonlu faiz oranı, 2023 başından itibaren artmaya başlayarak Nisan 2024'te %29,4 ile zirveye ulaşmış, Eylül 2025 itibarıyla ise %21,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sübvansiyonlu oranın enflasyonun altında kalmaya devam etmesine rağmen, faiz maliyetlerindeki bu ciddi artış talebi yavaşlatmıştır. Ayrıca, Mayıs 2024'te Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğ ile traktör finansmanı kullanan üreticilerin 5 yıl boyunca yeni bir kredi kullanamayacağı şartının getirilmesi sonucunda, Ziraat Bankası'nın bu segmentteki pazar payı 2023'teki %69 seviyesinden Eylül 2025'te %16'ya gerilemiştir. Faiz sübvansiyonlu kredilerdeki bu azalma, yurt içi traktör talebindeki küçülmede etkili olmuştur.

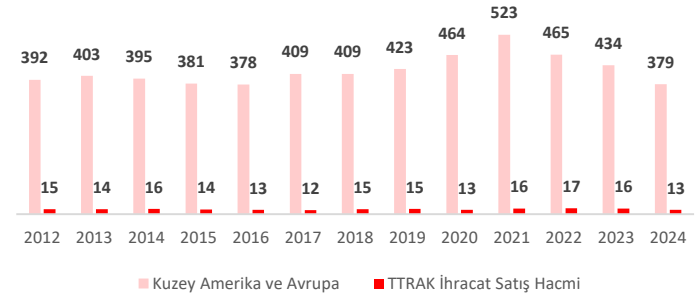
John Deere'in 2026 yılı öngörülerini, Türk Traktör'ün ihracat pazarları için daha ılımlı bir tablo çizmektedir. Türk Traktör ihracatının büyük çoğunluğunu oluşturan Kuzey Amerika ve Avrupa pazarlarına yönelik John Deere'in 2026 öngörüsü, ABD ve Kanada'da büyük tarım ekipmanları endüstrisi satışlarında yıllık %15-20 oranında bir düşüş beklendiği için zorlu bir yılın daha yolda olduğuna işaret etse de, aynı bölgelerdeki küçük tarım ekipmanları satışlarında ve Avrupa tarım ekipmanları endüstrisinde yıllık %0-5 oranında bir artış öngörmektedir. Küçük tarım ekipmanlarına yönelik öngörülerini; iyileşen çiftlik finansalları, stabilize olan faiz oranlarını ve daha iyi ürün fiyatlarını yansıtmaktadır. Türk Traktör'ün ihracatının ağırlıklı olarak düşük beygir gücüne sahip traktörlerden oluştuğu göz önüne alındığında, John Deere'in Türk Traktör'ün ihracat pazarları için yıllık %0-5 oranında bir artışa işaret ettiği görülmektedir.

Türk Traktör Pazar Payı (Bin Adet)



Kaynak: OSD, Ak Yatırım Araştırma

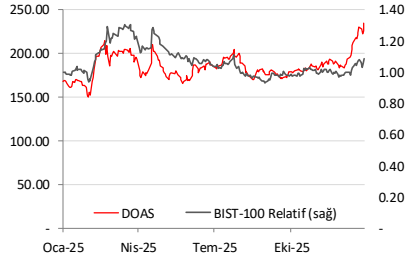
Ana İhraç Pazarları (Bin Adet)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Doğuş Otomotiv

Bloomberg Kodu	DOAS TL			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	340.00			
Güncel Fiyat, TL	234.00			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	39%			
Piyasa Değeri, mın TL	51,480			
Firma Değeri, mın TL	40,982			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	188,375	266,814	311,979	383,353
FAVÖK, mın TL	16,740	16,080	20,199	24,760
Net Kâr, mın TL	7,592	7,001	9,330	10,785
Net Borç, mın TL	2,691	25,903	32,862	44,258
Net Borç/FAVÖK	0.2	1.6	1.6	1.8
FAVÖK Marjı	8.9%	6.0%	6.5%	6.5%
Net Marj	4.0%	2.6%	3.0%	2.8%
Temettü Verimi	20.0%	11.7%	7.5%	10.0%
Ciro, y/y	26.2%	41.6%	16.9%	22.9%
FAVÖK, y/y	-32.2%	-3.9%	25.6%	22.6%
Net Kâr, y/y	-61.3%	-7.8%	33.3%	15.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	7.4	7.4	5.5	4.8
FD/FAVÖK	1.5	2.7	2.5	2.5
FD/Ciro	0.1	0.2	0.2	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	25.1%	34.6%	35.5%	24.4%
BLST-100 Relatif	10.1%	10.5%	6.5%	9.0%
AOİH, mın TL	470	408	448	563



2026 yılında yatay pazar payı. Polo modeline getirilen ek gümrük vergisi nedeniyle Doğuş Otomotiv'in pazar payı kaybedeceğini öngörsek de şirketin Polo yerine ikame modellerin ve elektrikli araçların ithalatını artırmayı planlaması sayesinde 2026'da yıllık bazda yatay bir pazar payı bekliyoruz. Ayrıca, elektrikli araç ithalatındaki artışın şirkete 2026 yılında potansiyel pazar payı kazanımları sağlayabileceğine inanıyoruz. Özetle, 2026 yılında Skoda hariç tutulduğunda satış hacminde yıllık %5'lik bir daralma öngörüyoruz.

Elektrikli araç dönüşümü kapsamında; 2024 yılında VW, Skoda ve Cupra markalarında elektrikli model eksikliği yaşanırken, Doğuş Otomotiv bu markalara ait elektrikli modellerin satışına 2025 yılında başlamıştır ve yönetim, 2026 yılında da elektrikli model sayısını artırmaya devam etmeyi planlamaktadır. Ayrıca, 2024 yılında Türkiye genelinde 34 şehirde toplam 350 soket ile hizmet veren D-Şarj ağına, yönetimin planları doğrultusunda 2025 yıl sonu itibarıyla 48 şehirde 620 sokete ulaştırılması hedeflenmektedir.

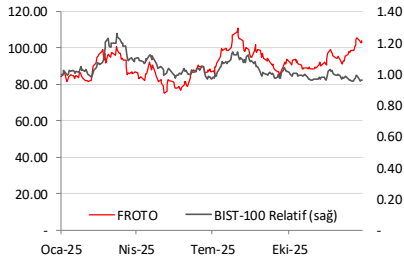
2026 yılında FAVÖK marjında iyileşme. 2025 yılında FAVÖK marjının ağırlıklı olarak fiyat rekabeti nedeniyle yıllık bazda 2,9 puan azalarak %6,0'a gerilemesini öngörüyoruz. 2026 yılında ise 2023 depremiyle ilgili bağlı giderlerinin sona ermesi ve gerileyen enflasyonla birlikte enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisinin azalması sayesinde Doğuş Otomotiv'in marjlarında bir toparlanma bekliyoruz. Araç fiyatlarındaki reel düşüş nedeniyle brüt marjda bir daralma öngörmemize rağmen, bu faktörlerin net etkisinin 2026 yılında FAVÖK marjında 50 baz puanlık bir artış sağlamasını bekliyoruz. Sonuç olarak, 2026 yılında FAVÖK'te yıllık %1 reel artış bekliyoruz. FAVÖK büyümesine ek olarak, 2026 yılında artan parasal kazançların etkisiyle net kârda yıllık bazda %7 reel artış bekliyoruz.

Potansiyel hisse satışı. Doğuş Holding, Doğuş Otomotiv'in toplam sermayesinin %10'una denk gelen 22 milyon adet payı borsada işlem gören niteliğe dönüştürmeye karar vermiştir. Holding, bu payların 11 milyon adedini 213 TL fiyattan satmış olup, satışa konu edilebilecek 11 milyon adet payı daha bulunmaktadır. Kalan bu payların, hisse performansı üzerinde bir baskı (overhang) oluşturduğuna inanıyoruz.

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) modelimize dayanan 340 TL tutarındaki hedef fiyatımız, 5,0x 1-yıllık ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir.

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	153.50			
Güncel Fiyat, TL	103.90			
Getiri Potansiyeli	48%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mın TL	364,595			
Firma Değeri, mın TL	461,708			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	594,995	840,694	1,045,249	1,351,395
FAVÖK, mın TL	42,873	58,574	73,372	101,001
Net Kâr, mın TL	38,864	31,775	41,994	59,866
Net Borç, mın TL	101,427	116,793	145,984	181,946
Net Borç/FAVÖK	2.4	2.0	2.0	1.8
FAVÖK Marjı	7.2%	7.0%	7.0%	7.5%
Net Marj	6.5%	3.8%	4.0%	4.4%
Temettü Verimi	5.8%	7.5%	6.1%	8.1%
Ciro, y/y	44.4%	41.3%	24.3%	29.3%
FAVÖK, y/y	-1.1%	36.6%	25.3%	37.7%
Net Kâr, y/y	-20.8%	-18.2%	32.2%	42.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	9.0	11.5	8.7	6.1
FD/FAVÖK	10.5	8.2	6.9	5.4
FD/Ciro	0.8	0.6	0.5	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.9%	13.3%	21.4%	12.1%
BLST-100 Relatif	-3.2%	-7.0%	-4.6%	-1.7%
AOİH, mın TL	1,554	1,557	1,368	1,807



Üretim ve rekabet değişimlerinin olumsuz etkisi. Ford Focus üretiminin sona ermesi ve Tofaş'ın 2026'nın ikinci yarısında yerli Doblo üretimine başlayacak olması nedeniyle Ford Otosan'ın yurt içi hafif araç pazar payının 2026 yılında yıllık bazda 100 baz puan azalmasını bekliyoruz. Ford Focus tarihsel olarak Ford Otosan'ın yurt içi binek araç satışlarının yaklaşık yarısını oluşturmaktaydı ve bu modelin eksikliğinin hızlıca doldurulması zor, önemli bir boşluk yaratacağına inanıyoruz. Ford'un ilerleyen dönemde ikame bir model sunacağını kabul etmekle birlikte, bu modelin pazarda yer edinmesinin ve anlamlı bir ivme kazanmasının birkaç yıl alacağını öngörüyoruz. Ayrıca, Fiat Doblo'nun yerli üretime dönmesiyle 2026'nın ikinci yarısında rekabet baskısının artacağını; ana rakibin sahip olacağı bu yerli üretim avantajının, Ford'un hafif ticari araç segmentindeki konumunu zorlayacağını tahmin ediyoruz.

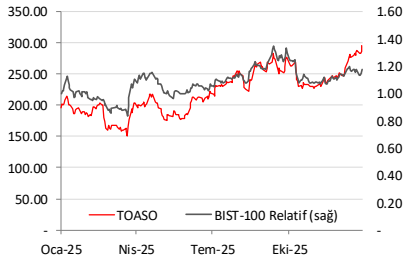
Yurt içi pazardaki zayıflığın ihracat büyümesini gölgelemesi. Ford Otosan'ın toplam satış hacminin 2026 yılında %1,5 oranında daralacağını öngörüyoruz. Yurt içi hafif araç pazarının %5 oranında küçülmesini ve buna ek olarak Ford'un pazar payında bir kayıp yaşanmasını bekliyoruz. Avrupa hafif araç pazarının %2 oranında büyüyeceğini, Romanya ve Türkiye'den yapılan ihracatın da buna paralel olarak artacağını tahmin etmemize rağmen, bu durum yurt içindeki zayıflığı telafi etmeye yetmeyecektir; bu doğrultuda, 2026 yılı için kapasite kullanım oranında %1'lik bir düşüş öngörüyoruz.

2026 yılında FAVÖK marjının yatay seyretmesi. 2026 yılında ihracat segmentinde reel fiyat artışı, yurt içi segmentte ise reel fiyat düşüşü beklememize karşın, konsolide bazda reel fiyatların %1 artacağını öngörüyoruz. Azalan kapasite kullanım oranının FAVÖK marjı üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturacağını tahmin ediyoruz. Ancak, bu durumun olumlu seyreden EUR/USD paritesi ve enflasyonun yavaşlamasıyla birlikte enflasyon muhasebesinin azalan etkisiyle dengelenmesini bekliyoruz. Sonuç olarak, bu zıt faktörlerin birbirini telafi etmesiyle 2026 yılında net bazda yatay bir FAVÖK marjı öngörüyoruz. 2026 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda reel olarak yatay seyretmesini beklerken, azalan kur zararlarının etkisiyle net kârda %6 reel artış öngörüyoruz.

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) modelimize dayanan 153,5 TL tutarındaki hedef fiyatımız, 8,5x 1-yıllık ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir.

Tofaş

Bloomberg Kodu	TOASO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	450.00			
Güncel Fiyat, TL	295.50			
Getiri Potansiyeli	52%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mın TL	147,750			
Firma Değeri, mın TL	143,868			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	120,267	317,180	458,485	634,408
FAVÖK, mın TL	9,280	8,610	20,667	37,872
Net Kâr, mın TL	5,221	5,370	10,950	21,475
Net Borç, mın TL	-8,778	19,321	18,294	-219
Net Borç/FAVÖK	-0.9	2.2	0.9	-0.0
FAVÖK Marjı	7.7%	2.7%	4.5%	6.0%
Net Marj	4.3%	1.7%	2.4%	3.4%
Temettü Verimi	8.1%	4.1%	2.5%	5.2%
Ciro, y/y	-34.7%	163.7%	44.6%	38.4%
FAVÖK, y/y	-52.8%	-7.2%	140.0%	83.2%
Net Kâr, y/y	-65.4%	2.8%	103.9%	96.1%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	23.8	27.5	13.5	6.9
FD/FAVÖK	12.0	18.9	7.8	3.8
FD/Ciro	0.9	0.5	0.4	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	19.9%	13.4%	45.3%	19.6%
BLST-100 Relatif	5.5%	-6.9%	14.2%	4.8%
AOIH, mın TL	1,107	1,213	1,426	1,230



Egea üretiminin sonlanmasına karşın Stellantis Otomotiv konsolidasyonu ve yerli Doblo üretimi aracılığıyla yurt içi pazar payının genişlemesi. Mayıs 2025'te tamamlanan Stellantis Otomotiv satın alımının yılın ilk dört ayında yıllık bazda önemli bir büyüme sağlamasını öngördüğümüzden, Tofaş'ın pazar payının 2026'da 250 baz puan artacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, 2026'nın ikinci yarısında başlayacak yerli Doblo üretiminin Tofaş'ın konsolide hafif ticari araç pazar payını %44'ten %46'ya çıkarmasını beklerken, aynı dönemde Egea üretiminin sona ermesinin genel pazar payı üzerinde kısmi bir olumsuz etki yaratacağını öngörüyoruz.

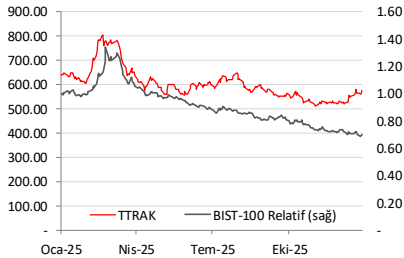
İhracatın yeni modellerle desteklenmesi. Tofaş, 2024 yılının son çeyreğinde ihracat odaklı K0 (Scudo) modelinin üretimine başlamıştır. Buna ek olarak şirket, 2026'nın üçüncü çeyreğinde yıllık 150 bin adet üretim kapasitesine sahip yeni bir hafif ticari araç modelini (K9, Doblo) devreye almayı planlamaktadır. Tofaş, bu iki proje aracılığıyla 2027 yılında yıllık 200-220 bin adetlik bir ihracat üretim kapasitesine ulaşmayı hedeflemektedir. İhracat satış hacminde 2026 yılında, ağırlıklı olarak ihracat odaklı K0 modelinin üretim artışı ve yerli pazar odaklı K9 modelinin lansmanından gelecek küçük bir ek katkıyla %111'lik güçlü bir artış bekliyoruz. 2026'da konsolide satış hacminin yıllık %18 artmasını bekliyoruz.

2026 yılında FAVÖK marjında genişleme. 2026 yılında ihracat segmentinde reel fiyat artışı, yurt içi segmentte ise reel fiyat düşüşü beklememize karşın, konsolide bazda reel fiyatların %2 daralacağı öngörüyoruz. Reel fiyat düşüşüne rağmen Tofaş'ın FAVÖK marjının 2026 yılında 1,8 puan artacağını öngörüyoruz. Bu iyileşmeyi, artan kapasite kullanım oranları ve yerli üretim Doblo'nun ithal versiyona göre daha yüksek kâr marjı sağlaması gibi çeşitli faktörler destekleyecektir. Ayrıca, yükselen EUR/USD paritesi ve düşen enflasyon sonucunda enflasyon muhasebesinin azalan olumsuz etkisi, yıl boyunca şirketin kârlılığını daha da pekiştirecektir. 2026 yılında FAVÖK'te %92 reel artış bekliyoruz, ancak artan vergi giderleri ve 2025'teki tek seferlik duran varlık satışının tekrarlanmayacak olması nedeniyle net kârdaki artışın %63 ile daha sınırlı kalacağını öngörüyoruz.

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akışı (INA) modelimize dayanan 450 TL tutarındaki hedef fiyatımız, 10,2x 1-yıllık ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir.

Türk Traktör

Bloomberg Kodu	TTRAK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	800.00			
Güncel Fiyat, TL	574.00			
Getiri Potansiyeli	39%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mın TL	57,438			
Firma Değeri, mın TL	68,194			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	66,970	53,256	77,038	113,841
FAVÖK, mın TL	9,818	5,303	8,065	13,625
Net Kâr, mın TL	5,741	946	2,339	4,008
Net Borç, mın TL	3,168	7,644	13,130	21,484
Net Borç/FAVÖK	0.3	1.4	1.6	1.6
FAVÖK Marjı	14.7%	10.0%	10.5%	12.0%
Net Marj	8.6%	1.8%	3.0%	3.5%
Temettü Verimi	11.1%	8.4%	1.3%	3.3%
Ciro, y/y	14.6%	-20.5%	44.7%	47.8%
FAVÖK, y/y	-25.6%	-46.0%	52.1%	68.9%
Net Kâr, y/y	-38.6%	-83.5%	147.1%	71.4%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	14.2	60.7	24.6	14.3
FD/FAVÖK	8.6	12.3	8.7	5.8
FD/Ciro	1.3	1.2	0.9	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	10.0%	3.1%	-11.6%	10.5%
BLST-100 Relatif	-3.2%	-15.4%	-30.5%	-3.2%
AOIH, mın TL	139	103	147	167



Yurt içi pazarda toparlanma potansiyeli. 2025 yılında yurt içi traktör pazarı; kuraklık ve don kaynaklı tarımsal kayıplar, artan maliyetler ve düşük ürün fiyatları nedeniyle azalan çiftçi gelirleri ile yüksek faiz oranları ve kredi erişimindeki zorlukların etkisiyle yıllık %36 daralmıştır. Zayıf seyreden iç pazarın yanı sıra Türk Traktör'ün yurt içi satış hacmi, Faz 5 (Tier 5) üretimine geçiş sürecinde, Faz 3 (Tier 3) modelleri için tanınan ek satış süresinden yararlanan rakiplerine karşı geçici pazar payı kaybı yaşaması nedeniyle yıllık %50 gerilemiştir. 2026 yılında ise düşen faiz oranlarının desteğiyle yıllık %5'lik mütevazı bir toparlanma öngörüyoruz. Faz 3 ekipmanlar için yeni bir süre uzatımı olmayacağı varsayımıyla, Türk Traktör'ün yurt içi satış hacminin yıllık %15 artmasını ve buna bağlı olarak 2026'da yıllık 3,6 puan pazar payı kazanımı elde etmesini bekliyoruz.

İhracat pazarlarında potansiyel toparlanma. Türk Traktör'ün ihracat hacminin büyük çoğunluğunu Kuzey Amerika ve Avrupa oluşturmaktadır. Şirket, zayıf küresel talep ve özellikle 2025'in ilk yarısındaki bayi stok düzenlemeleri nedeniyle 2025 yılını ihracat hacminde yıllık %12 düşüşle tamamlamıştır. 2026 yılında ise ihracat satış hacminin yıllık %5 artışla 11,6 bin adede ulaşmasını bekliyoruz. Küresel talebin toparlanmasıyla birlikte şirketin ihracat satış hacmini 20 bin adede kadar çıkarabileceğine inanıyoruz. Özetle, konsolide satış hacminin yıllık bazda %11 artacağını öngörüyoruz.

2026 yılında FAVÖK marjında genişleme. 2026 yılında hem iç hem de dış pazarlardaki talep artışına bağlı olarak reel fiyatların yıllık bazda %2 artacağını öngörüyoruz. Artan kapasite kullanım oranı, yükselen EUR/USD paritesi ve enflasyon muhasebesinin azalan olumsuz etkisi sayesinde FAVÖK marjının 2026'da yıllık bazda 0,5 puan artmasını öngörüyoruz. 2026 yılında FAVÖK'te yıllık %22 reel artış bekliyoruz; buna karşılık düşen TL faizleri ve gerilemesini öngördüğümüz efektif vergi oranı sayesinde net kârın %98 oranında daha güçlü bir reel büyüme kaydedeceğini düşünüyoruz.

Katalizörler: Yurt içi ve ihracat pazarlarında beklentilerin üzerinde performans sergilenmesi, çiftçilere yönelik sübvansiyonların artırılması, iş makineleri segmentindeki organik büyüme ve beklentilerin üzerindeki temettü ödemeleri, temel katalizörler olacaktır.

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) modelimize dayanan 800 TL tutarındaki hedef fiyatımız, 11,0x 1-yıllık ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir.

Havacılık Sektörü

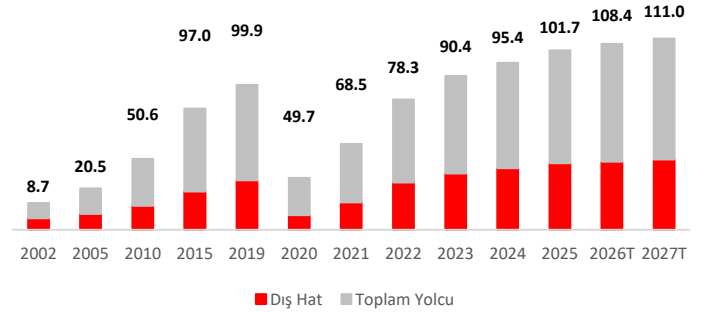
IATA'nın 2026 öngörülerine göre sektör gelirlerinin %4,5 artması bekleniyor. Bilet fiyatlarının (yield) yatay seyretmesi nedeniyle, yolcu gelirlerindeki %4,8'lik büyümenin ana kaynağı %4,9 artması beklenen yolcu trafiği (ÜYK) olacak. Uçak teslimatlarındaki kısıtlar sebebiyle yolcu trafiği, kapasite artışının (ASK) üzerinde kalacak; bu durum doluluk oranlarını %83,8 ile rekor seviyeye taşıyacaktır. Kargo tarafında ise e-ticaret etkisiyle hacimlerin %2,6 artacağı, ancak kargo fiyatlarının yıllık %0,5 gerileyeceği tahmin ediliyor.

2026 yılında operasyonel maliyetlerin %4,2, yakıt hariç giderlerin ise ücret artışları kaynaklı %5,8 yükselmesi bekleniyor; yoğun işe alımlara rağmen verimlilik, operasyonel zorluklar nedeniyle halen 2019 seviyelerinin altında seyrediyor. Bakım giderleri, parça tedarik sıkıntıları ve rekor kiralama ücretleri maliyet baskısını artırırken, zayıflayan doların ABD dışındaki havayollarına maliyet avantajı sağlaması öngörüülüyor. Brent petroldeki %11'lik düşüş beklentisine karşın, rafinaj marjlarındaki genişleme nedeniyle jet yakıtı fiyatlarındaki azalışın %2,4 ile sınırlı kalacağı tahmin ediliyor.

IATA'nın bölgesel beklentilerine göre, 2026 yılında büyümenin lideri ÜYK'nın %7,3 ve AKK'nın %7,1 artacağı Asya-Pasifik bölgesi olurken; onu %6,6 ÜYK ve %6,5 AKK artışı ile Latin Amerika, üçüncü sırada ise %6,1 ÜYK ve %5,4 AKK büyümesi ile Orta Doğu takip etmektedir.

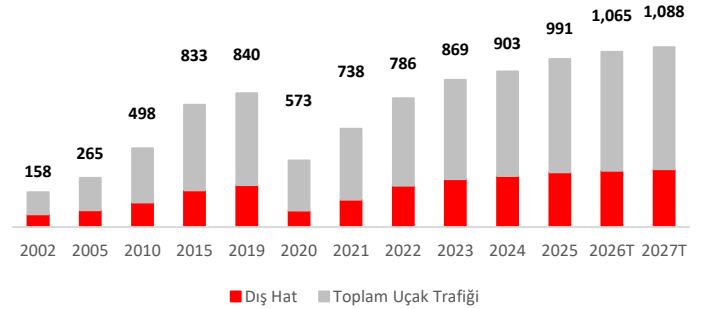
Türk havacılık sektörü, yeni altyapı yatırımları ve havayolu şirketlerinin büyüyen filolarıyla güçlü bir potansiyel sunmaktadır; 2002-2019 döneminde yolcu trafiği yıllık ortalama %11 artış kaydetmiştir. Sektör, 2008 krizi dahil uzun süre kesintisiz büyümüş; bu süreçteki tek istisnalar 2016'daki jeopolitik sorunlar ve pandemi dönemi olmuştur.

Türkiye Yolcu Trafiği (Milyon Kişi)



Kaynak: DHMI, Ak Yatırım Araştırma

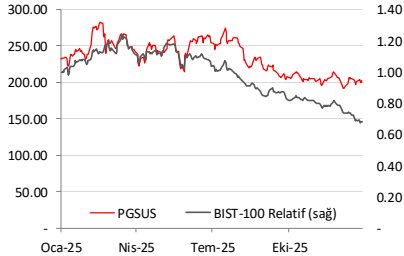
Türkiye Uçak Trafiği (Bin Sefer)



Kaynak: DHMI, Ak Yatırım Araştırma

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	345.00			
Güncel Fiyat, TL	202.80			
Getiri Potansiyeli	70%			
Halka Açıklık Oranı	43%			
Piyasa Değeri, mın TL	101,400			
Firma Değeri, mın TL	251,253			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	111,823	154,129	209,173	270,418
FAVÖK, mın TL	31,765	37,792	54,809	73,438
Net Kâr, mın TL	13,285	13,524	18,316	26,551
Net Borç, mın TL	29,404	149,245	172,302	215,594
Net Borç/FAVÖK	0.9	3.9	3.1	2.9
FAVÖK Marjı	28.4%	24.5%	26.2%	27.2%
Net Marj	11.9%	8.8%	8.8%	9.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	58.5%	37.8%	35.7%	29.3%
FAVÖK, y/y	46.9%	19.0%	45.0%	34.0%
Net Kâr, y/y	-36.5%	1.8%	35.4%	45.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	7.8	7.5	5.5	3.8
FD/FAVÖK	4.1	6.6	5.0	4.3
FD/Ciro	1.2	1.6	1.3	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.2%	-1.6%	-11.1%	5.8%
BIST-100 Relatif	-14.8%	-19.3%	-30.1%	-7.3%
AOİH, mın TL	3,645	3,765	3,209	4,133



Yeni nesil yakıt tasarrufu sağlayan uçaklarla filo genişlemesi. Pegasus, 2028'de teslimatları başlayacak 200 adetlik Boeing 737 MAX-10 siparişiyle tarihindeki en büyük filo genişlemesini gerçekleştiriyor. 2025 sonunda 127 uçağa ulaşacak filoda daha büyük modellere geçişle birlikte ortalama koltuk sayısının 2029'a kadar 228'e yükselmesi bekleniyor. Bu stratejik hamlenin, yakıt ve personel birim maliyetlerinde düşüş sağlayacağını öngörüyoruz.

Smartwings satın alımıyla Avrupa'daki varlığın güçlendirilmesi. Pegasus, Çek Havayolları ve iştiraki Smartwings'i 154 milyon Euro karşılığında satın almak üzere anlaştı. İşlemin düzenleyici onaylarının ardından 2026'da tamamlanması bekleniyor. Bu satın almanın uzun vadeli büyüme kısıtlarını çözmesini öngörsek de Smartwings'in görece yaşlı filosu nedeniyle ilk başta FAVÖK marjında bir miktar daralma bekliyoruz. Ayrıca, işlemin net borcu artırarak net kâr üzerinde ek baskı oluşturacağını tahmin etmemize rağmen, Pegasus operasyonları entegre ettikçe ve filoyu modernize ettikçe marjların iyileşeceğine inanıyoruz.

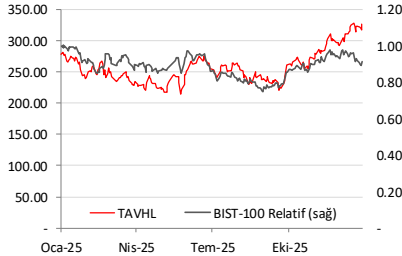
Pegasus, Sabiha Gökçen'de 4Ç26'da tamamlanması planlanan bir bakım-onarım tesisine 150 milyon dolar yatırım yapıyor. Bakım süreçlerinin kurum içine alınmasıyla birlikte 2026'da ilk maliyet tasarruflarını görmeyi ve uçakların yerde kalma sürelerinde önemli bir azalma yaşanmasını bekliyoruz. Bu verimlilik artışının, Pegasus'un ek uçak ihtiyacı duymadan kapasitesini artırmasına imkan tanıyacağını öngörüyoruz.

2026 görünümü. 2026'da, %7'lik AKK artışı ve bilet fiyatlarındaki toparlanmanın desteğiyle net satışların yıllık %8 artarak 3,7 milyar Euro seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Kapasite büyümesini %6'lık filo genişlemesi ve uçak başına koltuk sayısındaki %1'lik artışla olacağını öngörüyoruz. 2025'teki jeopolitik baskıların ardından, rekabete rağmen ortalama bilet fiyatlarında yıllık %1'lik bir artış tahmin ediyoruz ve rakiplerin kapasite kısıtlarının sürmesi durumunda burada daha fazla yukarı yönlü potansiyel görüyoruz. Düşük dolar bazlı yakıt fiyatları ve güçlü Euro sayesinde birim yakıt giderlerinde %7 düşüş beklese de, MRO genişlemesiyle bağlantılı artan personel maliyetleri nedeniyle yakıt hariç birim giderlerde beklediğimiz %3'lük artışın bu durumu dengeleyeceğini düşünüyoruz. Yolcu başına yan gelirlerdeki %2'lik büyümeyle birlikte 2026'da FAVÖK marjında yıllık 1,2 puanlık bir genişleme bekliyoruz. 2026 yılında Euro bazında FAVÖK'ün yıllık %14 artmasını, faiz gelirlerindeki düşüşü dikkate alarak net karın ise yıllık %8 artmasını bekliyoruz.

Değerleme: Pegasus'u 5,5x 1-yıllık ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanıyla değerleyerek 345 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

TAV Holding

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	450.00			
Güncel Fiyat, TL	326.25			
Getiri Potansiyeli	38%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, m TL	118,521			
Firma Değeri, m TL	146,981			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, m TL	59,211	83,461	114,500	144,873
FAVÖK, m TL	17,448	25,760	36,065	46,425
Net Kâr, m TL	6,558	3,743	9,633	22,053
Net Borç, m TL	49,295	80,663	94,738	108,065
Net Borç/FAVÖK	2.8	3.1	2.6	2.3
FAVÖK Marjı	29.5%	30.9%	31.5%	32.0%
Net Marj	11.1%	4.5%	8.4%	15.2%
Temettü Verimi	-	-	1.3%	4.0%
Ciro, y/y	72.0%	41.0%	37.2%	26.5%
FAVÖK, y/y	67.2%	47.6%	40.0%	28.7%
Net Kâr, y/y	-12.9%	-42.9%	157.4%	128.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.3	31.7	12.3	5.4
FD/FAVÖK	5.7	6.5	5.0	4.2
FD/Ciro	1.7	2.0	1.6	1.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	10.0%	34.3%	14.4%	9.4%
BIST-100 Relatif	-3.2%	10.2%	-10.1%	-4.1%
AOIH, m TL	809	684	688	922



TAV; Ankara, Almati ve Antalya'daki büyük yatırımları aracılığıyla yolcu kapasitesini ve gelir potansiyelini önemli ölçüde artırıyor. 475 milyon Euro'luk Esenboğa ihalesini kazanan ve 2025 yılına kadar 210 milyon Euro yatırım yapan TAV, 2040'a kadar kapasiteyi ikiye katlamak amacıyla ek bir terminal yatırımı planlıyor; iyileşen ücret yapıları ve garanti sisteminin sona ermesi sayesinde bu yeni imtiyazın daha yüksek gelir yaratmasını bekliyoruz. Almati'de 2024'ün ikinci çeyreğinde 200 milyon dolar harcayarak yolcu kapasitesini ikiye katlayan şirket, şimdi 2027'nin dördüncü çeyreğine kadar tamamlayacağı 315 milyon Euro'luk yeni bir yatırım programıyla FAVÖK'te %13-15 oranında kalıcı bir artış hedefliyor ve Air Astana büyüdükçe gelir karmasını yolcu gelirlerine kaydırmayı hedefliyor. Bu sırada TAV-Fraport ortak girişimi, Antalya'daki 850 milyon Euro'luk genişleme çalışmasını 2025'in ikinci çeyreğinde tamamlayarak kapasiteyi 65 milyona çıkardı ve 2027'de başlayacak 25 yıllık imtiyaz süreci için kapasiteyi 2040'a kadar 80 milyona ulaştıracak ek bir yatırım planlıyor.

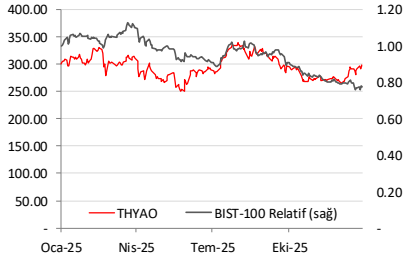
Tiflis Havalimanı imtiyaz uzatması. Tiflis Havalimanı'nın işletme süresini 2031 sonuna kadar uzatan TAV, yolcu kapasitesini 10 milyona ulaştırmak için terminal ve ticari alanları kapsayan 150 milyon dolarlık bir yatırım programı üstlendi; bu kapsamda 25 milyon dolarlık bir ön ödeme gerçekleştirilecek. 2027'de başlayacak olan yolcu başına %30 oranındaki yeni kira ödeme yapısı nedeniyle FAVÖK marjının (2025'teki %78 seviyesine kıyasla) %65'e normalleşmesini bekliyoruz. Buna karşın, 2031'e kadar öngördüğümüz yıllık %7'lik yolcu artışının yaklaşık 197 milyon Euro tutarında bir ek değer yaratacağını tahmin ediyoruz.

2026 görünümü: 2026 yılında toplam yolcu sayısının yıllık %6 artışla 120 milyona ulaşmasını bekliyoruz. Havalimanı tarafında Ankara ve Almati'nin, hizmetler tarafında ise BTA'nın katkısıyla FAVÖK marjında y/y 0,7 puanlık bir genişleme öngörüyoruz. Yıllık bazda TL'nin daha düşük reel değer artışı ve artan yolcu sayısı sayesinde yükselen kapasite kullanım oranlarının FAVÖK marjını destekleyeceğini düşünüyoruz. 2026'da Euro bazında yıllık %10 net satış büyümesine karşılık %12 FAVÖK büyümesi bekliyoruz. Antalya amortismanındaki yıllık düşüş, azalan kur zararları ve daha düşük ertelenmiş vergi giderleri varsayımlarımız altında, Euro bazında net kârda yıllık %144 artış öngörüyoruz.

Değerleme: TAV için yaptığımız parçaların toplamı (SOTP) analizi sonucunda 450 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	485.00			
Güncel Fiyat, TL	299.00			
Getiri Potansiyeli	62%			
Halka Açıklık Oranı	50%			
Piyasa Değeri, mın TL	412,620			
Firma Değeri, mın TL	767,070			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	745,430	953,307	1,205,845	1,544,194
FAVÖK, mın TL	136,256	157,909	182,492	238,685
Net Kâr, mın TL	113,378	102,033	103,947	118,400
Net Borç, mın TL	275,917	300,333	458,126	562,151
Net Borç/FAVÖK	2.0	1.9	2.5	2.4
FAVÖK Marjı	18.3%	16.6%	15.1%	15.5%
Net Marj	15.2%	10.7%	8.6%	7.7%
Temettü Verimi	-	2.3%	1.9%	2.0%
Ciro, y/y	47.8%	27.9%	26.5%	28.1%
FAVÖK, y/y	18.1%	15.9%	15.6%	30.8%
Net Kâr, y/y	-30.4%	-10.0%	1.9%	13.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	3.5	4.0	4.0	3.5
FD/FAVÖK	4.7	4.3	4.6	4.0
FD/Ciro	0.9	0.7	0.7	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.9%	3.8%	0.3%	11.4%
BIST-100 Relatif	-3.2%	-14.8%	-21.2%	-2.4%
AOIH, mın TL	12,409	10,728	10,032	14,798



Güçlü filo büyümesi. Türk Hava Yolları, Airbus'tan 150'si kesin ve 100'ü satın alma hakkı olmak üzere toplam 250 adet A321 NEO için verdiği büyük dar gövdeli uçak siparişiyle iddialı büyüme planlarını ortaya koyarken; CFM ile motor görüşmelerine bağlı olarak Boeing ile de 100'ü kesin ve 50'si satın alma hakkı şeklinde 150 adede kadar 737 MAX siparişi için ileri düzey görüşmelerini sürdürmektedir. Geniş gövdeli uçak tarafında ise Airbus'a 60'ı kesin ve 20'si opsiyonlu 80 adet A350-900 ile 15 adet kesin A350-1000 siparişi veren şirket, Boeing ile de 50'si kesin ve 25'i opsiyonlu toplam 75 adet B787-9/10 uçağı için görüşmelerine devam etmektedir; tüm bu hamlelerle THY, Aralık 2025'te 516 olan filo büyüklüğünü 800'ün üzerine çıkarmayı hedeflemektedir.

GTF motor sorunu. 2015-2021 yılları arasında üretilen belirli yüksek basınçlı türbin ve kompresör parçalarında bulunan toz metal kusuru nedeniyle PW1000G motor ailesinde türbin disklerinde mikro çatlaklar oluşma ve motor arızası riski artarken; düzenleyici kurumların denetim ve değişim talimatı vermesi ve bakım-onarım kapasitesinin sınırlı olması sebebiyle dünya çapında çok sayıda GTF motorlu uçak yere indirilmiştir. Türk Hava Yolları'nın filosunda şu an itibarıyla 40-45 adet uçak yere indirilmiş durumdadır ve bu sayının 2026 yılında daha da artması beklenmektedir; bu durum THY'nin yakıt hariç birim giderlerinde 2024'te 1,5 puan, 2025'in ilk dokuz ayında ise 2,0 puanlık bir artışa neden olurken, aksaklıkların zirve yapacağı 2024-2026 döneminin ardından GTF kaynaklı yere indirmelerin sona ermesi için en gerçekçi tarih 2027 olarak öngörülmektedir.

2026 görünümü: 2026 yılında arz edilen kapasitedeki %9'luk artışın desteğiyle, net satışların yıllık %7 yükselerek 25,6 milyar dolara ulaşmasını bekliyoruz. Bu kapasite artışı, filonun yıllık %10 büyümesi anlamına gelen 54 adet net uçak ilavesiyle sağlanacaktır. Şirketin Asya rotalarına daha fazla odaklanmasıyla birlikte ortalama uçuş mesafesinin uzayacağını ve toplam sefer sayısının azalacağını öngörüyoruz. Artan rekabetin yolcu getirilerinde %1'lik bir düşüşe neden olmasını beklese de (rakip kapasitesinin kısıtlı kalması durumunda iyileşme görülebilir), düşük yakıt maliyetlerinin artan personel giderlerini dengelemesi sayesinde birim giderlerin değişmeyeceğini tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, tüm bu gelişmelerin 2026 yılında FAVÖK marjında yıllık 1,4 puanlık bir daralmaya yol açacağını öngörüyoruz. Özetle, ABD doları bazında THY tanımlı FAVKÖK'ün yıllık %1 artmasını, net karın ise düşen faiz gelirleri nedeniyle yıllık %14 gerilemesini bekliyoruz.

Değerleme: Türk Hava Yolları'nı 4,5x 1-yıl ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanı ile değerleyerek 485 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

Sağlık Sektörü - Hastaneler

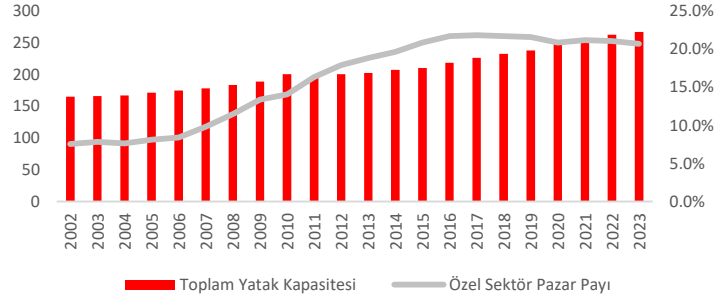
2002'den 2023'e kadar Türkiye'nin toplam yatak kapasitesi bileşik yıllık büyüme oranı bazında %2 artış göstermiştir; 2002 yılında özel hastaneler toplam yatak sayısının %8'ini oluştururken, 2023 yılına gelindiğinde bu pazar payı %21'e yükselmiştir.

2014-2023 yıllarını kapsayan son on yıllık dönemde Türkiye'deki hasta sayısı %3,3, reel GSYH ise %5,0 oranında bileşik yıllık büyüme kaydederken; pandemi öncesindeki 2014-2019 döneminde hasta sayısının %5,1 ile %4,3'lük ekonomik büyümeye daha hızlı artmış olması, pandemi sonrasında hasta sayısındaki büyüme ivmesinin yavaşladığına işaret etmektedir.

Türkiye'de özel sağlık sigortası kullanım oranı %16 ile mütevazı bir seviyede kalarak önemli bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir. 13,8 milyon aktif polişe içerisinde, özellikle pandemi sonrasında kapsamlı özel sağlık sigortasına kıyasla daha uygun fiyatlı ve yüksek büyüme oranına sahip bir alternatif olarak öne çıkan tamamlayıcı sağlık sigortası, SGK limitlerini aşan masrafları anlaşmalı tesislerde karşılayarak MLP'nin 2014'teki öncülüğünde özel hastaneler için talep artışı ve ek ücret esnekliği sağlamıştır. Mevcut durumda pazarın 2,9 milyon kapsamlı plana karşılık 5,2 milyon tamamlayıcı poliçeden oluşması, sağlık çözümlerinde maliyet etkin ürünlere doğru net bir kayış göstermektedir.

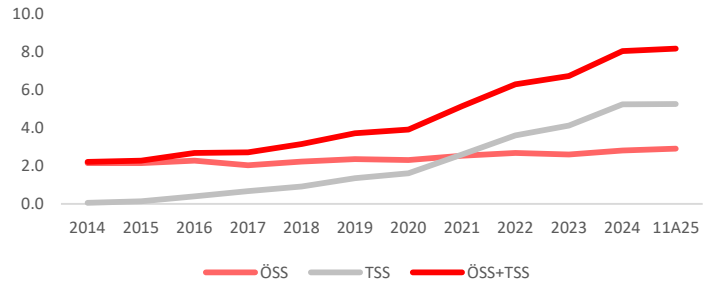
2015-2024 yılları arasında Türkiye'de tamamlayıcı sağlık sigortası, %50'lik olağanüstü bir bileşik yıllık büyüme oranı kaydederek %3,0 büyüyen özel sağlık sigortasının ve genel nüfus eğilimlerinin çok üzerinde bir performans sergilemiştir; bu genişleme özellikle COVID öncesi dönemde agresif seyredip pandemi boyunca gücünü korusa da, sektör 2025 yılında belirgin bir soğuma sinyali vermiştir. 11A25'e ait veriler, tamamlayıcı ve özel sağlık sigortasındaki yıllık büyümenin sırasıyla %6 ve %5 seviyelerine gerilediğini göstererek, poliçe ivmesinde geçmişteki artışlara kıyasla önemli bir yavaşlamaya işaret etmektedir.

Türkiye Yatak Kapasitesi (Bin Adet)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

ÖSS ve TSS Poliçeleri (Milyon Adet)



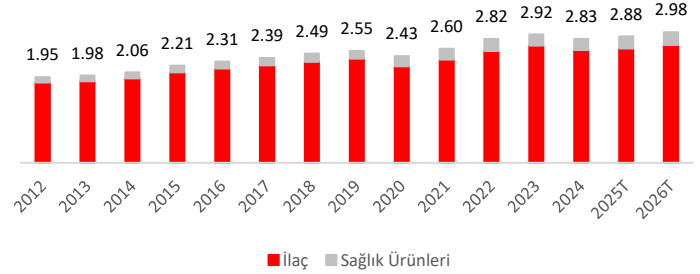
Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

Sağlık Sektörü - İlaç

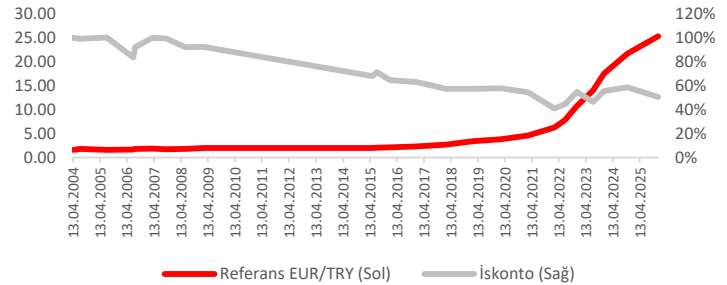
Reel GSYH artışının altında kalan istikrarlı büyüme oranı. 2012-2024 yılları arasında Türkiye reçeteli ilaç pazarı TL bazında %31 (Euro bazında %4) ve hacim bazında %3 bileşik yıllık büyüme oranı yakalamıştır. Pandemi kaynaklı düşüş ve ardından gelen toparlanmanın ardından, 2024 yılında satılan kutu sayısı tedarik sorunları, eczane stoklarını olumsuz etkileyen yüksek faiz oranları ve normalleşen talep nedeniyle yıllık bazda %3,4 gerilemiştir. Bununla birlikte, 2025'in ilk 11 ayına ait veriler yıllık %1,5 büyüme ile hafif bir toparlanmaya işaret ederken, satış hacminin gelecekte yıllık %3'lük tarihsel büyüme trendine dönmesini bekliyoruz.

Türkiye'de ilaç fiyatlandırması 2004 yılından bu yana referans fiyat sistemine dayanmaktadır. Bu sistemde ürünün Fransa, İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan'daki depo çıkış fiyatlarından en ucuzu referans alınırken, başlangıçta Euro bazlı bu fiyatların TL'ye çevrilmesinde ekonomik koşulları yansıtan ve %5'lik fark oluştuğunda dinamik olarak güncellenen bir kur sistemi hedeflenmiştir. Ancak ilerleyen yıllarda mevzuatın gerektirdiği kur güncellemelerinin gerisinde kalmış ve 2015 yılında mevcut kurla oluşan %30'luk farkı kapatmak yerine, 1 Euro'nun ilaç fiyatlandırmasında 70 sent olarak kabul edilmesini sağlayan bir katsayı düzenlemesiyle bu fark kalıcı hale getirilerek dinamik güncelleme sisteminden vazgeçilip yılda bir kez güncelleme modeline geçilmiştir. 2018 yılına kadar uygulanan %70 katsayısı ise 2019 itibarıyla %60'a düşürülmüştür.

Türkiye Reçeteli İlaç Satışları (Milyar Kutu)

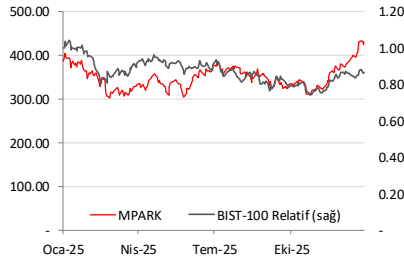


Referans EUR/TRY



Medical Park

Bloomberg Kodu				MPARK TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				655.00
Güncel Fiyat, TL				430.00
Getiri Potansiyeli				52%
Halka Açıklık Oranı				42%
Piyasa Değeri, mın TL				82,135
Firma Değeri, mın TL				94,581
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	39,690	54,872	74,260	95,456
FAVÖK, mın TL	10,203	15,169	20,872	26,306
Net Kâr, mın TL	5,210	5,767	8,669	12,013
Net Borç, mın TL	5,261	13,232	7,002	-1,434
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.9	0.3	-0.1
FAVÖK Marjı	25.7%	27.6%	28.1%	27.6%
Net Marj	13.1%	10.5%	11.7%	12.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	76.8%	38.3%	35.3%	28.5%
FAVÖK, y/y	76.4%	48.7%	37.6%	26.0%
Net Kâr, y/y	15.0%	10.7%	50.3%	38.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	11.1	14.2	9.5	6.8
FD/FAVÖK	6.2	6.3	4.3	3.1
FD/Ciro	1.6	1.7	1.2	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.6%	32.1%	11.0%	13.0%
BİST-100 Relatif	3.5%	8.5%	-12.7%	-1.0%
AOIH, mın TL	288	265	233	325



Sektörel konsolidasyon değerlememiz için yukarı yönlü bir potansiyel sunmaktadır. MLP'nin yeni düzenleyici değişikliklerin öncül faydalanıcısı olarak konumlanmasıyla, sektördeki birleşmelerin değerlememize önemli bir katkı sağlayacağına inanıyoruz. Ocak 2026'da yürürlüğe girecek yeni düzenlemeler, yeni hastane ruhsatlarını kısıtlayıp devirleri sınırlandırarak küçük oyuncuların süresi dolan ruhsatlarını MLP gibi daha büyük işletmecilere devretmeye teşvik edecektir. Şirket, İstanbul Onkoloji ve İstinye Üniversitesi hastanelerinin portföye eklenmesinin ardından 2025 yılını 37 hastane ve 7.175 yatakla kapatırken, yönetimin 2026 başlarında büyüme planlarına dair daha fazla detay açıklamasını bekliyoruz. Önümüzdeki 3-5 yıl içinde 8-12 yeni hastanenin eklenmesiyle toplam kapasitede %22 ile %42 arasında bir büyüme öngörmekle birlikte, şu an için bu genişlemeyi değerlememize dahil etmesek de şirketin güçlü bilançosunun bu stratejik satın almaları kolaylaştıracağını tahmin ediyoruz.

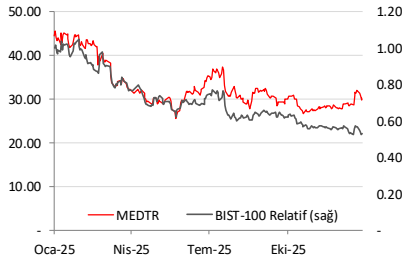
2026 yılında güçlü tarife dinamiklerinin ve maliyet azaltıcı önlemlerin, özellikle bordrolu sisteme geçişten kaynaklanan doktor maliyetlerindeki 200 baz puanlık artış gibi düzenleyici baskıları fazlasıyla telafi etmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, SGK ve TTB tarifelerindeki önemli artışların yanı sıra hasta trafiğindeki istikrarlı büyümenin etkisiyle 2026'da %8, 2027'de ise %5 oranında reel net satış büyümesi öngörüyoruz. Marjları korumak adına, otomasyon ve self-servis teknolojileri aracılığıyla personel maliyeti verimliliğinin artmasını beklerken, sağlık turizmi segmentindeki pazarlama giderlerinin düşmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.

2026 görünümü. 2026 yılında hasta sayısında yıllık %2,5'lik artış ve hasta başı ortalama fiyatta yıllık reel %5'lik yükselişle net satışların yıllık reel %8 büyümesini bekliyoruz. 1 Ocak itibarıyla devreye giren güncel SGK tarifeleri, şirketin bünyesine kattığı hastanelerin performans artışı ve SGK'lı hastalara yönelik artan hizmet bu büyümeyi destekleyecektir. Karlılık tarafında, %5'lik reel fiyat artışının ve hasta kioskları gibi maliyet düşürücü otomasyonların, 3Ç26'da başlayacak doktor maliyetlerindeki artışı fazlasıyla telafi edeceğini ve böylece FAVÖK marjını artıracığını öngörüyoruz. Sonuç olarak, 2026 yılında FAVÖK'te yıllık reel %10 artış ve FAVÖK marjında 50 baz puanlık genişleme bekliyoruz. Düşen TL faiz oranları, gerileyen kur farkı zararları ve düşmesini beklediğimiz efektif vergi oranı ışığında, 2026'da net karda yıllık reel %20 artış bekliyoruz.

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) analizine dayalı 655 TL olan hedef fiyatımız, 5,5x 1-yıl ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına tekabül etmektedir.

Meditera

Bloomberg Kodu	MEDTR TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	40.00			
Güncel Fiyat, TL	30.20			
Getiri Potansiyeli	32%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mın TL	3,594			
Firma Değeri, mın TL	3,216			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	2,094	2,861	3,633	4,748
FAVÖK, mın TL	382	309	492	809
Net Kâr, mın TL	73	-93	-16	271
Net Borç, mın TL	-387	-384	-584	-975
Net Borç/FAVÖK	-1.0	-1.2	-1.2	-1.2
FAVÖK Marjı	18.3%	10.8%	13.5%	17.0%
Net Marj	3.5%	n.m.	n.m.	5.7%
Temettü Verimi	0.8%	0.8%	-	-
Ciro, y/y	44.2%	36.6%	27.0%	30.7%
FAVÖK, y/y	3.6%	-19.2%	59.2%	64.5%
Net Kâr, y/y	183.9%	n.m.	-83.2%	n.m.
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	63.0	n.m.	n.m.	13.3
FD/FAVÖK	11.1	10.5	6.2	3.3
FD/Ciro	2.0	1.1	0.8	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.3%	2.9%	-33.0%	5.0%
BLST-100 Relatif	-5.5%	-15.5%	-47.3%	-8.0%
AOIH, mın TL	35	24	27	44



Kapasite artışı. Meditera halihazırda 27.980 m² kapalı alanda plastik granül bazlı tıbbi sarf malzemeleri üretimi gerçekleştirmektedir. 2024 yılında 14.840 m² kapalı alanda faaliyet gösteren Meditera, 2025 yılında Tire Organize Sanayi Bölgesi'ndeki 13.140 m²'lik arazi üzerine inşa edilen yeni fabrikasını tamamlamıştır. Yeni fabrikanın satış ve üretim hacmi üzerindeki etkisi ticari sır gerekçesiyle gizli tutulmaktadır; ancak üretimin yüksek düzeyde temiz oda kapasitesine tabi olması nedeniyle, üretim hacminin fiziksel büyümeye paralel artacağını varsayıyoruz. Bu doğrultuda, söz konusu yatırım ile üretim kapasitesinin %89 oranında artacağını öngörmekteyiz. Yeni fabrikada üretim 2025 yılının ilk çeyreğinde kademeli olarak başlamış olup yönetim 3-5 yıl içerisinde tam kapasiteye ulaşmayı beklemektedir.

Yeni ürünler. Meditera, 2022 yılında sıvı silikon bazlı ürünler üretmek amacıyla %65 oranında hissesine sahip olduğu yeni bir iştirak kurmuştur. Faaliyetlerine 2023 yılının son çeyreğinde başlayan bu iştirakin ürünlerinin satışlara katkısı, sağlık sektöründeki uzun süreli lisanslama ve sertifikasyon süreçleri nedeniyle 2025'in ilk yarısından itibaren kademeli olarak başlamıştır. Anestezi, yoğun bakım ve evde bakım alanlarında kullanılması hedeflenen bu yeni ürünlerin ürün portföyünü genişletmesi beklenmektedir; yönetim, nihai ürünlerin sertifikasyon süreçleri tamamlandığında gerekli duyuruları yapacaktır.

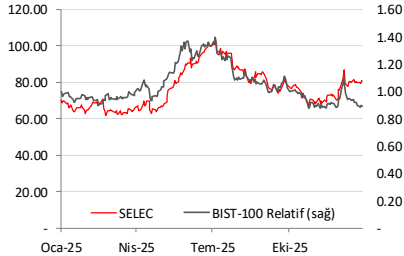
Stratejik yeniden yapılanma ve inorganik büyüme. Meditera, Internacional Farmaceutica S.A. ile bir pay takas sözleşmesi imzalayarak S&Mohr İplik'teki (cerrahi sütürler) %15 hissesini 625.500 ABD Doları karşılığında satmış, aynı zamanda eş zamanlı olarak S&Mohr America'daki (solunum sistemleri) payını aynı tutar karşılığında %15 oranında artırmıştır. Bu stratejik hamle, Meditera'nın solunum sistemleri iştirakindeki sahiplik oranını artırarak bu birimin 2025'in son çeyreğinden itibaren şirketin finansallarına konsolide edilmesine olanak tanımaktadır; cerrahi sütür biriminin konsolide olmayan statüsü değişmezken, bu işlem iştirak yapısını sadeleştirmekte ve inorganik büyümeyi desteklemektedir.

Katalizörler: Destekleyici döviz kuru ortamı, yeni ürün duyuruları, ihalelerin başarıyla kazanılması ve beklenenden yüksek temettü dağıtımı.

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine dayalı 40 TL olan hedef fiyatımız, 8,3x 1-yıl ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına tekabül etmektedir.

Selçuk Ecza

Bloomberg Kodu	SELEC TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	117.00			
Güncel Fiyat, TL	80.50			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	15%			
Piyasa Değeri, mın TL	49,991			
Firma Değeri, mın TL	40,757			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	128,620	172,369	236,298	291,362
FAVÖK, mın TL	5,812	4,558	9,337	10,321
Net Kâr, mın TL	2,059	499	4,569	5,187
Net Borç, mın TL	-5,667	-6,957	-5,118	-2,927
Net Borç/FAVÖK	-1.0	-1.5	-0.5	-0.3
FAVÖK Marjı	4.5%	2.6%	4.0%	3.5%
Net Marj	1.6%	0.3%	1.9%	1.8%
Temettü Verimi	0.4%	0.5%	0.2%	1.8%
Ciro, y/y	31.6%	34.0%	37.1%	23.3%
FAVÖK, y/y	18.0%	-21.6%	104.8%	10.5%
Net Kâr, y/y	822.3%	-75.8%	815.4%	13.5%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	18.3	100.2	10.9	9.6
FD/FAVÖK	5.4	9.3	4.7	4.5
FD/Ciro	0.2	0.2	0.2	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	14.7%	-1.0%	12.0%	-7.5%
BIST-100 Relatif	0.9%	-18.8%	-12.0%	-18.9%
AOİH, mın TL	135	97	115	131



2027 yılına kadar iskontolar aracılığıyla pazar payı kazanımı. Şirket, 2024 yılında ağırlıklı olarak yerel rakiplerin sunduğu gevşek finansman koşulları nedeniyle hacim bazında pazar payında yıllık 2,1 puanlık bir kayıp yaşamıştır; ancak yerel distribütörlerin sınırlı kaynakları göz önüne alındığında bu trend sürdürülebilir değildir. 2025 yılında yönetim, eczanelere ödenen primleri artırarak pazar payını yükseltmeyi planlamaktadır; bu doğrultuda 2025'te pazar payında yıllık 1,3 puanlık bir artış bekliyoruz. Şirketin pazar payını artırmaya devam ederek 2026'da %38,8'e ve 2027'de %40,0'a ulaştıracağını, uzun vadeli pazar payının ise %40,0 seviyesinde sabit kalacağını öngörüyoruz.

1Ç26'da FAVÖK marjında önemli genişleme. Türkiye'de ilaç fiyatlarını belirlemek için kullanılan referans Euro/TL kuru Aralık 2025'te %16,9 oranında artırılmış ve distribütörler için fiyat aralıkları da aynı oranda yukarı yönlü revize edilmiştir; ayrıca Şubat 2026'da yeni bir artış olabileceğine dair sinyaller verilmiştir. Aralık 2025'teki %16,9'luk referans kur artışı 4Ç25 sonuçlarına yalnızca kısmen yansiyacak olup, oluşan stok kârının yaklaşık üçte birinin 4Ç25'te, geri kalan üçte ikisinin ise 1Ç26'ya sarkacağını tahmin ediyoruz; buna ek olarak, Şubat 2026 için modellediğimiz %17'lik ilave artışın ikinci bir stok kârı dalgası yaratarak 1Ç26'da FAVÖK marjında ciddi bir sıçramaya yol açmasını bekliyoruz. 2026 yılında, ağırlıklı olarak düşen parasal kayıplar ve daha düşük efektif vergi oranı sayesinde yıllık reel %64 FAVÖK büyümesine karşılık net karda yıllık reel %633 sıçrama bekliyoruz.

Katalizörler: Referans döviz kurunda beklenenden yüksek artış, düzenlemeye tabi marjlarda iyileşme, personel ücretlerinde beklenenden düşük artış ve yurt içi ilaç satış hacminin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi.

Değerleme. İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) analizine dayalı 117 TL olan hedef fiyatımız, 5,2x 1-yıl ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanına tekabül etmektedir.

Çelik Üreticileri

Küresel çelik talebinin 2026'da da dalgalı seyrini sürdürmesi bekleniyor. Worldsteel, altyapı harcamaları ve daha rahat finansman koşullarının desteğiyle 2026'da sınırlı bir toparlanma (+%1,3; ~1.773 Mt) öngörse de; yüksek maliyetler, artan ticaret korumacılığı ve jeopolitik belirsizlikler sektörün fiyatlama gücünü baskılamaya devam ediyor.

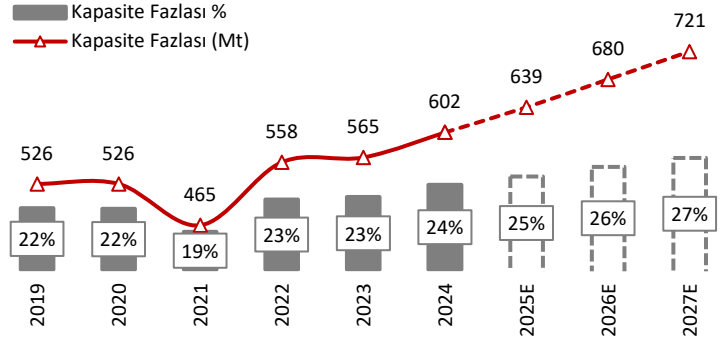
Sektördeki ana yapısal risk ise kötüleşen kapasite fazlası. Küresel kapasite fazlasının 2024'te 600 Mt'un üzerinde iken 2027'de ~721 Mt seviyesine yükselmesi bekleniyor; artışın ana nedeni Asya kaynaklı kapasite artışları. Bu tablo, Çin'in ihracatını 2025'te ~115-120 Mt bandına taşıırken, ticaret önlemlerinde de sert bir artışı tetikledi (2024'te 81 anti-dumping soruşturması; başvurularda Türkiye ve ABD öne çıkıyor).

ABD, giderek daha kısıtlayıcı bir korumacılık rejimi uyguluyor (daha yüksek Section 232 tarifeleri, Çin'e yönelik Section 301 vergilerinin eklenmesi, yaygın anti-dumping/telafi edici vergi uygulamaları, "melt-and-pour" izlenebilirlik şartı ve daha sıkı Buy America kuralları). Bu çerçevede ithalatı fiilen sınırlandırırken, bazı müttefiklere tarife kotası mekanizmalarıyla sınırlı erişim sağlıyor.

AB tarafında da korumacılık güçlü: tarife kotası mekanizması (Haziran 2026'ya kadar) sıkılaştırılmış durumda ve 2026 sonrası için daha kısıtlayıcı bir rejim gündemde. Buna ek olarak SKDM 2026'da finansal faza geçerken, menşee belgelendirme ve kapsamlı ticaret savunma önlemleri ihracatçıların uyum maliyetini artırıyor.

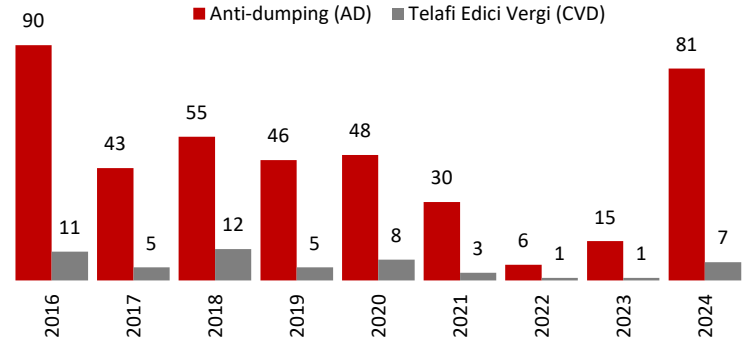
Türkiye de yüksek ithalat ve zayıf kapasite kullanımı ortamında korumayı güçlendiriyor: gümrük vergisi artışları, aktif anti-dumping/telafi edici vergi adımları ve Dahilde İşleme Rejimi'nde sıkılaştırma ile yerli girdi kullanımının artırılması ve yurt içi üretici marjlarının korunması hedefleniyor.

Küresel Kapasite Fazlası



Kaynak: OECD

Küresel Anti-Dumping ve Telafi Edici Vergi Başvuruları



Kaynak: OECD

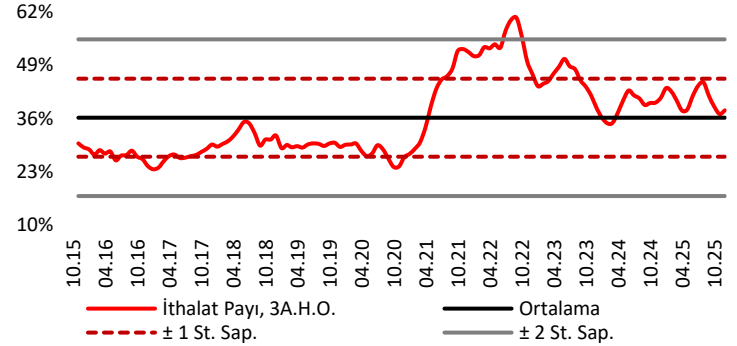
Çelik Üreticileri

Türkiye, demir-çelik ithalatında çeşitli anti-damping (AD) vergileri uyguluyor. Bu kapsamda kalın sac ithalatında Çin ve Güney Kore menşeli ürünlere %4,3-%22,5, sıcak haddelenmiş rulo (HRC) ithalatında ise Çin, Güney Kore, Hindistan, Japonya, AB ve Rusya menşeli ürünlere %6,1-%22,5 aralığında vergiler söz konusu. **Takvim:** Güney Kore (%7,0–%8,9) ve AB (%7,0–%12,8) menşeli HRC'de süre uzatım/sona erme incelemesi Temmuz 2027, Çin menşeli kalın sacda gözden geçirme tarihi Ekim 2028 (tamamı inceleme/uzatma sürelerine tabi). Ayrıca yassı çelik ürünlerinde (elektrolitik teneke dahil) Çin, Güney Kore, Almanya, Japonya, Sırbistan, Endonezya ve Mısır'a yönelik devam eden AD soruşturmaları bulunuyor.

Dahilde İşleme Rejimi (DİR) çelik ithalatında kritik bir kanal olmaya devam ediyor. Ocak-Ağustos 2025 döneminde toplam çelik ithalatının %59'u, yarı mamullerin ise ~%75,7'si DİR kapsamında gümrük/KDV muafiyetiyle gerçekleşti (~7,4 Mt çelik; ~4,2 Mt yarı mamul). DİR kullanımı özellikle Rusya (~%95), Çin (~%82) ve Hindistan (~%81) kaynaklı ithalatta yüksek. Ticaret Bakanlığı Ekim 2025'ten itibaren DİR'i sıkılaştırdı: kütük/slab'dan sıcak haddeleme için izin süresi 4 ay, ileri işlemler için 6 ay (tek izinle birlikteyse 4 ay), uzatmalar sınırlı ve ihracata konu üretimde ~%25 yerli tedarik eşiği getirildi. Bu düzenlemeler, yeniden haddeleme arbitrajını daraltarak ve yerli girdiyi teşvik ederek 2Ç26'dan itibaren yurt içi üretici marjlarını destekleyebilir.

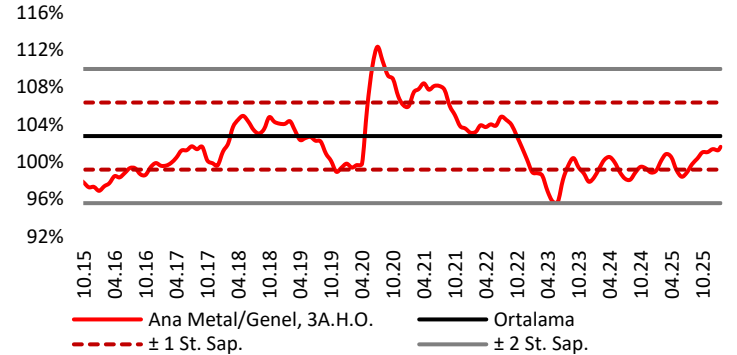
Ana metal sektörü kapasite kullanımı uzun dönem ortalamasının (~%78) altında ve genel sanayinin gerisinde; bu da ithalat kaynaklı marj baskısına işaret ediyor. Mevcut AD önlemleri, süren soruşturmalar ve DİR sıkılaştırmaları, kapasite kullanımını dengelemek ve yurt içi marjları korumak açısından ana politika araçları olmaya devam edecektir.

İthal Çeliğin Görünür Yurt İçi Talepteki Payı



Kaynak: Worldsteel

KKO – Ana Metal Sanayii vs Genel Ekonomi



Kaynak: TCMB

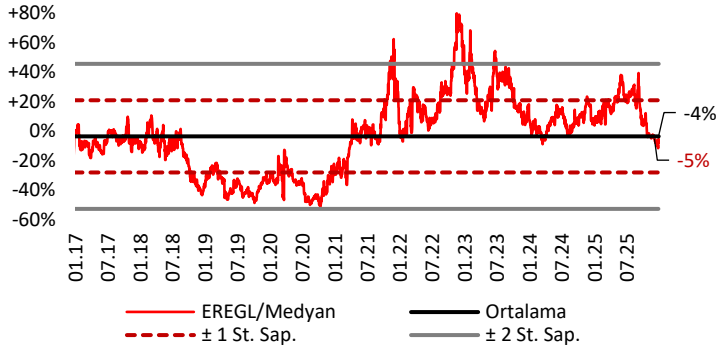
Çelik Üreticileri

Öncü göstergeler, sektör için zayıf bir faaliyet ortamına işaret ediyor. Yeni siparişler 1Y23'ten beri kritik eşğin altında. Artan korumacılık, yapısal kapasite fazlası ve Çin kaynaklı ihracat baskısı gibi zorluklar başlıca baskı unsurları.

DİR düzenlemeleri 2Ç26'dan itibaren yurt içi marjlarda kısmi rahatlama sağlayabilir. Altyapı ve inşaat harcamaları talebi desteklese de, marjların 2025'teki düşük bazdan toparlanmasına karşın orta-döngü seviyelerin altında kalmasını bekliyoruz.

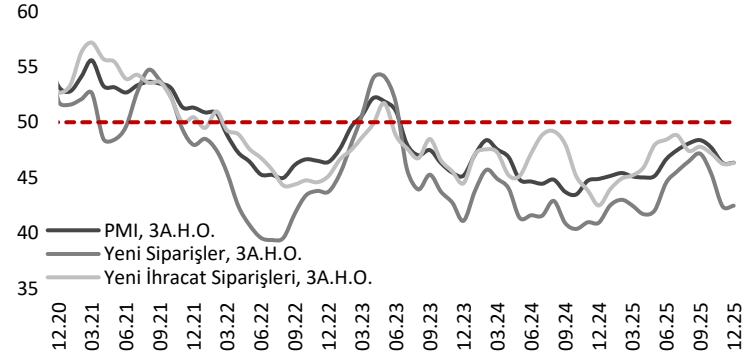
Erdemir (EREGL) 2026'da yüksek yatırım ve döngü altı marjlar nedeniyle kısa vadede zayıf SNA üretmeye devam edecektir; altın opsiyonelliği sınırlı yukarı potansiyel sunabilir. **Kardemir (KRDMD)** 2026'da sıvı çelik kapasitesini %20 artırmayı planlıyor; 2027'de tam devreye girmesi beklenen bu artış, hacim ve ürün karması iyileşmesiyle operasyonel büyümeyi destekleyebilir.

Erdemir vs Küresel Emsaller, FD/12A İleri FAVÖK



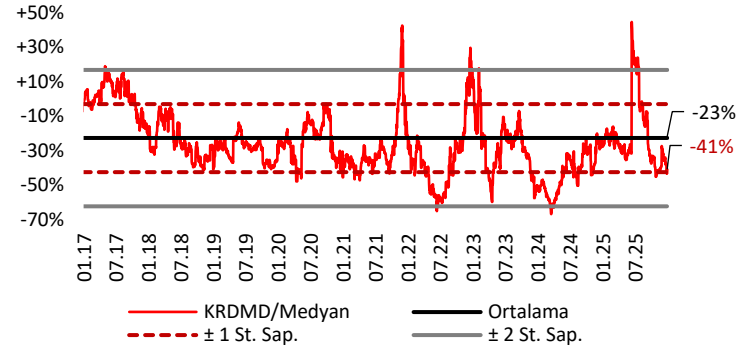
Türkiye Main Metals PMI

Türkiye Ana Metal Sanayii PMI Verileri



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası

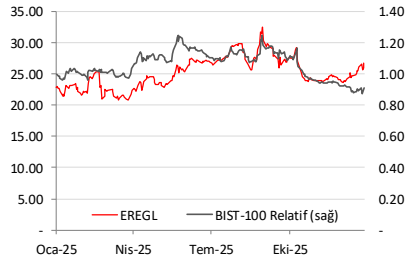
Kardemir vs Küresel Emsaller, FD/12A İleri FAVÖK



Kaynak: Bloomberg

Erdemir

Bloomberg Kodu	EREGL TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	32.00			
Güncel Fiyat, TL	26.76			
Getiri Potansiyeli	20%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, m TL	187,320			
Firma Değeri, m TL	244,805			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, m TL	204,060	207,329	260,002	320,114
FAVÖK, m TL	21,092	18,828	28,352	42,433
Net Kâr, m TL	13,481	-102	6,465	12,078
Net Borç, m TL	64,442	46,137	81,182	118,388
Net Borç/FAVÖK	3.1	2.5	2.9	2.8
FAVÖK Marjı	10.3%	9.1%	10.9%	13.3%
Net Marj	6.6%	n.m.	2.5%	3.8%
Temettü Verimi	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%
Ciro, y/y	38.0%	1.6%	25.4%	23.1%
FAVÖK, y/y	35.4%	-10.7%	50.6%	49.7%
Net Kâr, y/y	234.3%	n.m.	n.m.	86.8%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.5	n.m.	29.0	15.5
FD/FAVÖK	11.4	12.8	9.8	7.4
FD/Ciro	1.2	1.2	1.1	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.9%	-0.3%	19.4%	12.3%
BIST-100 Relatif	-3.2%	-18.1%	-6.1%	-1.6%
AOLH, m TL	3,824	4,737	4,728	4,483



Erdemir (EREGL) döngüsel bir yatırım tezi sunarken, verimlilik artışı ve büyüme opsiyonelliği yüksek yatırım harcaması yükünü de beraberinde getiriyor. Yönetim, 2026-30'da modernizasyon ve kapasite artırımı yatırımlarıyla verimlilik artışı sağlamak üzere yıllık ~650 milyon ABD doları yatırım harcaması planlıyor. Bu kapsamda 3 milyon ton/yıl peletleme tesisi, ~3,8 milyon ton/yıl elektrikli ark ocağı (EAO) kapasitesi ve 2030'a kadar CO₂ yoğunluğunu %25 azaltma hedefi doğrultusunda emisyon azaltım projeleri öne çıkıyor.

4Ç25'ten itibaren düşük baz etkisinden toparlanmayla birlikte ton başına FAVÖK'te iyileşme bekliyoruz. Bu toparlanmanın itici gücü sınırlı marj iyileşmesinin yanı sıra, ~40 ABD doları/ton verimlilik kazanımı olacaktır; verimlilik etkisinin 1Ç26 itibarıyla tam yansımaya bekleniyor. Bununla birlikte, toparlanmanın ton başına FAVÖK'ü kısa vadede döngü ortalamalarına taşımasını beklemiyoruz (2026T: 75 ABD doları/ton).

Şirket, %90 bağlı ortaklığı Ermaden üzerinden Alacahan altın projesinde (Kangal, Sivas) UMREK/JORC uyumlu Mümkün Kaynak (Inferred Resource) açıkladı. Buna göre 0,5 g/t cut-off ile 14,9 Mt @0,89 g/t seviyesinde (yaklaşık 424 bin ons Au) kaynak tanımlandı. Kaynak halen "Inferred" seviyesinde olup (yani ekonomik rezerv niteliğinde değil), sondaj çalışmaları sürüyor; 2Ç26'da rezerv güncellemesi bekleniyor. Mevcut aşamada hem ölçek hem tenor sınırlı görüldüğünden, değerlendirme açısından kısa vadede anlamlı bir yansıma beklemiyoruz. Tamamen gösterim amaçlı varsayımlarla (geri kazanılabilir rezerv 318 bin ons, 2 yıl inşaat süresi, 8 yıl maden ömrü, 2.000 ABD doları/ons vergi sonrası net nakit akış marjı, ~100 milyon ABD doları geliştirme maliyeti, %10,6 iskonto oranı), ~210 milyon ABD doları tutarında net bugünkü değer hesaplıyoruz. Ana değişkenler üzerinden yaptığımız basit bir Monte Carlo analizi ise, Erdemir payına düşen NBD (%90) için kabaca 175-245 milyon ABD doları bandına işaret ediyor; bu çalışma yalnızca resmi fizibilite öncesi bir ölçekleme egzersizi niteliğindedir.

Katalizörler: (i) En az 3Ç26'ya kadar süreceğini tahmin ettiğimiz kar momentumu; (ii) 2Ç26'da altın rezerv güncellemesi.

Değerleme: Hisse için 32 TL 12A hedef fiyatlı Nötr tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz ABD doları bazında ~7,4x FD/12A ileri FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

Kardemir

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	37.00			
Güncel Fiyat, TL	29.20			
Getiri Potansiyeli	27%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mın TL	22,783			
Firma Değeri, mın TL	27,539			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	56,500	65,045	82,917	102,089
FAVÖK, mın TL	4,187	6,229	9,132	12,345
Net Kâr, mın TL	-3,031	-779	3,379	6,592
Net Borç, mın TL	1,865	6,949	9,532	9,334
Net Borç/FAVÖK	0.4	1.1	1.0	0.8
FAVÖK Marjı	7.4%	9.6%	11.0%	12.1%
Net Marj	n.m.	n.m.	4.1%	6.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	9.5%	15.1%	27.5%	23.1%
FAVÖK, y/y	30.4%	48.8%	46.6%	35.2%
Net Kâr, y/y	n.m.	-74.3%	n.m.	95.1%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	n.m.	9.9	5.0
FD/FAVÖK	7.7	6.5	4.7	3.5
FD/Ciro	0.6	0.6	0.5	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.2%	10.6%	11.9%	15.6%
BİST-100 Relatif	-5.7%	-9.2%	-12.0%	1.3%
AOIH, mın TL	1,155	1,329	1,466	1,353

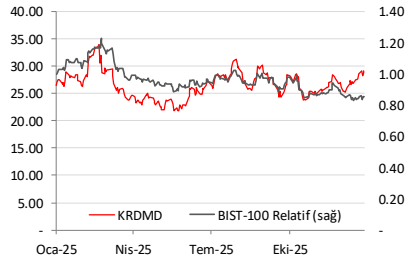
Kardemir (KRDMD) bölgesel demiryolu yatırım temalarına yatırım imkanı sunan döngüsel bir hisse olarak öne çıkıyor. Şirket, inşaat demiri (rebar) ve kütük (bilet) gini yarı mamul sayılabilecek düşük katma değerli ürünlerin satışları içindeki payını azaltmak ve ton başına FAVÖK'te yapısal iyileşme sağlamak amacıyla odağını katma değerli çelik ürünlerine—özellikle demiryolu rayı, tren tekeri ve özel profillere—kaydırıyor. Buna ek olarak, orta vadede sınırlı ölçekteki kapasite artışlarının ılımlı hacim büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

2026'da devreye alınması planlanan SDM-2, sıvı çelik üretimini yıllık 500 bin ton artırarak 3,0 milyon ton/yıl seviyesine taşımayı hedefliyor. Devreye alındıktan sonra ramp-up süreciyle birlikte anlamlı finansal katkısının 2Y26'da başlamasını, tam kapasiteye yakın etkinin ise 2027'ye doğru daha görünür hale gelmesini bekliyoruz.

Ton başına FAVÖK'ün, düşük baz etkisi nedeniyle 4Ç25'ten itibaren toparlanmasını bekliyoruz; toparlanmanın ana faktörleri sınırlı marj iyileşmesi ve daha destekleyici ürün karması olacaktır. Bununla birlikte, bu toparlanmanın ton başına FAVÖK'ü kısa vadede döngü ortalamalarına taşımasını beklemiyoruz (2026T: 69 ABD doları/ton).

Katalizörler: (i) En az 2Ç26'ya kadar süreceğini tahmin ettiğimiz pozitif kar momentumu; (ii) altyapı ve inşaat kaynaklı talep artışı; (iii) demiryolu projelerinden gelecek siparişlerle desteklenen daha yüksek katma değerli satış karması.

Değerleme: Hisse için 37 TL 12A hedef fiyatlı Nötr tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz ABD doları bazında ~4,5x FD/12A ileri FAVÖK çarpanına işaret ediyor.



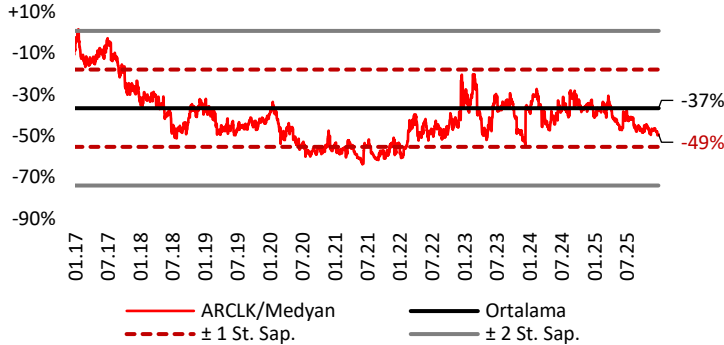
Beyaz Eşya

Beyaz eşya satışları 11A25'te yıllık bazda %7,8 daraldı (ihracat -%9,5, yurt içi pazar -%4,1). Görünür yurt içi talep %1,8 gerilerken, üretim %8,9 düştü ve ithalatın görünür yurt içi talepteki payı yıllık 2,3 puan arttı.

Beyaz eşya talebinin ana belirleyicileri reel ücret artışı, kredi koşulları, konut döngüsü (özellikle ipotekli satışlar) ve tüketici güveni olarak öne çıkıyor. İhracat hacimleri ve genel üretim trendi ise ağırlıklı olarak Avro/TL ve Avro/ABD doları dinamikleri ile Avro Bölgesi tüketim/PMI göstergeleri tarafından şekilleniyor.

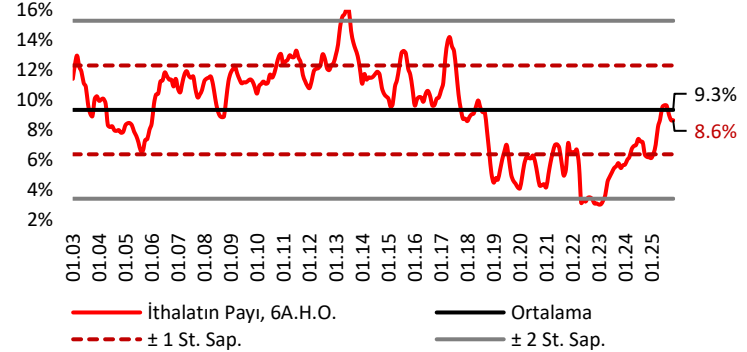
2026'nın, sektör oyuncularının operasyon ve sermaye verimliliğine, fiyat rekabetine, yalınlaşmaya ve bilanço kalitesine odaklandığı bir yıl olmasını bekliyoruz. Talep koşullarının 2Y26'da görece iyileşmesini öngörüyoruz. Girdi maliyetleri tarafı da destekleyici görünümde; beyaz eşyanın ana hammaddeleri olan çelik ve plastik fiyatlarının ılımlı seyretilmesini bekliyoruz.

Arçelik vs Küresel Emsaller, FD/12A İleri FAVÖK



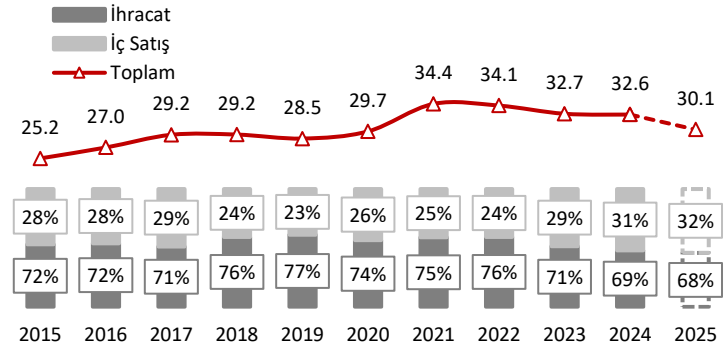
Kaynak: Bloomberg

İthal Beyaz Eşyanın Görünür Yurt İçi Talepteki Payı



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

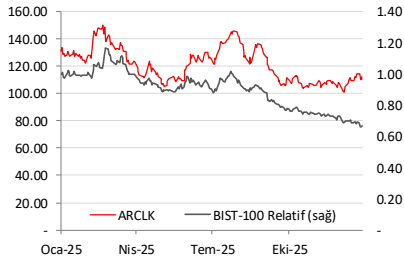
Yerli Üreticilerin Toplam Satışları (milyon adet)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	170.00			
Güncel Fiyat, TL	112.00			
Getiri Potansiyeli	52%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mın TL	75,682			
Firma Değeri, mın TL	224,298			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	428,548	520,165	665,848	821,169
FAVÖK, mın TL	22,297	31,071	43,266	58,152
Net Kâr, mın TL	1,689	-9,145	1,163	4,637
Net Borç, mın TL	87,227	135,961	154,139	164,396
Net Borç/FAVÖK	3.9	4.4	3.6	2.8
FAVÖK Marjı	5.2%	6.0%	6.5%	7.1%
Net Marj	0.4%	n.m.	0.2%	0.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	66.7%	21.4%	28.0%	23.3%
FAVÖK, y/y	9.7%	39.4%	39.2%	34.4%
Net Kâr, y/y	-78.0%	n.m.	n.m.	298.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	61.5	n.m.	65.0	16.3
FD/FAVÖK	8.5	6.8	5.3	4.1
FD/Ciro	0.4	0.4	0.3	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.0%	5.9%	-11.5%	10.9%
BIST-100 Relatif	-6.7%	-13.1%	-30.4%	-2.8%
AOLH, mın TL	439	371	358	462



Arçelik (ARCLK), toparlanma (turnaround) süreci uzayan döngüsel bir yatırım teması sunuyor. Whirlpool entegrasyonu Avrupa'da inorganik ölçek kazandırmış olsa da, zayıf talep ve Çinli markaların rekabeti artırdığı pazar ortamında sinerji yakalama ve verimlilik kazanımları beklenenden yavaş ilerliyor. Avrupa pazar payı, giriş segmentindeki ~1,5-2 puanlık kaybın ardından büyük ölçüde istikrar kazanmış görünüyor; 4Ç25'te devreye alınması planlanan ~2.000 yeni ürünün 2026 boyunca pazar payının genel olarak yataya yakın seyretmesine destek olmasını bekliyoruz. Yurt içinde ise sektör genelinde zayıf beyaz eşya talebi ve yoğun kampanyalar, Arçelik'in görece daha iyi performansını gölgeledi. Türkiye'de gerileyen harcanabilir gelir ve yüksek finansman maliyetleri nedeniyle pazarın kampanya odaklı kalması muhtemel; Arçelik'in 9 aya varan taksit seçenekleri sunması ve finansman maliyetini kısmen üstlenmesi bu tabloyu teyit ediyor. TCMB'nin son Enflasyon Raporu, şirketlerin fiyatlama davranışlarında normalleşmeye işaret ediyor; firmalar maliyetleri fiyatlara yansıtma konusunda daha temkinli hale gelirken, enflasyon beklentileri politika hedefi etrafında daralıyor. Bu durum, yurt içinde daha sınırlı bir fiyatlama ortamına işaret ederek Arçelik'in maliyet baskılarını fiyatlara tam yansıtma kapasitesini kısıtlayabilir.

2026'ya girerken, Avrupa pazar payının istikrar kazanması, 2Y26'da talep tarafı için daha destekleyici bir makro zemin oluşması ve sinerjilerin kademeli devreye girmesiyle Arçelik'in karlılığını artırmak ve bilanço tarafında borç azaltımını hızlandırmak açısından iyi konumlandığını düşünüyoruz.

Resmi tapu kayıtlarına dayanarak, Arçelik'in daha önceden faaliyetlerini sonlandırdığı Beylikdüzü ve Çayırova tesislerinde toplam ~560 bin m² büyüklüğünde araziye sahip olduğunu hesaplıyoruz. Bu varlığı değerlememizde ~22 milyar TL (≈440 milyon Avro) makul değerle hesaba katıyoruz. Söz konusu değer, hedef fiyatımızın ~20 TL/hisse'lik kısmına karşılık gelmekte olup hedef fiyatımıza yansıtılmış durumdadır.

Katalizörler: (i) ana pazarlarda talep toparlanması; (ii) maliyet disiplini ve elverişli Avro/ABD doları dinamikleriyle marj genişlemesi; (iii) yeniden yapılanma sinerjileri, fabrika taşınmaları ve işgücü azaltımı kaynaklı FAVÖK artışı; (iv) önemli yatırım harcaması gerektiren büyük ölçekli proje bulunmaması sayesinde net borçlulukta belirgin bir iyileşme patikası.

Değerleme: Hisse için 170 TL 12A hedef fiyatlı Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz TL bazında ~5,7x FD/12A ileri FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

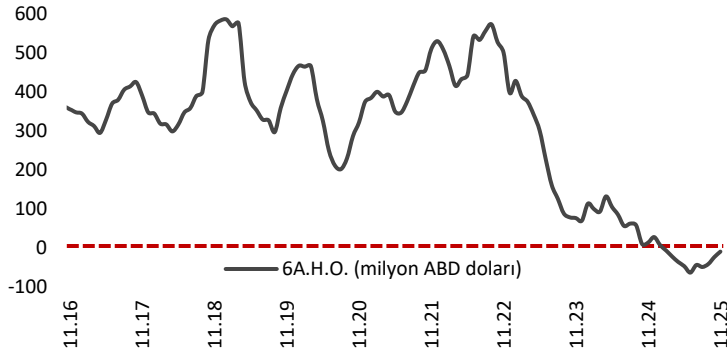
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

2025'te ipotekli satışların zayıf seyrine rağmen konut satışları güçlü kaldı; bunda tasarruf finansman sistemi (TFS) kanalının yapısal büyümesi de destekleyici oldu. Emlaknews'te yer alan bir yazıya göre TFS'nin konut satışları içindeki payı 2025'te %33,6'ya yükselirken, ipotekli satışların payı ~%15 seviyesinde kaldı. Güncel eğilimler, konut finansmanında çok kanallı yapıya geçişin kalıcı olduğuna işaret ediyor.

Konut fiyat endeksi 2023 ortasındaki zirvesinden geri çekilirken, örtük kira çarpanı da 2022 öncesi seviyelere doğru normalleşmiş görünüyor. Ödemeler dengesi verileri ise 2025'te konut piyasasına yönelik net yabancı girişinin ilk kez negatife döndüğünü gösteriyor.

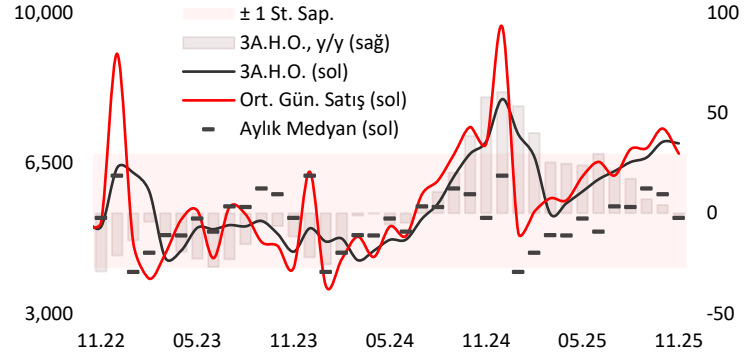
2026'ya girerken, konut fiyatlarının reel bazda tek haneli değer artışı kaydetmesini; kredi koşulları ve kredi iştahındaki iyileşmeye ek olarak TFS pazarının büyümeye devam etmesiyle konut satışlarının artmasını bekliyoruz.

Ödemeler Dengesi – Gayrimenkul Edinimleri



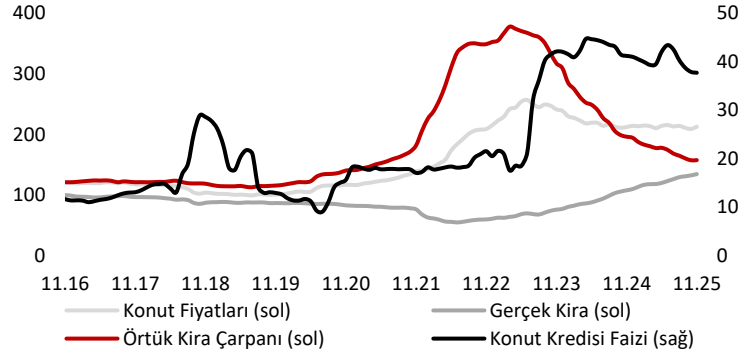
Kaynak: TCMB

Günlük Ortalama Konut Satışları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

TÜFE'den Arındırılmış Endeksler (Ocak 2013=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

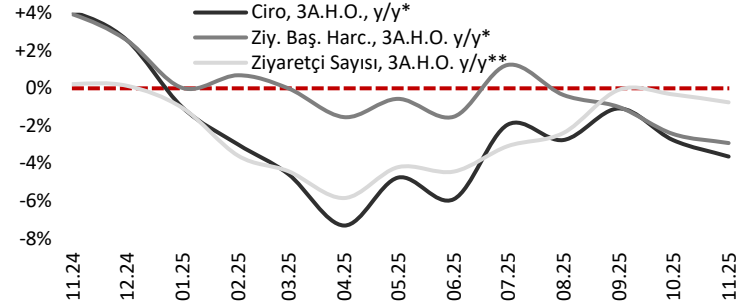
Ocak-Kasım 2025 döneminde alışveriş merkezi (AVM) ciro endeksi reel bazda yıllık %4,2 geriledi. Düşüşte, ziyaretçi sayısındaki %3,2'lik azalma ve ziyaretçi başına harcamalarda reel bazda %1,0'lik gerileme belirleyici oldu. Alışveriş günü eşdeğeri (SDE) ile düzeltilmiş olarak bakıldığında ciro reel bazda %3,8 düşerken, ziyaretçi sayısı %2,8 geriledi.

Algılanan reel tüketici kredi faizleri yıllık bazda ~%27 seviyesinde olup, uzun dönem ortalaması olan -%2'nin belirgin şekilde üzerinde seyrediyor. Yüksek finansman maliyeti, hanehalkı gelir dinamiklerindeki zayıflama ve hanehalkı enflasyon beklentileri, pandemi sonrası tüketim patlamasının ardından perakende harcamalarda normalleşmeyi beraberinde getirdi.

Buna karşın, borsada işlem görmekte olan AVM işletmecileri, AVM sektörü genelinin üzerinde ciro performansları ve TÜFE'ye endeksli kira artışlarının desteğiyle kira gelirlerini artırmayı başardı.

2026'ya girerken AVM cirolarında düşük tek haneli büyüme bekliyoruz. AVM sahibi GYO'ların, bu sınırlı artışı kira ayarlamaları ve kiracı/marka karmasında proaktif yönetim yoluyla destekleyerek kira gelirlerindeki büyümeyi sürdürmesi gerekecektir.

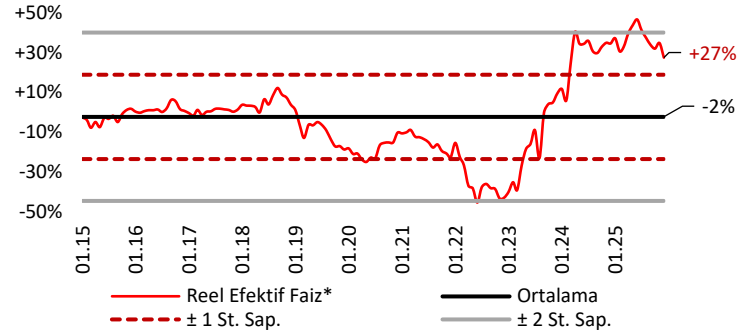
AVM Ciro Endeksleri



* Takvim ve TÜFE etkisinden arındırılmış ** Takvim etkisinden arındırılmış

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, AYD

Algılanan Reel Tüketici Kredisiz Faizleri

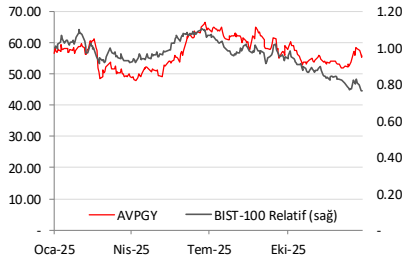


* KKDF & BSMV dahil

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Avrupakent GYO

Bloomberg Kodu	AVPGY TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	90.00			
Güncel Fiyat, TL	55.85			
Getiri Potansiyeli	61%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, m TL	22,340			
Firma Değeri, m TL	21,797			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, m TL	7,453	7,072	6,006	6,866
FAVÖK, m TL	6,034	2,776	2,919	3,897
Net Kâr, m TL	7,381	3,329	3,766	5,029
Net Borç, m TL	-1,057	-900	-1,819	-3,276
Net Borç/FAVÖK	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8
FAVÖK Marjı	81.0%	39.3%	48.6%	56.8%
Net Marj	99.0%	47.1%	62.7%	73.2%
Temettü Verimi	4.5%	8.8%	9.0%	10.9%
Ciro, y/y	141.8%	-5.1%	-15.1%	14.3%
FAVÖK, y/y	255.2%	-54.0%	5.1%	33.5%
Net Kâr, y/y	126.3%	-54.9%	13.1%	33.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	2.5	6.7	5.9	4.4
FD/FAVÖK	2.9	7.7	7.0	4.9
FD/Ciro	2.4	3.0	3.4	2.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.1%	-1.8%	1.1%	7.4%
BIST-100 Relatif	-9.2%	-19.3%	-20.5%	-5.9%
AOİH, m TL	55	51	84	63



Avrupakent GYO (AVPGY), birden fazla katalizöre sahip bir temettü hikayesi sunuyor. Yatırım tezimiz; (i) düzenli nakit yaratımı (2026T kiralama brüt karı: ~3,17 milyar TL) ve (ii) %50'nin üzerinde temettü dağıtım politikası üzerine kurulu.

Konut satışları, orta vadede ~105 milyon ABD doları seviyesinde nakit yaratımını destekleyecektir. Teslimatlar raporlanan faaliyet marjlarını aşağı çekebilir; bu etki TMS29 (enflasyon muhasebesi) kaynaklı ve büyük ölçüde "optik" nitelikte. Bu durum orta vadede manşet karlılık görünümü üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, nakit yaratımını desteklediği için temel etkiyi olumlu değerlendiriyoruz.

Şirket 2025'te (üç taksit halinde) 1,98 milyar TL temettü dağıttı; bu da hisse başına 4,94 TL temettüye karşılık geliyor. 2026 için ~5 TL/hisse temettü (DPS) tahmin ediyoruz.

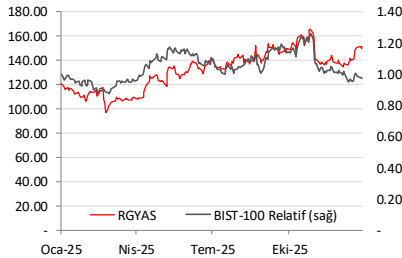
2025 yıl sonu değerleme raporlarına göre Şirket'in gayrimenkul portföy değeri 48,4 milyar TL seviyesine ulaştı (2024 sonu: 38,4 milyar TL) ve yıllık bazda ~%26 artışa işaret etti (2025 enflasyon: %30,9). Yatırım amaçlı gayrimenkullerde 2024 sonundan bu yana reel bazda kayda değer bir yeniden değerleme kazancı görünmüyor. Teslimatlar 4Ç25'te hem net nakit pozisyonunu hem de hasılatı destekleyecektir; ancak geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle reel anlamda yıllık daralma öngörüyoruz. NAD açısından hafif olumlu, çeyreklik sonuçlar açısından hafif olumsuz olarka değerlendiriyoruz.

Katalizörler: (i) konut satışlarından nakit girişleri (~105 milyon ABD doları); (ii) konut fiyatları için daha destekleyici bir makro zemin; (iii) temettü dağıtımının tetikleyebileceği ertelenmiş vergi yükümlülüğü iptali kaynaklı kar katkısı.

Değerleme: Hisse için 90 TL 12A hedef fiyatlı Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz 97,33 TL/hisse seviyesinde NAD'ye (~38,9 milyar TL NAD) işaret ediyor.

Rönesans Gayrimenkul

Bloomberg Kodu	RGYAS TL			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	280.00			
Güncel Fiyat, TL	151.10			
Getiri Potansiyeli	85%			
Halka Açıklık Oranı	16%			
Piyasa Değeri, mın TL	50,014			
Firma Değeri, mın TL	64,209			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	8,223	12,173	15,982	20,086
FAVÖK, mın TL	5,351	8,254	10,864	13,759
Net Kâr, mın TL	4,686	15,009	20,597	26,988
Net Borç, mın TL	17,586	25,295	18,239	14,983
Net Borç/FAVÖK	3.3	3.1	1.7	1.1
FAVÖK Marjı	65.1%	67.8%	68.0%	68.5%
Net Marj	57.0%	123.3%	128.9%	134.4%
Temettü Verimi	-	1.1%	1.4%	2.2%
Ciro, y/y	64.1%	48.0%	31.3%	25.7%
FAVÖK, y/y	79.6%	54.3%	31.6%	26.7%
Net Kâr, y/y	-74.4%	220.3%	37.2%	31.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.2	3.3	2.4	1.9
FD/FAVÖK	7.5	8.2	5.6	4.2
FD/Ciro	4.8	5.6	3.8	2.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.7%	2.4%	24.3%	9.7%
BLST-100 Relatif	-3.5%	-15.9%	-2.3%	-3.9%
AOİH, mın TL	153	187	116	188



Rönesans Gayrimenkul (RGYAS), güçlü gelir karakteristiğine sahip, yüksek kaliteli varlık bazına sahip bir değer yatırımı tezi sunmakta olup, birden çok yakın vadeli katalizörlere sahip. Yatırım tezimiz; (i) güçlü ve düzenli nakit yaratımı (2026T kiralama brüt karı: ~11.5 milyar TL), (ii) yüksek karlılık görünürlüğü (kira gelirleri ve konut teslimatları) ve (iii) satın alım işlemleri ile inorganik büyüme üzerine kurulu.

Şirketin 225 bağımsız bölümden oluşan konut stoku, orta vadede nakit yaratımını destekleyebilir. Konut teslimatları raporlanan faaliyet marjlarını aşağı çekebilir; bu etki TMS29 (enflasyon muhasebesi) kaynaklı ve büyük ölçüde “optik” nitelikte olacaktır. Bu durum orta vadede manşet karlılık görünümü üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, nakit yaratımını desteklediği için temel etkiyi olumlu değerlendiriyoruz.

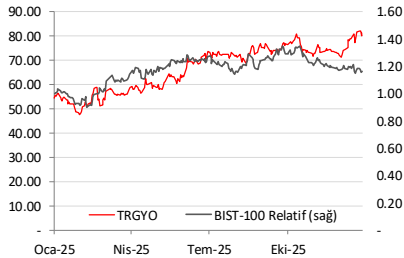
GIC, hızlandırılmış talep toplama (ABB) yöntemiyle 15 milyon adet B grubu payı (çıkarılmış sermayenin %4,531’i) 140 TL/hisse fiyatla satarak ~2,1 milyar TL brüt gelir elde etti. İşlem, Türkiye ve yurt dışındaki nitelikli kurumsal yatırımcılara gerçekleştirildi. Satış sonrası GIC’nin Şirketteki payı ~%18,38’den ~%13,85’e gerilerken, elde kalan paylar 90 gün lock-up koşuluna tabi olacak. Rönesans Gayrimenkul’ün işlemden herhangi bir nakit girişi olmayacaktır. Ayrıca üç azınlık pay sahibi toplam 72,1 milyon adet payın işlem gören niteliğe dönüştürülmesi için başvuruda bulundu; bu gelişmenin zaman içinde efektif fiili dolaşımı %7,38 seviyesinden yukarı taşıması beklenmekle birlikte, satışların yaratabileceği kısa vadeli arz baskısı (overhang) riskini de beraberinde getirebilir.

Katalizörler: (i) yıl sonu değerleme rapor güncellemeleri; (ii) konut satışlarından nakit girişleri (225 daire); (iii) konut fiyatları için daha destekleyici bir makro zemin; (iv) Optimum İzmir ve Optimum Ankara satın almalarıyla inorganik büyüme.

Değerleme: Hisse için 280 TL 12A hedef fiyatlı Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz 431,37 TL/hisse seviyesinde NAD’ye (≈142,8 milyar TL NAD) işaret ediyor.

Torunlar GYO

Bloomberg Kodu				TRGYO TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				134.00
Güncel Fiyat, TL				81.20
Getiri Potansiyeli				65%
Halka Açıklık Oranı				21%
Piyasa Değeri, mın TL				81,200
Firma Değeri, mın TL				60,198
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	12,511	15,596	17,753	21,543
FAVÖK, mın TL	7,143	8,227	10,297	13,252
Net Kâr, mın TL	8,611	13,846	18,249	23,487
Net Borç, mın TL	-18,166	-30,319	-44,351	-61,246
Net Borç/FAVÖK	-2.5	-3.7	-4.3	-4.6
FAVÖK Marjı	57.1%	52.8%	58.0%	61.5%
Net Marj	68.8%	88.8%	102.8%	109.0%
Temettü Verimi	5.0%	4.3%	8.1%	11.8%
Ciro, y/y	151.7%	24.7%	13.8%	21.3%
FAVÖK, y/y	111.9%	15.2%	25.2%	28.7%
Net Kâr, y/y	-31.9%	60.8%	31.8%	28.7%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	5.4	5.9	4.4	3.5
FD/FAVÖK	4.8	6.9	4.1	1.9
FD/Ciro	2.7	3.6	2.4	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.2%	5.2%	40.6%	9.7%
BIST-100 Relatif	-2.1%	-13.6%	10.6%	-3.8%
AOIH, mın TL	165	133	122	183



Torunlar GYO (TRGYO), güçlü gelir karakteristiğine ve birden fazla yakın vadeli katalizöre sahip, yüksek varlık kalitesine sahip bir değer yatırımı tezi sunmaktadır. Yatırım tezimiz; (i) güçlü ve düzenli nakit yaratımı (2026T kiralama brüt karı: ~8,4 milyar TL; 2026T faiz geliri: ~9 milyar TL), (ii) yüksek kârlılık görünürlüğü (kira gelirleri, faiz gelirleri ve konut teslimatları) ve (iii) gayrimenkul geliştirme opsiyonelliği sunan arsa stoğu (~108 bin m², değerlendirme: 2,6 milyar TL) üzerine kuruludur. Buna ek olarak şirket, Paşabahçe arazisine de sahiptir (~70,6 bin m², değerlendirme: 7,5 milyar TL); bu alanda 6-7 yalı, 35-40 yalı dairesi ve lüks bir otel geliştirilmesi planlanmaktadır.

Konut satışlarının orta vadede nakit yaratımını desteklemesini bekliyoruz (2026T-28T: ~320 milyon ABD doları). Konut teslimatları raporlanan faaliyet marjlarını aşağı çekebilir; bu etki TMS29 (enflasyon muhasebesi) kaynaklı ve büyük ölçüde “optik” niteliktedir. Bu nedenle orta vadede manşet karlılık momentumu üzerinde baskı yaratabilir; ancak nakit yaratımını desteklediği için temel etkiyi olumlu değerlendiriyoruz.

Şirketin net nakit pozisyonu (net nakit + uzun vadeli finansal yatırımlar) 3Ç25 itibarıyla ~26,5 milyar TL seviyesindedir. Net nakdin 2025 sonu itibarıyla ~30,3 milyar TL’ye ulaşmasını; 2026 sonu itibarıyla ise ~44,4 milyar TL’ye yükselmesini öngörüyoruz.

Şirket 1Y25’te 3,5 milyar TL temettü dağıttı; bu dağıtım hisse başına 3,50 TL temettüye (DPS) karşılık geliyor. 2026 için ~6,56 TL/hisse temettü (DPS) tahmin ediyoruz.

Aziz Torun ve Mehmet Torun, 2025’te fiili dolaşımın %1,8’ine denk gelen ~3,84 milyon adet hisseyi ortalama 71,18 TL/hisse fiyattan satın aldı. Bunu şirket açısından net bir güven oyu olarak değerlendiriyoruz.

Katalizörler: (i) konut satışlarından nakit girişleri (2026T-28T: ~320 milyon ABD doları); (ii) konut fiyatları için daha destekleyici bir makro zemin; (iii) Paşabahçe projesine ilişkin haber akışı; (iv) temettü dağıtımının tetikleyebileceği ertelenmiş vergi yükümlülüğü iptali kaynaklı kar katkısı.

Değerleme: Hisse için 134 TL 12A hedef fiyatlı Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz 145,15 TL/hisse seviyesinde NAD’ye (~145,1 milyar TL NAD) işaret ediyor.

Savunma

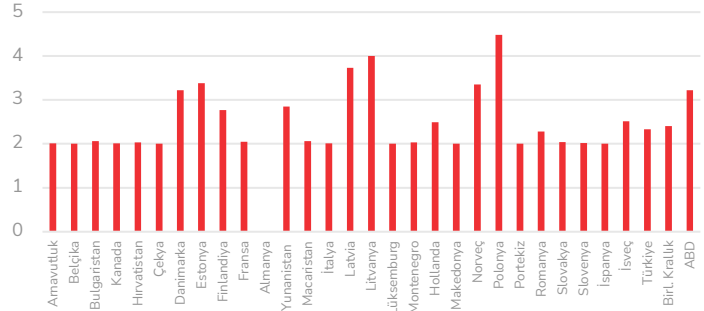
Küresel savunma harcamaları, 2024 yılında yıllık %9,4 artışla 2,72 trilyon ABD dolarına ulaşarak 1980'lerin sonundan bu yana görülen en hızlı genişleme dönemine girmiştir. Bu ivme kurumsal tarafta da net biçimde gözlenmekte olup, Defense News Top 100 şirketlerinin toplam gelirleri yıllık %11,2 artışla 661 milyar ABD dolarına yükselmiş ve kamu bütçeleri ile savunma sanayii çıktıları arasındaki güçlü uyumu ortaya koymaktadır.

ABD, küresel askeri harcamaların %37'sini ve Top 100 gelirlerinin %55'ini oluşturarak sistemin temel dayanağı olmayı sürdürmekte olup, görece payında kademeli bir normalleşme sürecine girildiğine işaret etmektedir. Büyüme ivmesinin Avrupa'ya, NATO'nun doğu kanadına ve seçili Asyalı ihracatçılara kayması, küresel savunma ekosisteminin daha çeşitlendirilmiş ve rekabetçi bir yapıya evrildiğini göstermektedir.

Mevcut genişleme döngüsüne Avrupa öncülük etmektedir. Avrupa'nın savunma harcamaları yıllık %17 artışla 693 milyar ABD dolarına ulaşmış, büyüme özellikle Doğu ve Orta Avrupa'da %20–25 bandında gerçekleşmiştir. NATO'nun GSYH'nin %2'si hedefinin fiilen yeni taban seviyeye dönüşmüş olması ve 18 üye ülkenin bu eşiği aşması, orta vadeli bütçe görünürlüğü artırılmaktadır.

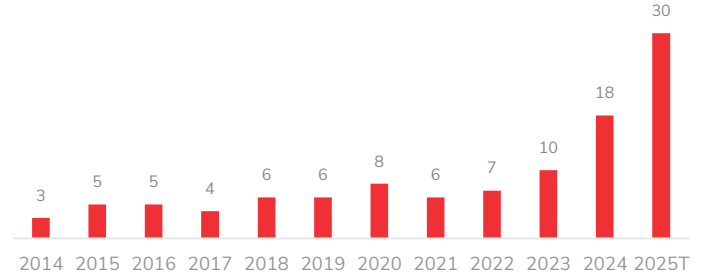
Jeopolitik gelişmeler kaynaklı talep artışı, özellikle hava ve füze savunma sistemleri, İHA'lar, topçu sistemleri ve ölçeklenebilir platformlarda belirgin tedarik hızlanmalarına yol açmaktadır. Son dönemdeki jeopolitik gelişmeler, güvenlik endişelerinin savunma harcamalarına hızla yansiyabildiğini gösterirken, ihracata hazır, hızlı konuşlandırılabilir ve ölçeklenebilir çözümler sunan tedarikçileri yapısal olarak avantajlı bir konuma taşımaktadır.

Savunma Harcamalarının GSYH'ye Oranı (%), 2025T



Kaynak: NATO, Ak Yatırım Araştırma

GSYH'nin %2'sini Aşan NATO Üyesi Sayısı



Kaynak: NATO, Ak Yatırım Araştırma

Savunma

Küresel silah ticaretindeki dengeler, Rusya'nın ihracatındaki keskin gerileme ile birlikte yeniden şekillenmekte olup, bu durum Avrupa merkezli ve orta ölçekli ihracatçılar için pazar payı kazanımına yönelik fırsatlar yaratmaktadır. Fransa, Almanya, İtalya, İspanya, Güney Kore ve Türkiye, ithalatçı ülkelerin geleneksel tedarikçilere olan bağımlılıklarını azaltma yönündeki eğilimleri doğrultusunda bu yeniden dengelenmeden faydalanabilecek ülkeler arasında öne çıkmaktadır.

Bu çerçevede, Türkiye savunma sanayiinin küresel ayak izi güçlenmiş olup, Defense News Top 100 içindeki payı son iki yılda %0,9'dan %1,6'ya yükselmiştir. İhracat büyümesi, olgunlaşan platform kabiliyetleri ve giderek daha rekabetçi hale gelen sanayi altyapısı, sektörün ölçeğini ve uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklemektedir.

Yurt içinde ise, Türkiye'nin konsolide savunma ve güvenlik bütçesinin 2025 yılında 1.608 milyar TL'den 2026 yılında 2.155 milyar TL'ye yükselmesi beklenmekte olup, bu artış ABD doları bazında yaklaşık %14'lük bir büyümeye işaret etmektedir. Aynı dönemde çekirdek savunma bütçesinin yaklaşık %11 oranında genişlemesi, sürdürülebilir tedarik faaliyetlerini, çok yıllık modernizasyon programlarını ve ihracat destekli üretim döngülerindeki ivmenin korunmasını desteklemektedir.

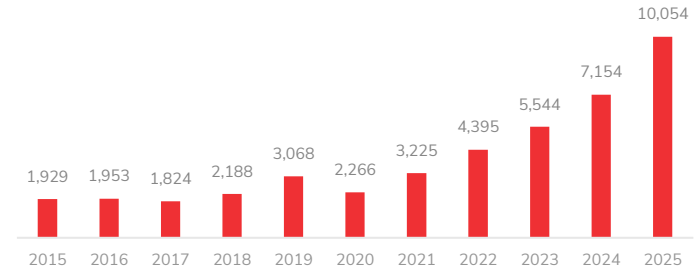
Türkiye'nin havacılık ve savunma ihracatları da yapısal bir büyüme fazına girmiş olup, 2020–2025 döneminde yaklaşık %35'lik bir bileşik yıllık büyüme oranına işaret etmektedir. Artan NATO taahhütleri, genişleyen AB savunma fonlaması ve süregelen jeopolitik risklerle birlikte değerlendirildiğinde, bu görünüm savunma harcamalarının yüksek seyrini uzun bir dönem boyunca desteklemekte; karşılık görünürlüğünü, sipariş birikimini ve sektörün orta vadeli özsermaye yatırım cazibesini güçlendirmektedir.

Top 10 Savunma İhracat ve İthalatçısı, 2020-2024

Sıralama	İhracatçı	Küresel Pay (%)	İthalatçı	Küresel Pay (%)
1	ABD	43.0	Ukrayna	8.8
2	Fransa	9.6	Hindistan	8.3
3	Rusya	7.8	Katar	6.8
4	Çin	5.9	Suudi Arabistan	6.8
5	Almanya	5.6	Pakistan	4.6
6	İtalya	4.8	Japonya	3.9
7	Birleşik Krallık	3.6	Avustralya	3.5
8	İspanya	3.0	Mısır	3.3
9	İsrail	3.1	ABD	3.1
10	Güney Kore	2.2	Kuveyt	2.9

Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma

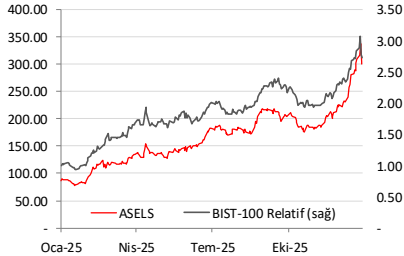
Türkiye Havacılık ve Savunma Sanayi İhracatı, 2015-2025, USDmn



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Aselsan

Bloomberg Kodu	ASELS TI			
Tavsiye	Endeks Alt. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	207,00			
Güncel Fiyat, TL	300,25			
Getiri Potansiyeli	-31%			
Halka Açıklık Oranı	26%			
Piyasa Değeri, mın TL	1,369,140			
Firma Değeri, mın TL	1,370,170			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	120,206	178,690	258,007	364,493
FAVÖK, mın TL	30,234	44,984	72,991	102,921
Net Kâr, mın TL	15,299	24,270	37,574	54,061
Net Borç, mın TL	15,925	18,195	22,142	43,780
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.4	0.3	0.4
FAVÖK Marjı	25.2%	25.2%	28.3%	28.2%
Net Marj	12.7%	13.6%	14.6%	14.8%
Temettü Verimi	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Ciro, y/y	63.3%	48.7%	44.4%	41.3%
FAVÖK, y/y	88.6%	48.8%	62.3%	41.0%
Net Kâr, y/y	109.9%	58.6%	54.8%	43.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.8	56.4	36.4	25.3
FD/FAVÖK	8.8	30.3	18.7	13.5
FD/Ciro	2.2	7.6	5.3	3.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	44.1%	44.8%	266.6%	29.6%
BLST-100 Relatif	24.2%	18.9%	188.3%	13.6%
AOIH, mın TL	12,954	8,115	5,965	15,823



Yapısal iç talep, ASELSAN için uzun vadeli görünürlüğü desteklemektedir. Şirket, Türkiye'nin yapısal olarak genişleyen savunma bütçesi ve hızlanan ihracat ivmesinin temel faydalanıcıları arasında yer almakta olup, kara, deniz, hava ve uzay platformlarını kapsayan ana tedarik ve modernizasyon programlarının tamamına yakınına entegre konumdadır. Bu konumlanma, güçlü talep görünürlüğü sağlamakta ve ASELSAN'ın ulusal savunma mimarisi içindeki merkezi rolünü pekiştirmektedir.

İhracat, büyümenin giderek daha kalıcı bir ayağı haline gelmektedir. Türkiye'nin savunma ihracatları NATO uyumu, Avrupa'daki savunma harcamaları ve jeopolitik gelişmeler tarafından desteklenen yapısal bir genişleme fazına girmiştir. ASELSAN'ın sistem entegrasyonu kabiliyeti, yüksek yerlilik oranı ve ihracata hazır portföyü, gelir çeşitliliğini, sözleşme vadelerini ve kârlılık görünürlüğü artırılmaktadır. Yönetim, yalnızca Çelik Kubbe kapsamındaki programların yıllık bazda yaklaşık USD 3 milyar seviyesinde sipariş alımına karşılık geldiğini öngörmektedir.

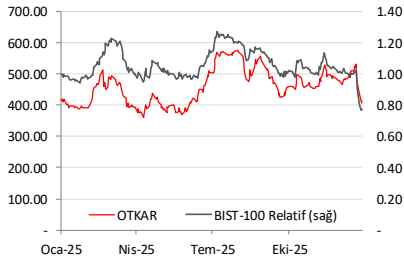
Sipariş alımı gücü, yatırım hikâyesinin temel dayanaklarından biri olmaya devam etmektedir. Son iki yılda yaklaşık 2,0x USD bazlı book-to-bill oranı yakalayan ASELSAN için 2025 yılında yaklaşık 8,1 milyar USD yeni sipariş, yıl sonu sipariş bakiyesinin yaklaşık 18 milyar USD'ye ulaşmasını desteklemektedir. 2026 yılında ise sipariş alımının yaklaşık 9 milyar USD seviyesinde yüksek seyrini koruyarak sipariş bakiyesini yaklaşık USD 22 milyara taşımasını beklemekteyiz.

Derinleşen sipariş bakiyesi, teslimat ivmesini ve marj kalitesini desteklemektedir. Ölçek artışıyla birlikte daha yüksek katma değerli ve teknoloji yoğun sistemlere yönelim, operasyonel dayanıklılığı güçlendirmektedir.

Kapasite artışı, büyümenin 2026'ya taşınmasını desteklemektedir. 2025 yılında reel gelir büyümesinin %13,5, 2026 yılında ise sipariş bakiyesinin hızlanan nakde dönüşümüyle %15,5 seviyesine yükselmesini ve USD bazlı gelirlerin 5 milyar USD seviyesine yaklaşmasını beklemekteyiz. 2024 yılında gerçekleştirilen yaklaşık %40'lık kapasite artışı ve Oğulbey tesislerine yönelik planlanan USD 1,5 milyarlık yatırım, orta vadede ilave kapasite alanı sağlamaktadır.

Otokar

Bloomberg Kodu	OTKAR TI			
Tavsiye	Gözden Geçiriliyor			
Hedef Fiyat, TL	n.a.			
Güncel Fiyat, TL	414.00			
Getiri Potansiyeli	n.a.			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	49,680			
Firma Değeri, mn TL	73,519			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	33,886	54,520	66,116	83,419
FAVÖK, mn TL	-769	3,622	6,386	8,957
Net Kâr, mn TL	-3,104	2,470	4,208	4,745
Net Borç, mn TL	19,794	19,614	28,537	34,110
Net Borç/FAVÖK	-25.7	5.4	4.5	3.8
FAVÖK Marjı	n.m.	6.6%	9.7%	10.7%
Net Marj	n.m.	4.5%	6.4%	5.7%
Temettü Verimi	1.2%	-	-	1.2%
Ciro, y/y	24.4%	60.9%	21.3%	26.2%
FAVÖK, y/y	n.m.	n.m.	76.3%	40.3%
Net Kâr, y/y	n.m.	n.m.	70.4%	12.8%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	20.1	11.8	10.5
FD/FAVÖK	n.m.	19.1	12.2	9.4
FD/Ciro	2.4	1.3	1.2	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-14.6%	-4.2%	-2.6%	-14.8%
BIST-100 Relatif	-24.8%	-21.3%	-23.4%	-25.4%
AOİH, mn TL	411	279	221	544



Otokar, Romanya Milli Savunma Bakanlığı adına tedarik makamı olarak görev yapan C.N. Romtehnica S.A. ile yürütülen 1.059 adetlik 4x4 zırhlı araç projesi kapsamında gecikmelere ilişkin olarak toplam RON 199 milyon (yaklaşık TRY 1,95 milyar) tutarında cezai şart bildirimini aldığını açıklamıştır. Söz konusu cezalar, Romanya'daki yerel üretim hazırlıklarına ilişkin ara kilometre taşlarında yaşandığı iddia edilen gecikmeler ile ilk parti kapsamında yer alan 194 aracın teslimatındaki gecikmeden kaynaklanmaktadır. Şirket, ilgili tutarın peşin ödendiğini belirtmiştir.

Otokar, ihtilafların çözümüne yönelik görüşmelerin sürdüğünü ve sözleşme yükümlülüklerinin yerine getirilmesine devam edildiğini vurgulamakla birlikte, gecikmelerin ve görüş ayrılıklarının devam etmesi halinde proje ilerleyişinin olumsuz etkilenebileceğini ve ilave cezai taleplerin gündeme gelebileceğini ifade etmiştir. Mevcut seviyede ödenecek ceza tutarı, 3Ç25 itibarıyla Otokar'ın net borcunun yaklaşık %9'una ve KDV hariç toplam sözleşme bedelinin yaklaşık %4,6'sına karşılık gelmekte olup, ekonomik ve operasyonel açıdan anlamlı bir büyüklüğe işaret etmektedir.

İhtilafın nihai çözümüne ilişkin belirsizlik, ilave cezalar oluşma riski ve Otokar'ın en büyük ihracat sözleşmesine ilişkin proje icrası, nakit akışları ve risk algısı üzerindeki olası etkiler dikkate alındığında, hisseyi Gözden Geçiriliyor kapsamına alıyoruz. Romanya makamlarıyla yürütülen müzakerelere, teslimat takviminde olası revizyonlara ve sürecin finansal ile operasyonel etkilerine ilişkin gelişmeleri yakından izleyerek tahminlerimizi ve yatırım görüşümüzü yeniden değerlendireceğiz.

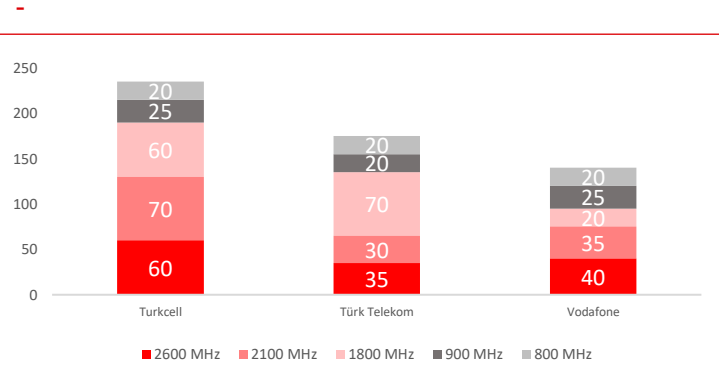
Telekom

Uzun süredir beklenen imtiyaz ve lisans konularında netlik sağlandı: Türk Telekom sabit imtiyazını 2050'ye kadar yenilerken (KDV hariç 2,5 milyar dolar bedel, 17 milyar dolar yatırım taahhüdü ile), 5G frekans ihalesi 2042'ye kadar kullanım hakkı verecek şekilde Turkcell için 1,2 milyar dolar (KDV hariç), Türk Telekom için 1,1 milyar dolar (KDV hariç) bedelle sonuçlandı. Mevcut mobil lisansların 2042'ye uzatılması (Nisan 2029'dan itibaren mobil gelirler üzerinden %5 lisans ücreti uygulanacak) ile beraber, lisanslar ve yatırım harcamalarına ilişkin belirsizlikler ortadan kalktı, nakit akışı ve yatırım planlamasında görünürlük sağlandı.

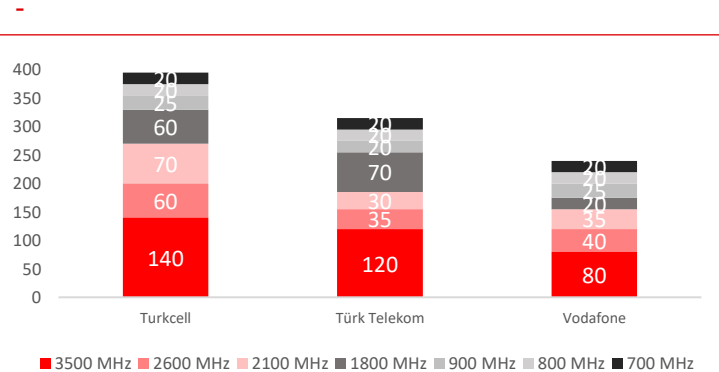
Yoğun yatırımlara rağmen finansal kaldıraç kontrol altında: Lisanslar ve TFRS 15-16 dahil yatırım harcaması/gelir oranının 2026/27'de Turkcell için yaklaşık %42/%35, Türk Telekom için ise %57/%43 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026'da beklediğimiz negatif serbest nakit akışına rağmen, net borç/FAVÖK oranının 2026'da Turkcell için 0,6x, Türk Telekom için 1,5x seviyelerinde kalacağını düşünüyoruz.

Gelirlerde reel büyüme ve FAVÖK marj genişlemesinin 2026'da devam etmesini bekliyoruz: 2025 beklediğimiz çift haneli gelir büyümesinin ardından, 2026'da reel gelir artışının Turkcell için %6, Türk Telekom için %9 seviyelerine ımlaşacağını öngörüyoruz. Reel ARPU büyüme hızındaki yavaşlamaya rağmen, devam eden fiyat güncellemelerinin personel maliyet artışlarını dengelemesiyle 2026'da FAVÖK marjlarında 40–60 baz puanlık artış bekliyoruz.

Rekabet ortamında fiyat hassasiyeti artıyor: Numara taşınabilirliği son bir yılda 15,9mm hat ile son on yılın zirvesine ulaşarak beş yıllık ortalamanın %42 üzerine çıktı. 5G yatırımları sonrası operatörlerin şebeke kalitesinin yakınsaması ile abonelerin fiyat hassasiyetinin sürmesini bekliyoruz. Demografik yapı, artan veri kullanımı, yükselen genişbant penetrasyonu ve kurumsal dijitalleşme uzun vadeli büyüme dinamiklerini destekleyecektir



Kaynak: Şirket, BTK, Ak Yatırım Araştırma



Kaynak: Şirket, BTK, Ak Yatırım Araştırma

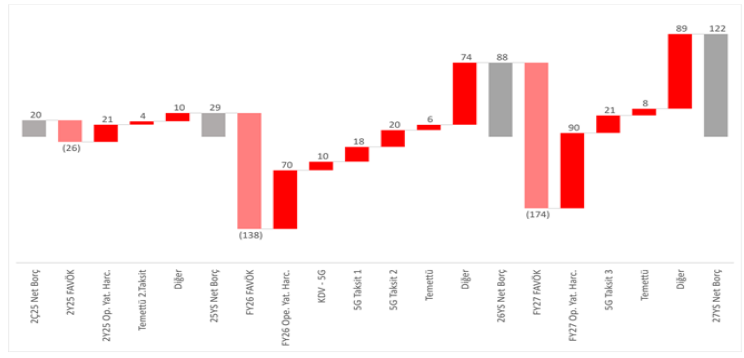
Telekom

Büyüme dinamikleri operatörler arasında farklılık göstermektedir. Turkcell'in büyümesi, mobil ARPU artışının yanı sıra veri merkezi, bulut ve techfin segmentlerinden gelen katkılarla desteklenmektedir. Türk Telekom ise hem mobil hem de sabit genişbant tarafında ARPU büyümesinden ve devam eden mobil abone kazanımlarından fayda sağlamaktadır. Türk Telekom'un mobil ARPU büyümesi üzerindeki M2M abone kazanımlarının seyreltilici etkisinin 2Y26'dan itibaren azalmaya başlayacağını düşünüyoruz.

Daha düşük ARPU tabanı ve daha geniş büyüme alanı nedeniyle, 2026 yılında Türk Telekom için daha yüksek mobil ARPU büyümesi beklerken, Turkcell'in fiyatlama priminin kademeli olarak daralabileceğini öngörüyoruz. Güçlü TL'nin desteğiyle, ABD doları bazında mobil ARPU'nun 2026 yılında da son on yılın zirve seviyelerinin üzerinde kalmasını bekliyoruz. Her iki şirkette de, 2025 ortasında devreye alınan daha yüksek toptan tarife artışlarının desteğiyle, sabit genişbant ARPU büyümesinin reel bazda mobil ARPU'nun üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

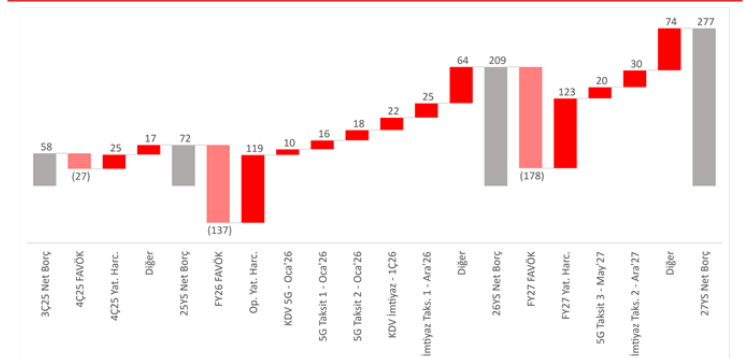
Turkcell, daha güçlü bilanço ve görece düşük yatırım harcaması profiliyle daha dayanıklı bir görünüm sunarken, reel gelir büyümesinin görece daha sınırlı olmasını bekleriz. Öngörümüze göre Türk Telekom'un reel gelir büyümesi daha yüksek olacakken artan yatırım gereksinimleri borçluluğu artıracaktır. Bu çerçevede, daha cazip değerlendirme çarpanları ve dayanıklı bilanço yapısı sayesinde Turkcell'i Türk Telekom'a kıyasla tercih ediyoruz. 2026T için Turkcell ve Türk Telekom sırasıyla dolar bazında 2,7x ve 3,5x FD/FAVÖK ile benzerlerine göre %45 ve %32 iskontolu işlem görmektedir.

Net Borç Köprüsü – Turkcell, milyar TL



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

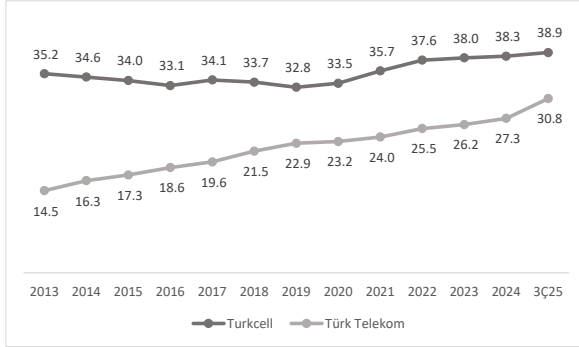
Net Borç Köprüsü – Türk Telekom, milyar TL



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

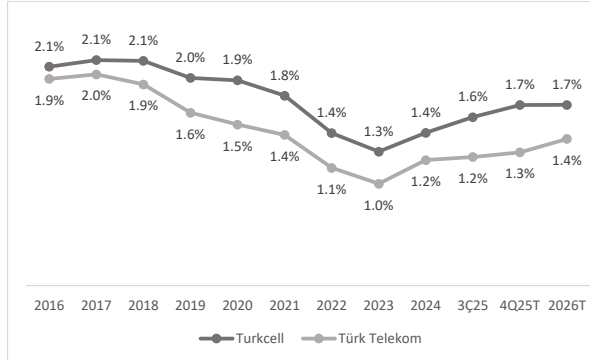
Telekom

Mobil Abone Sayısı, milyon



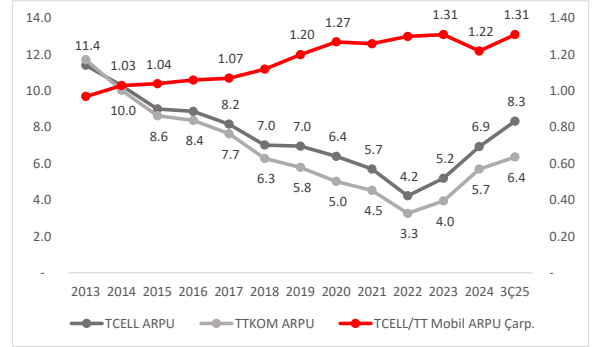
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Mobil ARPU'nun Net Asgari Ücrete Oranı



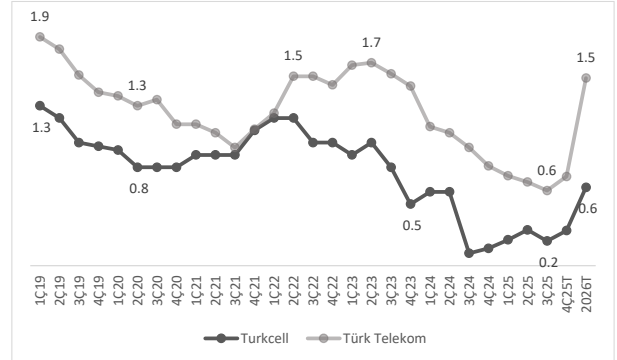
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Mobil ARPU¹, Dolar bazlı



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

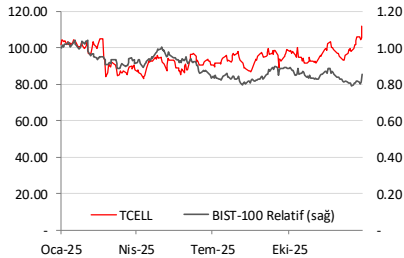
Net Borç/FAVÖK, x



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Turkcell

Bloomberg Kodu	TCCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	152.00			
Güncel Fiyat, TL	112.10			
Getiri Potansiyeli	36%			
Halka Açıklık Oranı	44%			
Piyasa Değeri, mın TL	246,620			
Firma Değeri, mın TL	271,104			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	166,671	242,030	320,116	404,979
FAVÖK, mın TL	69,802	103,606	138,223	173,588
Net Kâr, mın TL	23,523	18,188	23,049	36,299
Net Borç, mın TL	28,525	29,487	88,014	121,756
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.3	0.6	0.7
FAVÖK Marjı	41.9%	42.8%	43.2%	42.9%
Net Marj	14.1%	7.5%	7.2%	9.0%
Temettü Verimi	3.3%	3.2%	2.6%	3.3%
Ciro, y/y	55.6%	45.2%	32.3%	26.5%
FAVÖK, y/y	48.3%	48.4%	33.4%	25.6%
Net Kâr, y/y	87.4%	-22.7%	26.7%	57.5%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.1	13.6	10.7	6.8
FD/FAVÖK	2.8	2.5	2.3	2.0
FD/Ciro	1.2	1.1	1.0	0.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	14.8%	17.0%	11.0%	20.4%
BLST-100 Relatif	1.0%	-3.9%	-12.7%	5.5%
AOIH, mın TL	2,829	2,579	2,515	3,307



Artan yatırım yoğunluğuna rağmen finansal kaldıraç düşük kalmaya devam edecektir: 5G frekans ihalesi KDV hariç 1,2 milyar dolar tutar ile sonuçlandı. Nisan 2029'dan itibaren mobil gelirler üzerinden uygulanacak %5 lisans ücreti, yatırım harcaması/gelir oranını yaklaşık 325 baz puan artıracaktır. Bu kapsamda, lisanslar ve TFRS 16 dahil yatırım harcaması/gelir oranının 2026/27'de yaklaşık %42/%35'e yükselmesini ve serbest nakit akışının geçici olarak negatife dönmesini bekliyoruz. Buna karşın, güçlü bilanço sayesinde net borç/FAVÖK oranının 2026–27 döneminde 0,6x/0,7x seviyelerinde sınırlı kalacağını ve temettü ödemesinin devam edeceğini öngörüyoruz.

2026T'de reel gelir büyümesinin %6'ya yavaşlamasını bekliyoruz. 2024–25'teki çift haneli büyümenin ardından, mobil ve sabit genişbant segmentlerinde TL bazında reel ARPU büyümesindeki gerileme gelir artışını sınırlayacaktır. 5G sonrası şebeke kalitesinin yavaşlamasıyla APRU bazında primin biraz azalması olası görünürken, fiyat güncellemelerinin 2026'da FAVÖK marjında yaklaşık 40 baz puanlık bir iyileşmeyi desteklemesini öngörüyoruz.

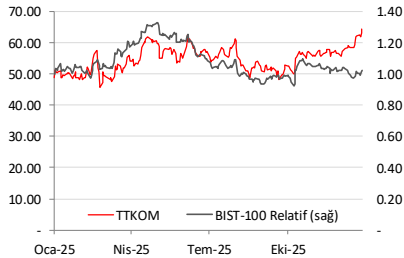
Stratejik iş birlikleri uzun vadeli büyümeyi destekliyor: Google Cloud iş birliği, Turkcell'in dijital ekosistemdeki konumunu güçlendirirken, Veri Merkezi&Bulut&Techfin işkollarının önümüzdeki beş yılda gelir büyümesine toplam 3–4 puan katkı sağlamasını bekliyoruz.

Değerleme güçlü bir yukarı yönlü potansiyel sunuyor: Turkcell, 2026T için dolar bazında 2,7x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir, bu seviye beş yıllık ortalamasına yakın, küresel benzerlerinin ise %51 altındadır. Lisans yenilemesi sonrası serbest nakit akışına ilişkin endişelere rağmen, güçlü bilanço ve elverişli TL görünümü çarpanların zaman içinde tarihsel ve benzer grup seviyelerine yakınsamasına alan tanımaktadır.

Güçlü bilanço ve görece düşük yatırım harcaması dayanıklılığı desteklerken, yoğun rekabet ortamı ve lisans bedellerine bağlı nakit akışı baskısı kısa vadeli sınırlayıcı unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Türk Telekom

Bloomberg Kodu	TTKOM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	84.00			
Güncel Fiyat, TL	64.45			
Getiri Potansiyeli	30%			
Halka Açıklık Oranı	13%			
Piyasa Değeri, mın TL	225,575			
Firma Değeri, mın TL	282,909			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	161,651	236,384	322,515	417,206
FAVÖK, mın TL	63,148	99,125	137,047	177,308
Net Kâr, mın TL	8,456	30,209	33,768	41,535
Net Borç, mın TL	52,494	71,838	209,047	277,465
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.7	1.5	1.6
FAVÖK Marjı	39.1%	41.9%	42.5%	42.5%
Net Marj	5.2%	12.8%	10.5%	10.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	61.4%	46.2%	36.4%	29.4%
FAVÖK, y/y	88.4%	57.0%	38.3%	29.4%
Net Kâr, y/y	-48.5%	257.2%	11.8%	23.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.5	7.5	6.7	5.4
FD/FAVÖK	3.2	3.0	3.2	2.8
FD/Ciro	1.2	1.3	1.3	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	12.2%	27.0%	36.4%	12.1%
BIST-100 Relatif	-1.3%	4.3%	7.2%	-1.8%
AOİH, mın TL	1,420	1,590	1,272	1,597



Düzenleyici netlik uzun vadeli görünürlüğü artırıyor: Sabit hat imtiyazının 2050'ye kadar uzatılması (KDV hariç 2,5 milyar dolar bedel, 17 milyar dolar yatırım taahhüdü) ve 5G kullanım haklarının 2042'ye kadar güvence altına alınması (KDV hariç 1,1 milyar dolar), nakit akışı görünürlüğü artırarak yatırım planlamasını destekleyen uzun bir düzenleyici istikrar dönemi sağlamaktadır.

İyileşen şebeke kalitesi fiyatlama gücünü destekliyor: 3Ç25 itibarıyla mobil abone sayısı 30,8 milyona ulaşan Türk Telekom, yaklaşık %31 pazar payı ile ikinci en büyük işletmecidir. 5G sonrası abone başına en yüksek MHz kapasitesine sahip olması beklenen şirketin, bu sayede şebeke kalitesi ve uzun vadeli fiyatlama gücü açısından avantajlı konumunu korumasını öngörüyoruz.

2026T'de reel gelir artışının %9'a yavaşlamasını bekliyoruz: Buna karşın, mobil ve sabit genişbantta süregelen abone kazanımları, reel ARPU büyümesi ile fiyat ve toptan tarife ayarlamaları sayesinde Türk Telekom'un benzerlerine kıyasla daha güçlü büyüme sergilemeye devam etmesini bekliyoruz.

Yatırım harcaması yoğun dönemde kaldıraç kontrol altında kalıyor: Net borç/FAVÖK oranının 2026–27 döneminde 1,5–1,6x seviyelerinde sınırlı kalmasını bekliyoruz; bu seviye 4,5G döngüsündeki 2,2x zirvesinin belirgin şekilde altındadır. Taksitlendirilmiş lisans bedeli ödemeleri kaldıraç üzerindeki baskıyı sınırlandırmaktadır.

Değerleme sınırlı bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. TTKOM, 2026T için dolar bazında 3,5x FD/FAVÖK ile işlem görmekte olup, tarihsel ortalamasının %10 üzerinde ve küresel benzerlerinin %32 altındadır. Yatırım döngüsünün büyük ölçüde fiyatlandığını düşünmekle birlikte, borçluluğun kontrol altında kaldığına yönelik algının zaman içinde güçlenmesiyle birlikte, iyileşen frekans kalitesi ve güçlü artan abone sayısı ile desteklenen kademeli bir piyasa ilgisi artışı bekliyoruz.

Borçlulukta beklenen artışa rağmen, güçlü sabit genişbant konumu, çeşitlendirilmiş gelir yapısı ve devam eden mobil abone kazanımları rekabetçi duruşu desteklerken, iyileşen frekans kalitesi uzun vadeli büyüme görünümünü güçlendirmektedir.

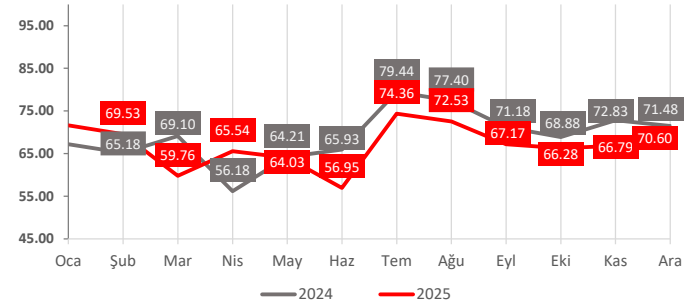
Enerji Üreticileri

Yenilenebilir enerji kaynaklarının payının artmasıyla üretim kapasitesi genişlerken, sektörün talep tarafında bir ayrışmayla karşı karşıya kaldığını gözlemliyoruz. Sıkı para politikası endüstriyel tüketimi etkilemeye devam etmekte ve imalat sektöründe kısa vadede enerji talebini artıracak seviyede bir toparlanma beklemediğimizden, **tamamen talep kaynaklı elektrik fiyat artışlarının potansiyelinin sınırlı olduğunu düşünüyoruz**. Ancak, güçlü regülasyon desteği sayesinde baz yük santrallerinin karlılığı için görünüm dirençli olmaya devam etmekte. Kapasite mekanizması ödemelerinin iyileştirilmesinin nakit akışlarını önemli ölçüde destekleyeceğini, ikincil piyasa gelirlerinin artmasının ve EÜAŞ'ın yerli kömür için sabit fiyatlı alım garantilerinin 2026 yılı boyunca marjları etkili bir şekilde koruyacağını öngörüyoruz.

Baz yük üreticileri için bu finansal destekler, fiyatlandırma görünümü açısından kritik öneme sahip. Yan gelirler ve sabit tarifeler yoluyla temel yük getirilerini istikrara kavuşturarak, piyasa potansiyel doğal gaz maliyet artışlarını ve tavan fiyat ayarlamalarını absorbe etme kapasitesi kazanabilir. Sonuç olarak, talep ortamının durgun olduğu bir ortamda bile, bu arz tarafı faktörlerinin piyasa takas fiyatında belirgin bir yukarı yönlü risk oluşturduğunu düşünüyoruz.

Girdi maliyetleri ile tavan fiyat arasında marjları daraltan bir sıkışma gözlemliyoruz. PTF tavanı Nisan ayından bu yana 3.400 TL/MWh seviyesinde sabit kaldı. Son piyasa verilerinde açıkça görüldüğü üzere bu uyumsuzluk, gaz ve termik baz yük santrallerinin marjlarını ciddi şekilde daralttı. Aralık ayında tavan fiyatta yapılan eşleşmeler yıllık bazda %115 artışla 310 saate yükselmiş ve işlemlerin %42'si tavan fiyat sınırında gerçekleşmiştir. Tavan fiyatta gelecekte yapılacak herhangi bir yukarı yönlü güncellemenin, piyasanın gecikmiş maliyet aktarımını hızla fiyatlaması nedeniyle, PTF'de tarihsel eğilimlere kıyasla daha hızlı bir ivme yaratacağına inanıyoruz.

Piyasa Takas Fiyatı (ABD Doları/MWh)



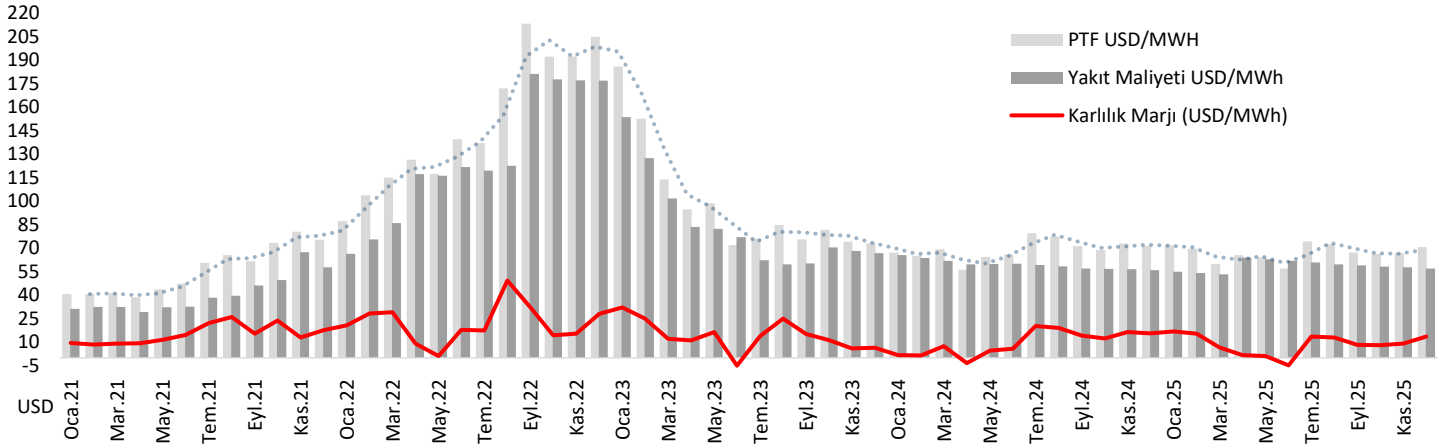
Kaynak: EPIAŞ

Piyasa Dinamikleri

	Aralık 2024	Aralık 2025	Δ (%)
PTF Arit. Ortalaması (TL)	2,446.22	2,973.04	21%
PTF Arit. Ortalaması (USD/TRY)	71.06	69.84	-1%
PTF Tavan Fiyatı (USD/TRY)	86.76	79.34	-9%
Tavan Fiyat Eşleşmeler (saat)	144	310	115%
(%)	19%	42%	

Kaynak: EPIAŞ, AK Yatırım Araştırma

Doğalgaz Kombine Çevrim Santralleri – Kar Marjı



Kaynak: EPIAŞ, AK Yatırım Araştırma

Doğalgaz Santralleri ve Fiyatlandırma Görünümü: Doğalgaz segmentinde kritik bir uyumsuzluk gözlemliyoruz; BOTAŞ tarifeleri 15,0 TL/Sm3'e yükseltirken, Piyasa Takas Fiyatı tavanı sabit kalarak baz yük santrallerinin marjlarını ciddi şekilde daraltıyor. Sektörün sağlığı için birincil gösterge olarak, %58 santral verimliliği (10,64 kWh/Sm3) kullanılarak ve yan gelirler hariç tutularak hesaplanan Spark Spread'i (Karlılık Marjı) takip ediyoruz. Doğal gaz santralleri sistem istikrarı için hala stratejik ve hayati önem taşıdığından, bu santrallerin birim karlılığı PTF için temel taban seviyeyi oluşturmakta. Sonuç olarak, piyasanın bu arz tarafındaki maliyetleri karşılamak için nihayetinde tavan fiyatta yukarı yönlü bir düzeltme yapması gerektiğinden, elektrik fiyatlarında belirgin bir yukarı yönlü risk öngörüyoruz.

Linyit Santraller için Düzenleyici Destek: Talebin zayıf olmasına rağmen, düzenleyici mekanizmalar kömür yakıtlı baz yük santralleri için sağlam bir güvenlik ağı sağlıyor. EÜAŞ'ın yerli kömür santralleri için 2029 Aralık ayına kadar geçerli olan 75 USD/MWh'lik satın alma garantisini, fiyat dalgalanmalarına karşı kesin bir koruma olarak değerlendiriyoruz. Bu teşvik, linyit santrallerini piyasa risklerinden etkili bir şekilde izole ederek uzun vadeli ekonomik sürdürülebilirliğini güvence altına alıyor.

Galata Wind

Bloomberg Kodu	GWIND TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	51.62			
Güncel Fiyat, TL	25.18			
Getiri Potansiyeli	105%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	13,597			
Firma Değeri, mn TL	16,160			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	2,364	2,895	3,386	4,176
FAVÖK, mn TL	1,636	2,035	2,472	3,048
Net Kâr, mn TL	834	920	1,151	1,144
Net Borç, mn TL	973	1,275	1,978	2,896
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.6	0.8	1.0
FAVÖK Marjı	69.2%	70.3%	73.0%	73.0%
Net Marj	35.3%	31.8%	34.0%	27.4%
Temettü Verimi	2.9%	-	-	-
Ciro, y/y	27.2%	22.4%	17.0%	23.3%
FAVÖK, y/y	16.4%	24.4%	21.5%	23.3%
Net Kâr, y/y	33.8%	10.3%	25.1%	-0.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.9	14.8	11.8	11.9
FD/FAVÖK	9.7	7.3	6.3	5.4
FD/Ciro	6.7	5.1	4.6	3.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	4.1%	6.3%	-17.5%	12.7%
BIST-100 Relatif	-8.3%	-12.7%	-35.1%	-1.2%
AOIH, mn TL	137	106	84	141

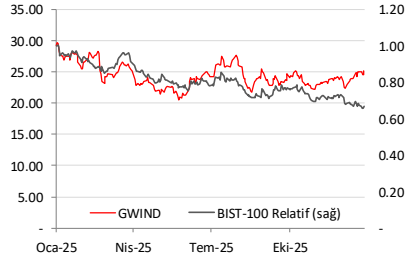
Galata Wind için yatırım tezimizi üç temel dayanak üzerine kurguluyoruz: i) 2027 yılına kadar rüzgar dışı kaynaklara öncelik verilerek portföy kapasitesinin %60 artırılması, ii) hükümetin enerji sektörü odaklı orta vadeli büyüme gündemiyle uyumlu destekleyici piyasa koşulları ve iii) benzerlerine kıyasla daha düşük olan net borçluluğun daha hızlı yatırımlar için bilanço esnekliği sağlaması.

Galata Wind, kurulu gücünü 2030 yılına kadar 354,2 MW'tan yaklaşık üç katına, 1.086,8 MW seviyesine çıkarma stratejisini kararlılıkla uyguluyor. Şirket, Almanya'daki Agri-PV ve batarya depolama projeleri ile İtalya'daki güneş enerjisi varlıklarını kapsayan 200 MW'lık Avrupa girişimleri öncülüğünde, 2026-2027 döneminde 576,8 MW kapasiteye ulaşmayı hedefliyor. Buna paralel olarak, 1Ç26'da inşaatına başlayıp 3Ç26'da işletmeye alacağı Alapınar RES (15,8 MW) ve Şah RES (6,8 MW) projeleriyle yurt içi portföyünü de kısa vadede büyütüyor.

Yatay seyreden elektrik fiyatlarıyla birlikte halihazırda 2024 yılındaki düşük baz seviyelerine yakın faaliyet gösteren şirket, değerlememizdeki yukarı yönlü riskleri daha belirgin kılıyor.

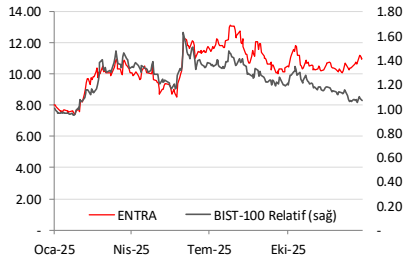
Galata Wind, 2026-2027 yıllarında 200 MW Avrupa GES, 16 MW Alapınar RES ve 7 MW Şah RES kapasite artışından oluşan toplam 223 MW'lık genişlemeyle, çeşitlendirilmiş yenilenebilir kaynaklar üzerinden yıllık üretimini %42 artırmayı hedefliyor. Bu kapasite artışlarıyla birlikte FAVÖK tarafında %35 büyüme öngörüyoruz.

Spot elektrik fiyatlarının 60 ABD Doları/MWh seviyelerinden toparlanmaya başlaması, yeni kapasitenin gelecek dönemlerdeki etkisini kuvvetlendiriyor. Tavan fiyattaki (şu anda 79 ABD Doları/MWh) işlem hacimlerinin artması, konvansiyonel üreticiler için marjların daraldığını gösteriyor; bu piyasa dengesizliği, liyakat sıralaması mekanizmasının işlerliği için tavan fiyatta yukarı yönlü bir güncellemeyi gerekli kılıyor.



IC Enterra

Bloomberg Kodu	ENTRA TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	18.60			
Güncel Fiyat, TL	11.02			
Getiri Potansiyeli	69%			
Halka Açıklık Oranı	20%			
Piyasa Değeri, mın TL	20,332			
Firma Değeri, mın TL	31,199			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	3,072	4,080	4,335	4,911
FAVÖK, mın TL	2,193	3,045	3,296	3,735
Net Kâr, mın TL	1,966	215	647	1,129
Net Borç, mın TL	10,393	11,200	12,525	15,314
Net Borç/FAVÖK	4.7	3.7	3.8	4.1
FAVÖK Marjı	71.4%	74.6%	76.0%	76.1%
Net Marj	64.0%	5.3%	14.9%	23.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	37.6%	32.8%	6.3%	13.3%
FAVÖK, y/y	19.5%	38.8%	8.2%	13.3%
Net Kâr, y/y	23.3%	-89.1%	200.9%	74.5%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.8	94.6	31.4	18.0
FD/FAVÖK	12.6	10.4	10.0	9.5
FD/Ciro	9.0	7.7	7.6	7.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.6%	8.8%	35.0%	8.0%
BIST-100 Relatif	-6.2%	-10.7%	6.2%	-5.3%
AOIH, mın TL	90	93	200	103



IC Enterra yatırım tezimizi üç temel dayanak üzerine kuruyoruz: i) 2027 yılına kadar hidroelektrik dışı kaynaklara öncelik vererek kapasitenin %50 artırılması; ii) hükümetin orta vadeli enerji gündemiyle uyumlu destekleyici piyasa koşulları; ve iii) Türkiye'nin su açısından en verimli havzalarında bulunan dirençli hidroelektrik portföyü.

Türkiye genelindeki havzalarda su seviyeleri 2025'te yıllık bazda %31 düşerken, IC Enterra'nın portföyü istikrarını korudu. Ocak 2025'te devreye giren Erzincan GES (100 MW) ile şirket yıllık üretimini %17 artırdı. 2026 perspektifinde, bu verimli havzalardaki yağışlarda görülecek sınırlı iyileşmeler bile yıllık bazda önemli üretim artışları sağlayacaktır. Mevcut durumda, 2024'teki düşük baz etkisi, yatay elektrik fiyatları ve hidroloji ile faaliyet gösteren şirket için değerlendirme risklerinin ağırlıklı olarak yukarı yönlü olduğunu öngörüyoruz.

IC Enterra, 546 MW'lık güçlü yurt içi proje portföyüyle faaliyet alanını agresif bir şekilde büyütüyor. Bu büyümenin öncüsü olan 61 MW'lık Bağıştaş Hibrit GES projesi, mevcut Bağıştaş HES altında işletilmek üzere hem bağlantı iznini hem de ÇED onayını aldı. Buna paralel olarak şirket, yıllık 1,5 milyar kWh üretim hedefleyen, 430 MW rüzgar ve 55 MW güneşten oluşan toplam 485 MW'lık depolamalı kapasite için ön lisanslarını sağladı. Uluslararası alanda büyüme stratejisini İtalya'ya taşıyan şirket, burada Troia (64,8 MW) ve Bovino (43,2 MW) rüzgar projeleri için olumlu bağlantı görüşleri aldı. İzin süreçlerinin tamamlanmasıyla bu varlıkların 2026 sonuna kadar inşaata hazır hale gelmesini, ardından 2027 sonrasında yatırımı planlanan 57,6 MW'lık Serracapriola rüzgar projesinin takip etmesini bekliyoruz.

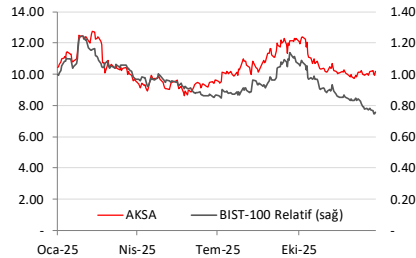
Şirket, 2026-2027 yıllarında kaynak çeşitliliği sağlayarak ve yıllık üretimini %40 artırarak 115 MW'lık kapasite artışı (55 MW İtalya RES, Bağıştaş HES için 60 MW Hibrit GES) hedefliyor. Bu genişlemenin 2027 sonunda FAVÖK'te %33 büyüme sağlayacağını öngörüyoruz.

Ayrıca, spot elektrik fiyatlarının 60 ABD Doları/MWh seviyelerinden toparlanması, yeni kapasitenin gelecek dönemlerdeki etkisini güçlendiriyor. Mevcut durumda 79 ABD Doları/MWh olan tavan fiyatta yukarı yönlü bir revizyon bekliyoruz; tavan fiyattaki yüksek işlem hacimleri, baz yük üreticileri için marj daralmasına işaret ederken, bu piyasa bozulması liyakat sıralaması mekanizmasının korunması adına bir tavan güncellemesini zorunlu kılıyor.

Diğer Şirketler

Aksa Akrilik

Bloomberg Kodu	AKSA TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	12.90			
Güncel Fiyat, TL	10.18			
Getiri Potansiyeli	27%			
Halka Açıklık Oranı	32%			
Piyasa Değeri, mın TL	39,549			
Firma Değeri, mın TL	61,316			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	28,361	37,241	51,030	67,713
FAVÖK, mın TL	4,484	4,808	8,220	10,953
Net Kâr, mın TL	1,137	2,799	-638	167
Net Borç, mın TL	3,276	20,803	26,985	30,241
Net Borç/FAVÖK	0.7	4.3	3.3	2.8
FAVÖK Marjı	15.8%	12.9%	16.1%	16.2%
Net Marj	4.0%	7.5%	n.m.	0.2%
Temettü Verimi	4.5%	4.7%	1.8%	-
Ciro, y/y	18.5%	31.3%	37.0%	32.7%
FAVÖK, y/y	10.7%	7.2%	71.0%	33.3%
Net Kâr, y/y	-31.2%	146.2%	n.m.	n.m.
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	31.9	14.1	n.m.	236.2
FD/FAVÖK	8.2	12.7	8.2	6.5
FD/Ciro	1.3	1.6	1.3	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.5%	-17.0%	1.7%	3.7%
BIST-100 Relatif	-9.8%	-31.9%	-20.0%	-9.2%
AOIH, mın TL	179	167	191	204



Zayıf baz ve karbon elyaf operasyonlarının tam konsolidasyonu nedeniyle, 2026 yılında dolar cinsinden FAVÖK büyümesinin %45'e ulaşabileceği tahmin ediyoruz... Tekstil sektöründeki zayıf kapasite kullanımı ve olumsuz görünüm, tekstil elyafı talebini baskılamak, teknik elyaf talebi nispeten dirençli kalıyor. Mevcut akrilik elyaf işinde ise, Çin'den yapılan ithalata uygulanan %6,7-14,2'lik anti-damping vergisi, 2026 yılında Aksa'ya bir nebze rahatlama sağlayabilir. Ancak asıl büyümenin karbon elyaftan gelmesini bekliyoruz. Aksa Akrilik, Ağustos 2025'te karbon elyaf operasyonlarındaki payını 125 milyon dolar (5,2 milyar TL) karşılığında %50'den %100'e çıkarmış, karbon elyaf operasyonlarını Ağustos 2025'ten itibaren tamamen konsolide etmeye başlamıştı. 2026'da karbon elyaf işinin konsolide FAVÖK'e 45 milyon USD katkıda bulunmasını ve Aksa'nın FAVÖK'ünün %30'unu oluşturmasını bekliyoruz.

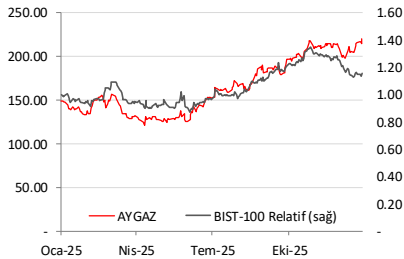
Artan borçluluk, net karı baskılayabilir... Aksa'nın net borç pozisyonu, 3Ç25 sonunda 20,9 milyar TL (503 milyon dolar) olarak gerçekleşirken, 2Ç25 sonundaki net borç 5,9 milyar TL (149 milyon dolar) seviyesindeydi. Satın alma için nakit çıkışı (125 milyon doları – 5,2 milyar TL), karbon elyaf işinin konsolidasyon etkisi, 729 milyon TL'lik yatırım harcaması ve daha yüksek işletme sermayesi ihtiyacı net borçtaki artışa neden oldu. Karbon elyafı beraber artan finansman giderleri ve daha yüksek amortisman giderleri, Aksa'nın konsolide net karını da olumsuz etkileyebilir. Bu arada, Aksa Karbon'daki konsolidasyon değişikliği nedeniyle 3,5 milyar TL'lik tek seferlik muhasebe etkisi 2025 yılında net karı desteklemişti.

Elyaftan ileri mühendislik malzemelerine ulaşan dönüşüm yolculuğu... Aksa'nın karbon elyafta pay artışı, Mithra (Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen) yatırımının tamamlanması ve Aksa Kompozit'teki hisse artışı, akrilik elyaf segmentine olan bağımlılığı azaltmayı amaçlamaktadır. Buna göre, gelişmiş kompozitlerin konsolide gelirlerdeki payının 2026 yılında %25'e ulaşması muhtemeldir.

«Nötr» tavsiyemizin nedenleri: i) Tekstil sektöründeki olumsuz görünüm nedeniyle zayıf kapasite kullanımı, ii) Çin ürünlerinden ve ikame ürünlerden gelen rekabet ve iii) artan net borç pozisyonu. Bu arada, teknik elyaflardaki talep ve karlılık nispeten güçlü kalmaya devam ederken, tekstil elyaflarındaki zayıflığı tamamen karşılamaya yetmiyor. Faiz indirimlerinin ardından tekstil sektöründeki herhangi bir iyileşme, orta/uzun vadede Aksa'yı akrilik elyaf üreticisinden gelişmiş mühendislik malzemeleri üreticisine dönüştürme planının başarılı bir şekilde uygulanması, hammadde maliyetlerinde keskin bir düşüş, işletmenin ihracatçı niteliği göz önüne alındığında TL'nin reel olarak değer kaybetmesi hisse senedi için katalizör olabilir.

Aygaz

Bloomberg Kodu	AYGAZ TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	263.00			
Güncel Fiyat, TL	220.00			
Getiri Potansiyeli	20%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mın TL	48,356			
Firma Değeri, mın TL	-8,241			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	81,773	91,304	108,442	127,259
FAVÖK, mın TL	1,753	3,372	4,378	5,111
Net Kâr, mın TL	2,123	4,683	6,168	6,591
Net Borç, mın TL	-2,433	-6,631	-7,742	-8,865
Net Borç/FAVÖK	-1.4	-2.0	-1.8	-1.7
FAVÖK Marjı	2.1%	3.7%	4.0%	4.0%
Net Marj	2.6%	5.1%	5.7%	5.2%
Temettü Verimi	4.2%	6.6%	7.5%	11.8%
Ciro, y/y	26.1%	11.7%	18.8%	17.4%
FAVÖK, y/y	50.4%	92.4%	29.8%	16.8%
Net Kâr, y/y	-64.3%	120.6%	31.7%	6.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	16.9	8.9	7.2	7.3
FD/FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
FD/Ciro	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.3%	18.2%	46.0%	10.6%
BIST-100 Relatif	-9.1%	-3.0%	14.8%	-3.1%
AOIH, mın TL	100	87	90	123



Güçlü baz sonrasında FAVÖK büyümesi 2026'da yavaşlayabilir... Olumlu tedarik maliyetleri ve zarar eden paket dağıtım operasyonlarının konsolidasyon yöntemindeki değişiklik, 2025'te FAVÖK performansını destekledi. Zarar eden paket dağıtım operasyonları (2024 – 839 milyon TL FAVÖK), 3Ç24'ten itibaren özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirildiğinden Aygaz'ın FAVÖK'üne olumsuz etkisi ortadan kalktı. 2026 yılında FAVÖK'ün reel olarak %4 oranında büyümesini bekliyoruz.

Tüpraş temettüleri ve varlık satışından dolayı Aygaz'a sağlam nakit girişi... Aygaz, 2025 yılında EYAŞ üzerinden Tüpraş'tan toplam 3,5 milyar TL temettü aldı. Ayrıca, Aygaz, Ekim 2025'te genel merkez binası arsasının satışından 1,25 milyar TL nakit elde etti. Buna göre, şirketin mevcut net nakit pozisyonu 5,3 milyar TL'ye yakın olabilir. Şirket, bu nakdin bir kısmını LPG ticareti içindeki genişleme için kullanıyor.

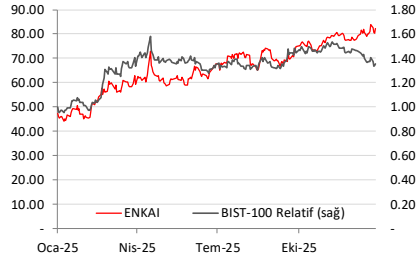
LPG ticaret faaliyetini artırmak için filo yatırımları... LPG ticareti ve taşımacılığında ek değer yaratma hedefi doğrultusunda Aygaz, yakın zamanda 119 milyon dolar karşılığında VLGC (çok büyük gaz taşıyıcı) çift yakıt sistemli bir LPG gemisi siparişi verdi. Satın alma bedeli taksitler halinde ödenecek olup, ödemenin büyük kısmı teslimata yakın bir tarihte, yani 2Ç28'de yapılacak. Bu satın alma, Aygaz'ın gemi filosu kapasitesini 30.000 tondan 82.000 tona çıkaracak. Şirket, filo büyüklüğünde daha fazla genişleme arayışını sürdürüyor.

Konsolide net karda 2026 'da reel olarak %8 büyümesi bekliyoruz... Kuvvetli seyreden ürün marjları ve azalan enflasyon etkisiyle, rafineri operasyonlarından elde edilen kar 2,5 milyar TL'den 3,8 milyar TL'ye çıkarılabilir. Paket dağıtım operasyonlarındaki net zarar, daha küçük bir rakamla da olsa (2025T: -400 milyon TL, 2026T: -200 milyon TL'ye) devam edebilir. Faaliyet karında %14'lük reel büyüme ve iştiraklerden gelen daha yüksek katkıya rağmen, konsolide net kârda büyümenin, 2025 yılında 1,1 milyar TL'lik tek seferlik varlık satış geliri nedeniyle sınırlı olmasını bekliyoruz.

Aygaz için, sınırlı yukarı yönlü potansiyel ve Tüpraş'ın güçlü kazanç performansı dışında katalizör eksikliği nedeniyle «Nötr» tavsiyesi veriyoruz. Aygaz, holding yapısı ve Tüpraş ve YKB'deki kontrol dışı paylar nedeniyle net varlık değerine göre iskonto ile işlem görmektedir. Tahminlerimize göre Aygaz, hedef net varlık değerine göre %43 iskonto ile işlem görürken, değerlememizde %30'luk bir hedef net varlık değeri iskonto oranı uyguluyoruz. Beklenenden yüksek bir nakit temettü dağıtımı ve herhangi bir varlık satışı hisse senedi için katalizör olabilir. Ayrıca, kuvvetli seyreden rafineri marjları Tüpraş'ın hisse performansını desteklerken bunun Aygaz performansına olumlu yansımaları görülebilir.

Enka İnşaat

Bloomberg Kodu	ENKAI TI			
Tavsiye	Endeks Uz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	119,00			
Güncel Fiyat, TL	82,15			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	12%			
Piyasa Değeri, mın TL	492,900			
Firma Değeri, mın TL	263,800			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	100,541	153,994	237,251	322,932
FAVÖK, mın TL	22,922	33,974	46,828	62,896
Net Kâr, mın TL	24,691	35,883	41,760	55,087
Net Borç, mın TL	-113,553	-250,437	-318,605	-401,648
Net Borç/FAVÖK	-5.0	-7.4	-6.8	-6.4
FAVÖK Marjı	22.8%	22.1%	19.7%	19.5%
Net Marj	24.6%	23.3%	17.6%	17.1%
Temettü Verimi	4.1%	3.8%	4.4%	4.3%
Ciro, y/y	31.1%	53.2%	54.1%	36.1%
FAVÖK, y/y	52.2%	48.2%	37.8%	34.3%
Net Kâr, y/y	45.5%	45.3%	16.4%	31.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	10.5	13.7	11.8	8.9
FD/FAVÖK	6.5	7.3	3.8	1.5
FD/Ciro	1.5	1.6	0.8	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.5%	11.3%	73.4%	5.3%
BIST-100 Relatif	-7.2%	-8.6%	36.4%	-7.8%
AOIH, mın TL	787	899	994	907



Yeni sözleşmelerdeki güçlü ivme 2026'da da devam edebilir... Enka'nın birikmiş siparişleri, 4Ç24 sonundaki 5,8 milyar dolardan 3Ç25 sonunda 8,7 milyar dolara yükseldi. Bu arada, 2018-2024 döneminde birikmiş siparişler ortalama 4 milyar dolar seviyesindeydi. Hızlı kentleşme, eskiyen varlıklar, jeopolitik gelişmeler ve teknolojik ilerlemeler altyapı yatırımlarına olan ihtiyacı artırırken Enka, küresel altyapı yatırımlarındaki güçlü büyüme potansiyelinden yararlanmak için iyi bir konumda bulunuyor. Enka'nın birikmiş siparişlerinin 2025 sonundaki tahmini 8,2 milyar dolardan 2026 sonunda 9,8 milyar dolara ulaşmasını ve bu segmentten elde edilen FAVÖK'ün (2025'te beklenen %20'lik büyümenin üzerine) %21 artarak 2026'da 606 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz.

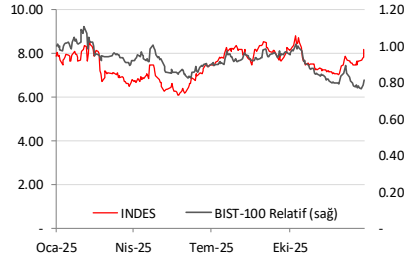
Konsolide FAVÖK'ün 2025'te beklenen %23'lük büyümenin ardından 2026'da dolar cinsinden %16 büyümesini bekliyoruz... FAVÖK'teki artışın, mühendislik ve inşaat segmentindeki güçlü performans ve enerji üretimindeki yeni kapasiteyle desteklenmesini bekliyoruz. Yeni sözleşmelerin projenin başında marj düşürücü etkisi ve düşük marjlı enerji üretim işinin payındaki hafif artışa paralel olarak, konsolide FAVÖK marjında 240 baz puanlık bir bozulma bekliyoruz. Bu arada, Enka'nın Gürcistan projesiyle ilgili olarak 2026 yılında 383 milyon dolar tutarında tek seferlik bir tazminat alma ihtimali var ancak bu tutar şu anki tahminlerimize dahil edilmedi.

Sağlam net nakit pozisyonu... Enka'nın net nakit pozisyonu son temettü ödemeleri düzeltildikten sonra yaklaşık 5,4 milyar dolar seviyesindedir. Şirketin finansal yatırım portföyü 4,6 milyar dolar olup, %45'i yabancı devlet tahvilleri, %30'u hisse senedi (yabancı), %12'si yabancı şirket tahvilleri ve %10'u yatırım fonlarından oluşmaktadır. Enka, 9A25'te 415 milyon dolar net yatırım geliri elde ederken bu tutar konsolide net gelirin %61'ine karşılık gelmektedir. Yatırım gelirinin 2025'te beklenen 530 milyon dolardan 2026'da 461 milyon dolara düşmesini bekliyoruz. FAVÖK büyümesine rağmen, daha düşük yatırım ve finansal gelir nedeniyle Enka'nın konsolide bazda net karının sabit kalmasını bekliyoruz.

«Endeksin Üzerinde Getiri» tavsiyemizin nedenleri: i) yeni sözleşmelerdeki güçlü ivme, ii) cazip değerlendirme ve şirketin mevcut piyasa değerinin yaklaşık %50'sine karşılık gelen 5,4 milyar dolarlık net nakit pozisyonu ve iii) olumsuz jeopolitik gelişmelere rağmen gayrimenkul faaliyetlerinin dayanıklılığı. Enka, konsolide rakamlardaki payı düşük olan iç ticaret faaliyetleri ve enerji segmenti dışında enflasyon muhasebesi uygulamamaktadır. Yeni proje kazanımları, Gürcistan projesiyle ilgili tazminatın (385 milyon doları) tahsilatı, veri merkezi yatırımlarında olası genişleme planları ve olası bir Rusya-Ukrayna barışına ilişkin olumlu gelişmeler hisse senedi için katalizör olabilir.

İndeks Bilgisayar

Bloomberg Kodu	İNDEKS			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	10,90			
Güncel Fiyat, TL	8,18			
Getiri Potansiyeli	33%			
Halka Açıklık Oranı	61%			
Piyasa Değeri, mın TL	6,135			
Firma Değeri, mın TL	5,764			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	66,663	92,492	116,741	143,840
FAVÖK, mın TL	2,242	2,497	3,152	4,028
Net Kâr, mın TL	328	462	700	1,007
Net Borç, mın TL	-1,640	-386	-456	-532
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1
FAVÖK Marjı	3.4%	2.7%	2.7%	2.8%
Net Marj	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
Temettü Verimi	4.3%	-	-	-
Ciro, y/y	35.4%	38.7%	26.2%	23.2%
FAVÖK, y/y	-16.8%	11.4%	26.2%	27.8%
Net Kâr, y/y	-35.5%	41.0%	51.5%	43.7%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	18.3	13.3	8.8	6.1
FD/FAVÖK	1.9	2.3	1.8	1.4
FD/Ciro	0.1	0.1	0.0	0.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	15.5%	2.1%	5.4%	4.1%
BIST-100 Relatif	1.7%	-16.2%	-17.1%	-8.8%
AOLH, mın TL	72	49	47	72



İndeks Bilgisayar, Türkiye ICT dağıtım pazarında yaklaşık %35 pazar payı ile açık ara lider konumunu korumaktadır. Context verilerine göre Türkiye ICT pazarı 2024 yılında USD 5,2 milyar büyüklüğe ulaşmış ve USD bazında yıllık %1,3 büyümüştür. İndeks'in ölçeği, geniş tedarikçi portföyü ve uzun soluklu iş ortaklıkları, dalgalı talep ortamına rağmen pazar payını korumasını sağlamaktadır.

2025 yılında, TL'de reel değerlenme beklentisine rağmen, İndeks Bilgisayar'ın yaklaşık %6 reel gelir büyümesi kaydetmesini beklemekteyiz. Yeni tedarikçi anlaşmaları, eklenen markaların katkısı ve Türkiye ICT pazarında USD bazında yaklaşık %12 büyüme beklentimiz, şirketin yönetimin USD 2 milyar gelir hedefini yakalamasını desteklemektedir.

Şirketin pazarın üzerinde büyümesini sürdürmesini, ağırlıklı olarak inorganik büyüme ve stratejik iş birlikleri desteklemektedir. %59 oranında pay sahibi olunan Datagate ana büyüme katkısı sağlayıcı olmaya devam ederken, Vodafone ile imzalanan cihaz dağıtım anlaşmasının 2025 yılında tam yıl katkısı sunması beklenmektedir. Sürdürülebilir teknoloji çözümlerine yönelik yatırımlar da orta vadede ciroyu desteklemektedir.

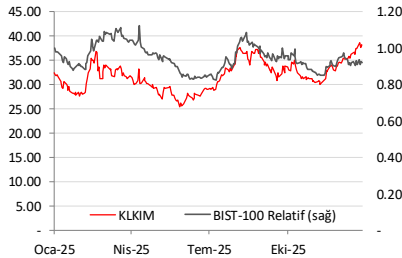
Karlılık tarafında ürün karması baskı oluşturmaktadır. Akıllı telefonların gelirler içindeki artan payı, yapısal olarak volume IT ve kurumsal satışlar kategorilerine kıyasla daha düşük marjlı kategorilerin satışlar içerisindeki payı artırmaktadır. Bu çerçevede, 2025 yılında FAVÖK marjının yıllık bazda yaklaşık 70 baz puan daralarak %2,7 seviyesine gerilemesini, sonrasında ise sınırlı bir toparlanma potansiyeli oluşmasını beklemekteyiz.

Net kar tarafında ise finansman giderleri baskı unsuru olmaya devam etmektedir. 2025 yılında net kâr marjının yaklaşık %0,5 seviyesinde yatay kalmasını, 2026 yılında ise TL'de reel değerlenmenin sürmesiyle reel gelir büyümesinin yaklaşık %1'e gerilemesine rağmen, yüksek finansman maliyetleri nedeniyle marjlarda anlamlı bir iyileşme görülmemesini öngörmekteyiz.

İşletme sermayesi varsayımlarımızdaki revizyon sonrasında, 12 aylık hedef fiyatımızı TRY 12,0'dan TRY 10,9'a aşağı yönlü güncelliyoruz.

Kalekim

Bloomberg Kodu	KLKIMTI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	69,00			
Güncel Fiyat, TL	38,26			
Getiri Potansiyeli	80%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mın TL	17,600			
Firma Değeri, mın TL	15,792			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mın TL	7,492	10,760	14,811	18,849
FAVÖK, mın TL	1,721	2,436	3,418	4,370
Net Kâr, mın TL	929	1,167	1,534	1,960
Net Borç, mın TL	-1,401	-2,107	-2,451	-4,160
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.9	-0.7	-1.0
FAVÖK Marjı	23.0%	22.6%	23.1%	23.2%
Net Marj	12.4%	10.8%	10.4%	10.4%
Temettü Verimi	0.5%	1.1%	1.3%	1.7%
Ciro, y/y	60.5%	43.6%	37.7%	27.3%
FAVÖK, y/y	69.4%	41.5%	40.3%	27.9%
Net Kâr, y/y	115.9%	25.5%	31.5%	27.8%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	13.5	15.1	11.5	9.0
FD/FAVÖK	6.5	6.4	4.4	3.1
FD/Ciro	1.5	1.4	1.0	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	16.6%	15.9%	16.7%	8.1%
BLST-100 Relatif	2.6%	-4.8%	-8.3%	-5.3%
AOLH, mın TL	83	75	100	88



Kalekim (KLKIM), yapısal olarak güçlü karlılık profili ve yüksek nakit üretimiyle öne çıkan bir kaliteli büyüme hissesidir. Bu profil; sürdürülebilir >%20 FAVÖK marjı, >%10 operasyonel nakit akışı marjı ve ~%5 serbest nakit akışı marjı ile teyit edilmektedir. Şirket 2022-24 döneminde reel bazda ~%11 ciro YBBO ve ~%25 reel FAVÖK YBBO yakalamıştır. 2026 yılı için, ~%10 hacim büyümesi ve ton başına gerçekleşen net gelirden reel bazda yatay seyir varsayımıyla ~%10 reel ciro büyümesi ve FAVÖK marjında 0,4 puan genişleme öngörümüzle ~%12 reel FAVÖK büyümesi tahmin ediyoruz. Projeksiyonlarımız, finansal gelirlerde ve efektif vergi oranında normalleşme varsayımımız nedeniyle FAVÖK büyüme tahminimizin gerisinde kalarak ~%5,2 reel HBK büyümesine işaret ediyor.

2025 satış hacmi gerçekleştirmeleri ve 2026 beklentileri: Şirket, 2025 satış hacmi performansını ve 2026 beklentilerini açıkladı. Toplam satış hacmi 2025'te yıllık %12,1 artarak ~849 bin tona ulaştı; büyüme Türkiye'de %9,3 (şirket beklentisi %3-8 idi) ve yurt dışında %19,1 (şirket beklentisi %12-15 idi) ile gerçekleşti. Güçlü 4Ç'nin yanı sıra Irak'ta yerel üretim ve Fas yatırımı performansı destekledi. 2026 için yönetim; TMS29 bazında %10-15 reel ciro büyümesi, toplam hacimde ~%8,5-11,8 artış (Türkiye: %7-10, Yurt dışı: %12-16), 1,4-1,7 milyar TL yatırım harcaması ve net işletme sermayesi/satışta %10-15 bandı öngörüyor. Hedefleri büyüme görünürlüğü açısından destekleyici buluyoruz. Yüksek yatırım harcaması kısa vadede serbest nakit akımı marjını baskılayabilir; buna karşın güçlü karlılık ve bilanço esnekliği nakit/finansman yönetiminde hareket alanı sağlayacaktır.

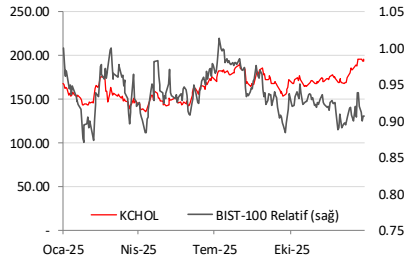
Şirket; Ukrayna, Irak, Suriye, Fas, İstanbul ile Türkiye'nin güneybatı ve güneydoğusu gibi yüksek talep gören yeniden yapılanma ve altyapı pazarlarına yakın konumlanma stratejisi, lojistik/maliyet avantajı sağlamaktadır.

Katalizörler: (i) Irak'ta ticari üretimin başlaması (4Ç25) ve Fas JV'den 2026 itibarıyla artan kârlılık katkısı; (ii) kentsel dönüşüm faaliyetlerinin desteklediği istikrarlı yurt içi talep görünümü; (iii) Irak, Suriye, Türkiye ve Ukrayna'da yeniden yapılanma ve altyapı harcamalarındaki artışın sipariş alımlarına yukarı yönlü katkı potansiyeli; (iv) güçlü nakit pozisyonu (9A25 net nakit: ~1,86 milyar TL) sayesinde kapasite artışı ve/veya tamamlayıcı satın almalar (bolt-on) yönelik finansal esneklik.

Değerleme: Hisse için 69 TL 12A hedef fiyatlı Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor. Değerlememiz TL bazında ~6,9x FD/12A ileri FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOLT			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	322.00			
Güncel Fiyat, TL	195.30			
Getiri Potansiyeli	65%			
Halka Açıklık Oranı	22%			
Piyasa Değeri, m TL	495,261			
Firma Değeri, m TL	826,260			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, m TL	-	-	-	-
FAVÖK, m TL	-	-	-	-
Net Kâr, m TL	1,306	18,479	51,188	95,162
Net Borç, m TL	-	-	-	-
Net Borç/FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
FAVÖK Marjı	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net Marj	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Temettü Verimi	4.1%	3.5%	3.4%	4.0%
Ciro, y/y	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
FAVÖK, y/y	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Net Kâr, y/y	-98.2%	1315.0%	177.0%	85.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	376.6	26.8	9.7	5.2
FD/FAVÖK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FD/Ciro	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	16.0%	21.8%	15.4%	15.7%
BIST-100 Relatif	2.1%	-0.0%	-9.3%	1.4%
AOIH, m TL	6,353	5,598	5,082	7,103



Çeşitlendirilmiş net aktif değeri ve yüksek solo net nakit pozisyonu... Otomotiv, enerji, finans ve dayanıklı tüketim malları, Koç Holding'in mevcut net varlık değerinde sırasıyla %37, %26, %22 ve %5 paya sahiptir. Dövizle bağlı Tüpraş gelirleri dahil uluslararası gelirler, 2024'te toplam gelirlerin %49'unu oluşturmuştur. Uluslararası gelirlerin yaklaşık %80'i yurt içi ve Avrupa operasyonlarından gelirken, kalan kısım diğer coğrafyalara dağılmıştır (Kuzey Amerika %9, Asya %9, Afrika %5). Holdingin solo net nakit pozisyonu yaklaşık 800 milyon dolar olup, mevcut net aktif değerinin %5'ini oluşturmaktadır. Koç Holding'e temettü girişi 2025 yılında 33,4 milyar TL'ye ulaşırken, holdingden 17,4 milyar TL nakit temettü dağıtımı gerçekleşti.

Net kardaki güçlü artışın: i) enflasyon muhasebesinin etkisinin azalması, ii) beklenen faiz indirimleriyle desteklenen banka karlılığı, iii) rafineri sektöründe kuvvetli ürün marjları ve iv) otomotivden gelen daha yüksek katkı (zayıf baz, daha yüksek kapasite kullanımı ile güçlü EBIT büyümesi, azalan kur farkı giderleri) gibi etkilerle gerçekleşmesini bekliyoruz. Yıl sonu TÜFE'nin 2025'te %31'den sonra 2026'da %25'e düşmesini bekliyoruz. Bu nedenle, enflasyon muhasebesinin bankacılık finansalları ve parasal kayıplar yoluyla solo net nakit üzerindeki olumsuz etkisi azalabilir. Öte yandan, enflasyon muhasebesinin vergi finansallarında kaldırılırken UFRS'de devam etmesi, etkin vergi oranını tahmin etmeyi zorlaştırıyor. 2026'da politika faizinde beklenen düşüş, bankacılık faaliyetlerindeki karlılığı destekleyecek. Rafineri tarafında, küreselde sınırlı kapasite artışı, yaptırımlar ve jeopolitik faktörlerle birlikte sektördeki yapısal sorunlar, ürün kar marjlarını tarihsel ortalamalarının ve 2025'in biraz üzerinde tutabilir. Otomotivde, öne çekilen talep ve varlık etkisinin azalmasıyla birlikte, 2026 yılında yerel hafif araç pazarının %5 düşmesini bekliyoruz. Tofaş'ta zayıf baz ve artan kapasite kullanımı; Ford Otosan'da FAVÖK büyümesinin yanı sıra düşük kur farkı zararı ve genel olarak olumlu EUR/USD kuru, otomotiv sektöründen gelen katkısı artırılabilir. Bu arada, talepte beklenen toparlanma, sinerjiler ve borç azaltımı, dayanıklı tüketim mallarına olumlu etki edebilir.

«Endeks Üzerinde Getiri» tavsiyemizin nedenleri: i) cazip değerleme ve net aktif değerine göre iskonto, ii) TCMB'nin beklenen faiz indirimlerinin potansiyel olumlu etkisi, iii) iyi çeşitlendirilmiş portföy yapısı ve iv) 800 milyon dolarlık güçlü solo net nakit pozisyonu. Koç Holding, mevcut net aktif değerine göre %36 iskonto ile işlem görürken 2 yıllık ve 5 yıllık tarihsel ortalama iskonto sırasıyla %28 ve %30 seviyelerindedir. Geçmişte yabancı yatırımcı ilgisinin daha güçlü olduğu dönemlerde daha düşük (hatta primli) NAD iskonto oranları gözlemlediğimizi belirtmekte fayda var.

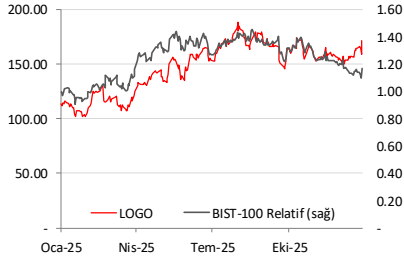
Koç Holding (devamı)

Koç Holding Net Aktif Değeri															
Faaliyet Alanı/Şirket	Hisse Kodu	Sektör	Değerleme Yöntemi	Mevcut Değer	Ortaklık Payı	KCHOL Payı (mn TL)	Cari NAD İçindeki Pay	Değerleme Yöntemi	Baz Finansal	Medyan Çarpan	Hedef Değer	KCHOL Payı (mn TL)	Hedef NAD İçindeki Pay		
Finansal Hizmetler												235,734	23.1%		
Yapi Kredi Bankası	YKBNK	Ticari Bankalar	Cari Piyasa Değeri	320,143	54.8%	175,551	22.5%	Artık Kar Yöntemi	n.a.	n.a.	422,353	231,597	22.7%		
Koç Finansman	Unlisted	Kredi ve Leasing Hizmetleri	Defter Değeri	2,531	50.0%	1,266	0.2%	P/DD	2,531	3.27	8,274	4,137	0.4%		
Otomotiv												391,045	38.3%		
Ford Otosan	FROTO	Otomotiv	Cari Piyasa Değeri	364,595	38.7%	140,916	18.0%	İNA	n.a.	n.a.	538,647	208,187	20.4%		
Tofaş	TOASO	Otomotiv	Cari Piyasa Değeri	147,750	37.6%	55,584	7.1%	İNA	n.a.	n.a.	225,000	84,645	8.3%		
Türk Traktör	TTRAK	Otomotiv	Cari Piyasa Değeri	57,438	37.5%	21,539	2.8%	İNA	n.a.	n.a.	80,054	30,020	2.9%		
Otokar	OTKAR	Otomotiv	Cari Piyasa Değeri	49,680	47.4%	23,538	3.0%	Cari Piyasa Değeri	n.a.	n.a.	49,680	23,538	2.3%		
Otokoç Otomotiv	Unlisted	Otomotiv Perakende	Defter Değeri	44,762	99.8%	44,655	5.7%	Defter Değeri	44,762	1.00	44,762	44,655	4.4%		
Enerji												255,393	25.0%		
Tüpraş	TUPRS	Petrol & Gaz - Rafineri	Cari Piyasa Değeri	436,805	42.1%	183,799	23.5%	Defter Değeri	n.a.	n.a.	551,064	231,877	22.7%		
Aygaz	AYGAZ	Petrol & Gaz - LPG Dağıtım	Cari Piyasa Değeri	48,356	40.7%	19,671	2.5%	İNA ve Çarpan Analizi	n.a.	n.a.	57,808	23,516	2.3%		
Dayanıklı Tüketim												55,867	5.5%		
Arçelik	ARCLK	Tüketici Elektronik	Cari Piyasa Değeri	75,682	48.5%	36,728	4.7%	İNA ve Çarpan Analizi	n.a.	n.a.	114,874	55,748	5.5%		
Arçelik LG Klima	Unlisted	Tüketici Elektronik	Defter Değeri	2,511	5.0%	126	0.0%	Çarpan Analizi	2,511	0.95	2,375	119	0.0%		
Diğer												49,397	4.8%		
Altinyunus Çeşme	AYCES	Turizm	Cari Piyasa Değeri	11,331	30.0%	3,399	0.4%	Cari Piyasa Değeri	11,331	1.00	11,331	3,399	0.3%		
Marmaris Altinyunus	MAALT	Turizm	Cari Piyasa Değeri	8,178	60.1%	4,913	0.6%	Cari Piyasa Değeri	8,178	1.00	8,178	4,913	0.5%		
Koçtaş	Unlisted	Yapı Marketleri	Defter Değeri	2,092	49.8%	1,041	0.1%	Defter Değeri	2,092	1.00	2,092	1,041	0.1%		
Setur	Unlisted	Seyahat Hizmetleri	Defter Değeri	5,448	24.1%	1,314	0.2%	Defter Değeri	5,448	1.00	5,448	1,314	0.1%		
Diğerleri	Unlisted	Çeşitli	Defter Değeri			31,979	4.1%	Defter Değeri				38,729	3.8%		
İştiraklerden Toplam Değer						746,019	95.5%	İştiraklerden Toplam Değer						987,436	96.6%
Halka Açık						665,639	85.2%	Halka Açık						897,441	87.8%
Halka Açık Olmayan						80,380	10.3%	Halka Açık Olmayan						89,994	8.8%
KCHOL Solo Net Nakit (temettü ve sermaye artırımları düzeltilmiş)						34,824	4.5%	KCHOL Solo Net Nakit (Temettü Düzeltilmiş)						34,824	3.4%
Cari Net Aktif Değer						780,842		Hedef Net Akrif Değer						1,022,259	
Cari Piyasa Değeri						495,261		Cari Piyasa Değeri						495,261	
Cari Net Aktif Değere Prim/(İskonto)						-36.6%		Hedef Net Aktif Değere Prim/(İskonto)						-51.6%	
2Y. Ort. İskonto						-27.8%		Hedef NAD @ 20% Holding İskontosu						817,807	
5Y. Ort. İskonto						-29.8%		Hedef Hisse Fiyatı/TL						322	
								Mevcut Hisse Fiyatı/TL						195.3	
								Getiri Potansiyeli						65%	
Kaynak: AK Yatırım Tahminleri, Rasvonet, Koç Holding															

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri, Rasyonet, Koç Holding

Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	222.00			
Güncel Fiyat, TL	171.70			
Getiri Potansiyeli	29%			
Halka Açıklık Oranı	64%			
Piyasa Değeri, m TL	16,312			
Firma Değeri, m TL	14,180			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, m TL	4,084	5,974	8,008	10,404
FAVÖK, m TL	1,523	2,136	2,907	3,745
Net Kâr, m TL	352	1,656	1,201	1,592
Net Borç, m TL	-560	-1,160	-1,642	-2,592
Net Borç/FAVÖK	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7
FAVÖK Marjı	37.3%	35.8%	36.3%	36.0%
Net Marj	8.6%	27.7%	15.0%	15.3%
Temettü Verimi	4.1%	3.1%	3.0%	5.9%
Ciro, y/y	37.3%	46.3%	34.0%	29.9%
FAVÖK, y/y	109.7%	40.3%	36.1%	28.8%
Net Kâr, y/y	151.1%	370.6%	-27.5%	32.5%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	28.0	9.8	13.6	10.2
FD/FAVÖK	5.2	6.4	4.6	3.3
FD/Ciro	1.9	2.3	1.7	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.8%	16.7%	53.3%	14.1%
BLST-100 Relatif	-3.4%	-4.2%	20.6%	-0.0%
AOIH, m TL	78	76	93	94



Logo Yazılım'ın 2025 yılında yaklaşık %11 reel gelir büyümesi kaydetmesini ve bu performansın yönetim beklentileriyle uyumlu olmasını beklemekteyiz. Zorlu makro koşullara rağmen, yüksek tekrarlayan gelir oranı ve artan SaaS penetrasyonu, ciro dayanıklılığını ve gelir görünürlüğünü desteklemektedir.

2026 yılında reel büyümenin yaklaşık %8 seviyesine ılımlı şekilde gerilemesini öngörmekteyiz. Bu yavaşlama, özellikle orta ve büyük ölçekli kurumsal müşterilerde SaaS dönüşümünün hızlanmasıyla birlikte, peşin lisans satışlarından abonelik bazlı faturalamaya geçişin kısa vadeli faturalama dinamikleri üzerindeki etkisini yansıtmaktadır. Bu süreci kalite odaklı bir geçiş olarak değerlendirmekteyiz.

2026 yılında yatırım harcamalarının gelir içindeki payının yaklaşık 1 puan artarak %19 seviyesine yükselmesini beklemekteyiz. Artan yatırımlar ağırlıklı olarak bulut altyapısı ve ürün modernizasyonu kaynaklı olup, kısa vadede serbest nakit akışı üzerinde sınırlı baskı yaratmasına karşın uzun vadeli ölçeklenebilirliği desteklemektedir.

3Ç25 itibarıyla Logo 705 milyon TL net nakit pozisyonu raporlamıştır. Romanya operasyonlarının satışından beklenen yaklaşık 2,2 milyon EUR nakit girişi de dikkate alındığında, şirketin 2025 yılını yaklaşık 1,2 milyar TL net nakit ile kapatmasını beklemekteyiz.

Bu güçlü bilanço yapısı, 2026 yılında yaklaşık %30 dağıtım oranına karşılık gelen 500 milyon TL civarında temettü potansiyelini desteklemektedir. Güçlenen nakit pozisyonu, temettülere ilave olarak hisse geri alım opsiyonunu da gündemde tutmaktadır.

5 Kasım tarihli son güncellememizden bu yana Logo hisseleri endeksin yaklaşık %16 gerisinde kaldı. Bu performansın ardından tavsiyemizi *Nötr*'den *E.Ü.G.*'ye yükseltirken, 12 aylık hedef fiyatımızı TRY 183'ten TRY 222'ye çıkarıyoruz.

Araştırma Ekibimiz

Hakan Aygün	Bankalar, Strateji	hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90 212 334 9465
Ece Mandacı, CFA	Gıda ve İçecek, Perakende	ece.mandaci@akyatirim.com.tr +90 212 334 9460
Ezgi Yılmaz	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9467
Aytunc Uz	Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri, İlaç	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9521
Ömer Faruk Yüksel	Demir & Çelik, Yapı Malzemeleri, Beyaz Eşya, GYO	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +90 212 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri, Telekomünikasyon	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90 212 334 8816
Doğu Kurnaz	Enerji	dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9509
Serbey Celep	Sigorta	serbey.celep@akyatirim.com.tr +90 212 334 8824
Uraz Çay	Stratejist (Uluslararası Piyasalar)	uraz.cay@akyatirim.com.tr +90 212 334 9461
Göksel Şişmanlar	Veritabanı, Teknik Analiz	goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr +90 212 334 9466

* Ak Yatırım Araştırma Birimi'nin yayınladığı Model Portföy'de yer alan hisse senetlerine yatırım yapan ve Ak Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yönetilen Ak Portföy BİST 100 Endeksi Model Portföy Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu (APMDL) için gösterge niteliğinde 12 aylık hedef fiyat ve getiri potansiyeli hesaplanmaktadır. Hesaplama, Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin 12 aylık hedef fiyat, getiri beklentisi ve portföy ağırlıkları dikkate alınarak ve APMDL'nin yıllık %2'lik fon yönetim ücreti düşülerek yapılmaktadır. Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin ve/veya bu hisse senetlerinin Model Portföy'deki ağırlıklarının değişmesi durumunda APMDL'nin hedef fiyatı da değişebilecektir.

YASAL UYARI

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

Bu raporun tarafınızla paylaşılması, bu rapora herhangi bir platformdan erişim sağlamanız veya raporu herhangi farklı bir yol ile edinmeniz, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") ile aranızda bir yatırım danışmanlığı sözleşmesi kurulduğu veya böyle bir ilişkinin kurulması için tarafınıza teklif yapıldığı anlamına katienen gelmeyecektir. Raporda yer alan hiçbir ifade veya değerlendirme hukuki, vergisel veya finansal danışmanlık niteliğinde değildir ve bu niteliği sahip olacak şekilde yorumlanamaz.

RAPORDA YER ALAN DEĞERLENDİRMELER

Bu rapor, Ak Yatırım tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Elde edilen bilgi ve verilerin doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Burada yer alan yorum, tavsiye, öngörü ve tahminler raporu hazırlayan uzmanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. Zaman içerisinde bu raporda yer alan tüm veri ve yorumlar değişebilir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri ve profesyonel destek almalari önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk tamamen kendilerine aittir. Yatırım araçları birçok farklı risk barındırmaktadır. Yatırım kararı vermeden önce her bir yatırım aracı bazında riskleri anladığınızdan emin olmalısınız.

Raporda yer alan analizler için üç farklı değerlendirme türü bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla aşağıdaki şekildedir:

1. Endeks Üzerinde Getiri: Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası'na dayalı olarak oluşturulan BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha yüksek bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
2. Nötr: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranı ile paralel bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
3. Endeks Altında Getiri: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha düşük bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.

SORUMLULUK REDDİ

Raporun hazırlanmasında kullanılan yöntemler veya sunulan görüşler hiçbir yatırımcının veya müşterinin ihtiyaçlarına yönelik değildir. Ayrıca, Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının ve de bunların hiçbir çalışanının veya danışmanının, herhangi bir şekilde bu raporda yer verilen bilgiler, öngörüler ve tahminler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili sorumluluğu bulunmamaktadır. Ak Yatırım tarafından kurum içinde farklı departmanlarda istihdam edilen kişilerin veya Ak Yatırım ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Her halükârda Ak Yatırım, bu bilgilerin departmanları, iştirakleri ve ortakları arasında akışının engellenmesine yönelik gerekli tüm tedbirleri almaktadır. Bilgilere ve verilere erişim, söz konusu bilgi ve verilerin değerlendirilmesi ve diğer makul nedenlerden ötürü Ak Yatırım, Ak Yatırım ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak iş, hizmet sözleşmesi kapsamında ilişkide bulunan kurum ve kişiler, Ak Yatırım ile aralarında herhangi bir iş veya hizmet sözleşmesi bulunmaksızın iş birliği ilişkisi bulunan kurum ve kişiler ile raporun hazırlanmasına katkıda bulunan, bilgi ve veri sağlayan kurum ve kişiler ile Ak Yatırım müşterileri arasında önlenmesi mümkün olmayan çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte durum ve ilişkiler ortaya çıkabilir.

Ak Yatırım rapor kapsamında hakkında tahmin ve değerlendirmelere yer verdiği sermaye piyasası ve diğer yatırım araçlarının ihraççıları, bu ihraççıların iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve ilişkili diğer taraflarıyla iş ilişkisine girebilir, iş ilişkisi teklifinde bulunabilir. Raporda yer alan işlem ve tahminler ile Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının, iştiraklerinin, sayılan kurumların yöneticilerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin doğrudan veya dolaylı olarak aynı veya farklı doğrultuda pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir.

Raporu hazırlayan veya raporda adı yer alan Ak Yatırım çalışanları, raporda yer alan analiz ve tahminlere ilişkin Ak Yatırım tarafından belirlenen kısıtlamalar kapsamında hareket ederler. Çıkar çatışması durumlarında ise Ak Yatırım internet sitesinde (www.akyatirim.com.tr) yer alan Çıkar Çatışması Politikası'na uygun olarak hareket edeceklerdir.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Ak Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gönderilemez ve gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Raporda yer alan her türlü unsura dair haklar münhasıran Ak Yatırım'a aittir. Ak Yatırım, raporların internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolaylı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun tarafınızla paylaşılmasını istemiyorsanız Ak Yatırım ile iletişime geçebilirsiniz.