
2026 Strateji Raporu

Global & yerel görünüm, beklentiler

Strateji & Araştırma Bölümü

5 Ocak 2026, İSTANBUL

- Genel bakış
- Stratejiye bakış-yönetici özeti
- Makro | global & yerel
- Fiyatlama performansları
- Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri
- Kredi notu & CDS | TR-GOÜ
- Faiz
- Reel faiz
- 2026 takvimi
- BIST
- Enflasyon muhasebesi
- Özel analiz | araştırma kapsamı
- Bankacılık, varlık yönetimi & sigorta sektörlerine dair düşüncelerimiz
- Gayrimenkul sektörüne dair düşüncelerimiz
- Finans dışı sektörlerle dair düşüncelerimiz
- Temettü tahminlerimiz
- ESG
- Deniz Yatırım Model Portföy
- Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

■ Genel bakış

16 Ocak 2023 : Bekleyişlerin yılı 5 Eylül 2023 : Farklı bir şeylerin fiyatlaması 10 Ocak 2024 : Zor, ama güzel 8 Ocak 2025 : 2026 için önce 2025 5 Ocak 2026 : Çıkışa doğru

- **Yılın teması | ‘Yüksek değerlendirme’ tartışmasından 26’ya ne seker, ne kadar taşınır?**
 - AI fırtınası, belirli sayıda şirket ile değerlendirme tartışmasının gölgesinde 25’i domine etti; 26’ya kırılma riski ve/veya rüzgarın devamı ile giriyoruz
- **Küresel ekonomide resesyon kaygısı yok; ancak...**
 - Ticaret kavgaları ile dolu yılın ardından global ekonomi yeni düzene adapte olma çabasında ‘şu an için’ başarılı
- **ABD varlıklarının ‘popülaritesi’ tartışmalı, Avrupa hisseleri daha yüksek sesle öneriliyor, emtia rallisinin ardından herkeste aynı soru var**
 - **Global ekonomi** | %3 civarındaki trend büyümeye yakın eğilim genel hatlarıyla korunacak gibi görünüyor
 - **ABD** | Fed’in yönetim değişikliği > makro ekonomideki gidişat zemininde ilginç bir yıla giriş yapıyoruz
 - **Euro Bölgesi** | Almanya’nın geri dönüşü, Rusya-Ukrayna savaşında sonraki aşamanın belirsizliği, artan savunma harcamaları, bekle-gör pozisyonunda ECB
 - **Çin** | %4.5-5.0 aralığında büyüme patikasında ilerlemeye devam ederken ticaretin yeni kurallarına karşı denge arayışında
 - **Emtia fiyatları** | Değerli metal rallisinde yorulma beklentisi gerçekçi; petrolde arz fazlası ve global ekonominin seyri belirleyici olacak
 - **USD** | ‘Şimdilik’ zayıf USD teması bir süre daha devam edebilir, sonraki aşamayı Amerikan ekonomisi şekillendirecek
 - **Hisse senetleri** | Biraz daha Avrupa grubunun öne çıktığı ve fakat genel havanın olumlu olmasını beklediğimiz bir yıl
- **Emtia**
 - **Petrol** | <\$60 ihtimali uzak senaryo değil; genel beklentimiz \$55-70 bandında salınması ve ortalamanın \$65 civarında olması
 - **Altın & Gümüş** | Geline fiyat seviyeleri için ucuz demek kolay değil; genel alıcılı seyir farklı gerekçelerle yıl içerisinde korunabilir
- **Özel başlık: Türkiye**
 - **Büyüme** | Mevcut patikada devamı en olası senaryo
 - **Enflasyon** | Yılın ilk yarısında nihayet <%30 bölgesine giriş yapacağız: %25 etrafında enflasyon ile yıl içerisindeki riskler takip edilecek
 - **Ülke risk primi & Lira** | Liranın reelde değerli kalmaya devamını, risk priminin ise azalış patikasını muhafaza etmesini bekliyoruz
 - **BIST** | «Alternatif getiri» baskısından hemen ve kolay kaçış yok; «çıkışa doğru» senaryosunda stratejiler belirlenecek

■ Yönetici özeti

Stratejiye bakış-yönetici özeti

2025'i «2026 için önce 2025» başlığı ile karşılarken, ana oyun planımızı yerel varlıklarda bu başlık üzerinden kurgulama düşüncemiz ağır basıyordu. Geride kalan yıl, yerel varlıklar açısından hiç ama hiç kolay olmadı. Bol negatif sürprizli ve bilinen yatırım temalarının bozulduğu, oyundan çıktığı bir döneme sahne oldu. Yurt dışı taraf ise tüm volatilitesi ile çok daha öngörülebilir ve kazançlı patikada yer aldı.

■ Kolay olan taraf ile başlayalım | yurt dışı

- Yerel varlıkları konuşurken sık sık kullanmak zorunda kaldığımız «oynaklık» ifadesi sanılmasın ki 2025'te yurt dışı varlıklar için hiç geçerli olmadı. Beklendiği/beklediğimiz üzere, ABD'de değişen siyasi düzenin ticarete geçerli oyun düzenini sert ve öngörülemez şekilde değiştirme isteği özellikle ilk çeyrek sonrasında fiyatlamaların ciddi anlamda dalgalanmasına ve güvenli liman arayışının belirmesine zemin hazırladı. Tüm bunlar olurken jeopolitik risklerin hız kesmeden farklı bir başlık üzerinden belirmesi zaten alıcılı patikada konumlanan değerli metaller açısından bambaşka bir fiyatlama evresine geçişi fazlasıyla destekledi. **Özetle, 2025, yurt dışı varlıklar nezdinde tek solukta birkaç başlık üzerinden ifade etmenin hiç zor olmadığı bir yıl olarak hafızalardaki yerini aldı: i) küresel ticarete değişen düzen ve ekonomilerin buna yeniden uyumlanması ii) jeopolitik risklerin bölgeler nezdinde farklı evrelere geçişi kısa sürede hızlı şekilde yapması ve bunun farklı varlık gruplarında son derece sert fiyatlama temalarının oluşumunu sağlaması iii) dönemsel tartışmaları bir yana bıraktığımızda AI başlığı üzerinden ABD ve farklı ülke gruplarında hisse senedi rallilerinin gerçekleşmesi, dahası, geline nokta itibarıyla artık bu durumun küresel ekonomide makro çerçeveyi belirlemeye hazır pozisyona aday olması.**

■ 2026: resesyon kaygısı yok denecek kadar az; farklı başlıklar masada

- Yeni yıla, global ekonomide kayda değer bir yavaşlamanın konuşulmadığı, büyük oranda yeni ticaret düzenine geçişin kabul edildiği ve buna göre konumlanmaların devam edeceği temasında başlangıç yapıyoruz. Avrupa ekonomilerinin Almanya ağırlığında ve jeopolitik risklerin gölgesinde 2025'i geçirmesinin ardından nispeten daha iyimser beklentilerin söz konusu olduğu Rusya-Ukrayna savaşı süreci ve Almanya'nın oyuna mali paket desteği ile geri dönüş yapması gelecek 12 ayda sık sık tartışacağımız konular olarak bizleri beklemekte. Savunma temasının Avrupa Birliği (AB)'nin yeniden konumlanma sürecinin merkezinde yer alması ve 2026'da buna yönelik hazırlıkların her anlamda hızlanması, 2027'nin ileri vadede 2026'ya kıyasla çok daha yüksek potansiyelde yer almasına zemin hazırlıyor. Ancak, henüz bunları konuşmak için erken olabilir. Atlantik'in diğer yakası ABD'de ise büyüme performansının %2 etrafında (+/- 0.2/0.3 puan) şekillenmesini konsensüs olarak nitelendirmek mümkün. 2025'in ikinci yarısında geçmişe yönelik yapılan revizyonlar, mevsimsel düzeltmeler, göçmen politikalarındaki değişim ve ticaret düzenine yönelik alınan değişiklik kararlarının ekonomiye yansımaları neticesinde yavaşlamanın arttığı ve göze batmaya başladığı istihdam piyasasının seyri ve bunun iç tüketime ne ölçekte yansıyacağını Amerikan ekonomisi için tartışır pozisyonumuz devam edecek. Bunun yanında 2025'te şirketlerin marjlarından feragat ederek fiyatlamalara tam olarak yansıtmadıkları gümrük vergilerinin yeni çıktılarını da enflasyonun seyri açısından yakından izleyeceğiz. Özellikle yılın ilk yarısında enflasyona vergi kanalından olası geçişkenlik, istihdamdaki yavaşlama ve Fed'in faiz indirim patikasına ara vererek Mayıs'taki yönetim değişikliğinin gözetilmesi kısa vadeli fiyatlamaların ve fon akımlarının belirleyicisi rolünü üstlenecek. Tüm bunlar olurken çok az sayıda sınırlı şirket ile 500 milyar dolar yatırım düzeyine ulaşan ve 2030'lu yılların ilk diliminde 1-2 trilyon dolarlık rakamların tartışıldığı AI fırtınasının etkileri de bizlerle olmaya devam edecek. 2025'in ikinci yarısında her bilanço dönemi öncesinde gündemi meşgul eden «yatırımların ne ölçekte geri dönüş yapacağı» sorgulaması 2026'da çok daha ağır bir vaziyette bizimle olacak. Sonraki ve daha kritik aşama ise AI sürecinin makro ekonomiyi temelinden değiştirme potansiyeli ve yansımaları üzerinden şekillenecek.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Biz faniler için alışık olmadığımız tartışmalar

- Uzun yılların ardından Amerikan para politikası için gelişmekte olan ülkeler evreninde iş yapanlar açısından son derece alışık olunan, gelişmiş ekonomilerin işlemci ve analistleri için neredeyse «siyah kuğu» riski boyutuna taşınabilecek bir başlığımız var: Fed'in görev değişimi. NŞA'da son derece rutin bir görev teslim süreci olan bu konu, ABD'de siyasi düzenin değişimini takiben faiz düzeylerinin tartışmaya açılması ile birlikte öncelikle 2026'nın ilk yarısını, koşulların nasıl oluşacağına göre de sonraki yılları sil baştan dizayn etmeye son derece yakın. 2026'nın başlangıcı ile koltuğa yeni dönemde oturacak isim belli olacak. Eğer son 1 yılda Amerikan para politikası nezdinde takip ettiğimiz başlıklar geçerli olmasaydı, zaten kararların üyelerin oylaması sonucunda alındığı, evet, Başkan'ın belirleyici rolde olduğu, ancak, genel nizam çerçevesinde işleyişin temelden bozulmasını beklemenin mantıklı olmadığını belirterek ilerlenebilirdi. Geline aşamada ise, maalesef, yıla dair stratejiyi belirlerken tartıştığımız konular arasında yer alıyor. Konuya yaklaşımımız ise şu şekilde ve son derece net: Fed'in, bağımsızlık çerçevesini korumasını ve bu konuda tüm çevreleri rahatsız edecek bir erozyonun oluşmasını beklemiyoruz. Her ne kadar son toplantılardaki 2-3 üyelik ayrışma «dağınık Fed» imajı yaratsa da para politikasında büyüme-enflasyon-istihdam çerçevesinin korunacağına olan güvenimiz tam. Bu nedenle, hedeflenenin üzerindeki enflasyon seyrine rağmen istihdam piyasasındaki gidişatın gözetildiği bir tabloda Fed'in hareket edeceğini ve federal fonlama oranı seviyelerini %3-3.25 aralığında nötr bölgeye doğru yaklaştıracığını değerlendiriyoruz. Mevcutta resesyon risklerinin bastırılmış olması ve enflasyondaki kaygıların gözetilmesine paralel kısa-uzun vadeli faizlerdeki ayrışma ve getiri eğrisinin dikleşme ihtimali de göz ardı edilmemeli.

■ Amerikan dolarını konuşmak

- 2025'in enteresan gelişmelerini konuşmaya ve buradan 2026'ya bağlanan yolu dizayn etme çabamızı koruyoruz. Sırada Amerikan doları var. Sıklıkla 6 temel ticaret ortağına karşı oluşturulan endeks üzerinden değerlendirilen, rezerv para birimi statüsünden ticaretteki pozisyonu ve portföy akımlarındaki belirleyici rolüne dek geniş yelpazede sığa sahip Amerikan dolarını bir kez daha «yolun sonuna gelindi mi?» tartışmaları eşliğinde konuşur pozisyonda yer alındığını görüyoruz. Bizim ana oyun planımız, Amerikan dolarının sahip olduğu farklı statülerin kısa vadede değişimi ve yerini farklı bir para birimine bırakmasının kolay, mümkün ve sancısız olmadığı. Para birimi ifadesini özellikle kullandığımızın bilinmesini isteriz. Diğer yandan farklı varlık gruplarının son yıllarda artan ilgi paralelinde mevcut USD konumlanmasına ikame olduğunu da şu aşamada değerlendirmiyoruz. Orta-uzun vadeyi ise gelişmeleri ve gerekçelerini karşılдықça yorumlamak çok daha sağlıklı geliyor. O nedenle temelde farklı zaman dilimleri içerisinde farklı fiyatlamaya temaları üzerinden konuştuğumuz gerçeği unutulmamalı: yapısal USD değişimi noktası yakın ve kolay değil. USD değer kaybı çoğunlukla USD'nin kendi fiyatlamaya dinamikleri üzerinden şekillenir. Değer kazanımı ise karşısında yer alan her türlü çapraz üyenin konumu ve yine kendine has USD gelişmeleri kaynaklı olur. Geride kalan yılda, kapanış fiyatı bazında 110 seviyelerine dek yükselen dolar endeksinin %10'a yakın değer kaybederek işlem görmesi, bizim okumamıza göre, ABD'nin kendi ev içerisindeki gürültüsünün dışarıdaki komşuları rahatsız etmesi, koşulların Fed'i zorlaması ve yatırımcıların diğer varlıklar ve ülke para birimlerinde getiri arayışına girmesi kaynaklı. Bu nedenle kısa vadede USD değerlenmesi için sağlam bir zeminde yer aldığımızı düşünmüyoruz. Ancak, ilk çeyrek ile birlikte Fed başkanlığındaki değişim süreci, ABD ekonomisindeki toparlanma beklentileri, Kasım'daki ara seçim süreci ve siyasetin hem içeride hem de dışarıda jeopolitik gündemi nasıl şekillendireceğini gözeterek olası değerlendirme senaryolarına kapıyı kapatmıyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ EUR'daki güçlenme «bugün için» EUR kaynaklı değil

- Avrupa, uzun yılların «Birlik» olamama sorunsalı ve doğru ekonomik modeli arayışının gölgesindeki sorunlu patikasından ilk kez bu kadar kuvvetli şekilde ayrılma potansiyeline sahip. İlginçtir, bu sürece önderlik eden iki unsur ise Rusya-Ukrayna savaşının çıktıları ve ABD'de değişen siyasi düzen. Savunma harcamalarına yönelik artış planlaması ve Almanya'nın harcama paketi ile oyuna geri dönüşü, gelecek 3-5 yıl vade açısından AB, EUR ve EUR cinsinden varlıklar nezdinde avantaj yaratıyor. 2025'teki EUR değer kazanımının tek çıkış noktası AB üzerinden başlıklar değildi. Burada ABD'nin ve doğal yansıması olarak USD'nin kendine has koşulları da etkili oldu. Orta-uzun vadede değerli EUR temasının algısal açıdan rezerv para statüsüne destek verme ihtimali yanlış bir fikir değil. Ancak, makro açıdan ise sürdürülebilir konumda yer almıyor. Bu nedenle giderek zaman aralığı daralan ve her geçen gün değişen «kısa vade» tanımında gelişmeleri dikkatli şekilde izlemenin verilebilecek en doğru karar olduğuna inanıyoruz. Neden mi? Örneğin ABD'de Kasım ayında izleyeceğimiz ara seçimlerin sonuçları farklı gelişmelerin kapısını açabilir. Mevcut siyasi iktidarın başkanlık koltuğundaki isim açısından son dönemde olduğu da göz ardı edilmemeli. Farklı bir Kongre yapısı ve 2 yıl sonra farklı bir siyasi figür ile Amerikan siyaseti değişim gösterebilir. Ancak, yine de 2025'in ve Rusya-Ukrayna savaşının AB açısından bir nevi «uyanış anı» olduğu realitesinin ise geçerliliğini koruyacak bir faktör olduğunu değerlendirmek yanlış olmaz. **Fiyatlamalar açısından beklentimiz, paritenin dar bantta 1.15-1.17, genişte ise 1.12-1.20 aralığındaki seyrini koruması. Koşullar değişmedikçe fiyatlama temasının da çok ciddi revize olmasını öngörmüyoruz. Makro veri setimizde parite için 2026 kapanışında kullandığımız seviye 1.20. Ancak, yıl içerisinde, her çeyrek sonunda şirket değerlemelerimizi dinamik tutmak adına tahminlerimizde gerekmesi durumunda revizyonlar gerçekleştirdiğimizi önemle belirtmek isteriz.**

■ Global hisse senedi yaklaşımlarında farklılaşma

- 2025, küresel yatırımcılar açısından ve hatta giderek artan ivme ve ilgide yerliler için de global hisse senedi yatırımı denildiğinde sadece ABD odaklı ilerlemenin ağır bastığı, dönem dönem ayrışmalar olsa da genele yayılan ilginin korunduğu, ancak, gün sonunda ABD ve AI fırtınasının sürekli masada kaldığı bir yıl olarak tamamlandı. Sanıyoruz ki buraya kadar olan kısım çok fazla tartışmaya açık olmasa gerek. Ancak, hakkı yenilmesin, global hisse senetlerinde iyimserliğin tüm kıtalarda genele yayıldığı, gelişmekte olan ülke varlıklarına muazzam bir ilginin artan şiddette gerçekleştiği de not edilmeli. Geline noktada ise geçmiş veriler ile karşılaştırılan çarpanlar, gelecek yılın beklentileri üzerinden oluşturulan yeni değerlemeler ve işaret ettiği yeni rasyolar, tarihin farklı noktaları ile kıyaslanan performanslar ve fazlasıyla satın alındığı düşünülen hikayelerin gürültüsü altında 2026'nın karşılandığı da bir diğer gerçek konumunda. **Ana düşüncemiz, ABD hisse senetlerinin gösterge olma pozisyonunu koruması. Makro ekonomideki gidişat, istihdam piyasasının seyri, Fed'in yönetim değişikliği ve faiz patikasının nasıl şekilleneceği, ekonominin tamamındaki sağlık ve tarifelerin hukuk cephesinden gelebilecek onay ya da red kararı ile nasıl bir volatilitte yaratacağının bilinmezliği yine bizlerle olacak. Bunların yanında, bir miktar artan Avrupa kıtası ilgisi ve faiz indirimlerinin masaya gelmesinin değerlendirildiği gelişmekte olan ülkelerde Brezilya gibi örnekler de yatırımcıların radarında yer alabilir. Bilhassa Avrupa'da altyapı harcamaları, savunma, ECB'nin bir sonraki hamlesinin yönüne göre değişmekle birlikte tüm bu hikayeyi finanse edecek olan ve ABD emsallerine kıyasla performans ve iskonto olarak beliren bankacılık sektörü grubuna da parantez açılması gerektiğini değerlendirdiğimizin bilinmesini isteriz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Emtia cephesi için benzer ama ayrı senaryolar | Brent petrol (ICE Brent \$/BBL)

- Geride kalan yılda belirlediğimiz senaryo çerçevesi enerji tarafında çok büyük oranda çalıştı. Petrol, \$70-85 bant aralığımızı aşağı yönde, özellikle yılın ikinci yarısında, fazlasıyla zorladı. Global ekonominin trend seviyelerine ve hatta biraz da aşağısına doğru kayacağı bir dönemin fiyatlaması, jeopolitik risklerin dönemsel yarattığı oynaklıklara rağmen mevcutta ağır basmaya devam ediyor. Ayrıca, arz tarafında OPEC+ nezdinde atılan adımlar ve çok daha fazla petrolün zaman içerisinde piyasaya geleceğine dair beklenti de fiyatları yukarı yönde manevra alanı açısından kısıtlıyor. **Bu nedenle 2026'nın da petrol maliyeti açısından ithalatçı ülkeler nezdinde önemli bir sorun başlığı olarak belirmeyeceğini değerlendiriyoruz. \$60'lı seviyeler ile çalışmak bizlere makul geliyor. Beklentimizde bölge/ülke bazlı siyasi ve jeopolitik riskleri tahmin etmenin imkansız yakın bir olasılık olduğunu gözettiğimizde, düşüncelerimizde yıl içerisinde revizyon ihtiyacı belirebileceğinin altını çizmek isteriz.**

■ Değerli metaller | Ons altın (XAUUSD)

- 2025 başlangıcında değerli metal altın için fikir beyan ederken şu cümleler ile tamamlamıştık: «Yeni yılda ortalama ons altın beklentimizi \$2750, dalgalanma aralığını ise \$2500-3000 şeklinde belirliyoruz. i) Fed'in daha yavaş bir patikada ilerlemesini ii) reel faizlerin yüksek kalmasını iii) jeopolitik risklerdeki azalış ihtimalini iv) ETF'lerin alternatif getiri ortamında iştahsız duruşunun devamını v) merkez bankalarındaki ilginin ne yönde evrileceğini çift yönlü risk başlıkları olarak not düşünüyoruz. Teknik analiz bakış açısıyla \$2500 bölgesinin takibini önemsiyor, aşağı yönlü salınımlarda \$200-300'lik fiyat hareketlerinin gündeme gelebileceğini değerlendiriyoruz.» Ortalama fiyat seviyesi üzerinden paylaştığımız düşüncemiz yıl genelinde ciddi anlamda geride kaldı ve \$3420 civarında işlemler çok daha sık aralıkla gerçekleşti. Burada değerlendirmelerimizdeki en önemli sapma kaynakları, özellikle yaz aylarında Orta Doğu'da gerçekleşen jeopolitik risklerdeki inanılmaz artış ve ETF'lerin 2020-24 arası 4 yılda toplamda gerçekleştirdikleri yaklaşık 41 milyar dolarlık satışın ardından sadece tek bir yılda 50 milyar dolardan fazla alım ile oyuna geri dönmeleri oldu. Kabul ediyoruz, bu kadar ciddi sapma yaratabilecek başlıkları yıllık strateji belirlerken tahmin edemedik. Tüm bunlara ek olarak, global merkez bankalarından gelen talebin 9A25 dönemimde 600 tonun üzerinde gerçekleşmesi ve 2020-24 dönemindeki çeyrek alım ortalaması olan \$200 patikasını 2025'te de devam ettirmesi, spekülasyonların üzerindeki fiyat hareketliliğine momentum kazandırdı.
- Ons altın fiyatlamalarına dair önem atfettiğimiz birkaç noktaya değinmek isteriz: i) kapanış bazında >%70, ortalamada >%40'lık yıllık değişim rakamları muazzam. Ancak, sürdürülebilirliği ve aynı patikada ilerleme ihtimali daima sorgulanmalı. 2014-19 döneminde ons altın ortalaması \$1266 seviyesinde gerçekleşirken, 6 yıllık sabır dönemini karşımıza çıkardı ii) 2019'da ortalama \$1393 olan XAUUSD paritesi pandemi etkisiyle ortalamasını 2020'de \$1772 seviyesine taşıırken, 2020-23 döneminde 4 yılda ortalama \$1829 ile fiyatlandı iii) tarife hamleleri, jeopolitik riskler ve globalde ABD hariç gelişmiş ülkelerde çok büyük oranda enflasyon sorununun çözülmesi ileri vade beklentilerde mutlak surette değerlendirilmeli iv) merkez bankalarının gerçekleştirdikleri alımların devamını beklemekle birlikte, mevcut fiyat seviyelerinin «ucuz» olduğunu söylemek kolay değil. 2025'i tamamlarken gerçekleşen klasikleşmiş yıl sonu rallisi eğilimi de hesaba dahil edilmeli. **\$4500-5000 aralığına doğru yönelimi 2026'da beklemekle birlikte, aşağı yönlü düzeltme isteklerinin riskini ve tarihteki «belirli seviyelerde bekleme dönemlerine ait örnekleri» bir kenarda tutmaya devam etmenin yanlış olmadığına inanıyoruz. Portföylerde %5-10 aralığında çeşitlendirme stratejisini uzun vadeli yatırım düşüncesi kapsamında sağlıklı bulmaya devam ediyoruz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Fon akımları: Çin hisse senetlerinin geri dönüşü

- 2025, portföy akımlarının yeniden Çin'i hatırlaması üzerinden de ilginç bir yıl oldu. IIF'nin hesaplamalarına göre, 2025'teki 26 milyar dolarlık çıkışın ardından yılın 11 aylık diliminde Çin hisse senetlerine nette 14.6 milyar dolar giriş gerçekleşti. Bu, aynı zamanda, 2022'deki 18.7 milyar dolar seviyesinden bu yana en yüksek rakam konumunda. Çin'i hariç bırakarak yaptığımız hesaplamada ise tıpkı 2024 yılında olduğu üzere (2024: -30.1 milyar dolar), 2025'in Ocak-Kasım döneminde -44.9 milyar dolar gibi son derece yüksek bir çıkış gözlemlendi. Bu noktada verilerin geriye dönük revizyonu ve 11 aylık dönemi kapsadığını hatırlatmakta fayda var. Yaklaşık 45 milyar dolarlık çıkış aynı zamanda 2018'de -41 milyar dolar düzeyindeki zayıf performanstan bu yana en yüksek seviyeye işaret etmekte. Öte yandan borç senetlerinin global portföy akımlarını domine etme durumunda ise değişiklik yok. Çin'e 27.4 milyar dolar, Çin dışındaki dünyaya ise 226.1 milyar dolar giriş gerçekleşirken, söz konusu rakamlar 2025'e kıyasla Çin açısından hafif geride kalma, dışındaki evren içinse hafif üzerinde oluşan bir tabloyu işaret ediyor.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | genel değerlendirmeye giriş

- **2025'in, makro, para ve maliye politikaları ile risk parametreleri açısından önemli toparlanmalara ve geri dönüşlere sahne olduğunu düşünüyoruz.** Keza yıl başlangıcında paylaştığımız değerlendirmelerimizin ana teması da bu temel üzerinden şekillenmekteydi. KKM gibi çok önemli bir risk ve politika aktarımında sorun başlığı olan detayın masadan kalkar noktaya gelmesini son derece önemli ve değerli buluyoruz. Gerek kamu gerekse özel sektörün dış piyasalar nezdinde gerçekleştirdikleri finansmana erişim operasyonlarının rakam, çeşit ve sayı anlamında artış göstermesi, yerel para birimi cinsinden maliyetlenmelerin ciddi anlamda arttığı ve sıkışmanın yıl genelinde fazlasıyla hissedildiği ortamda, imkanı olanlar açısından kolaylık sağladı. Bilhassa bankaların gerçekleştirdikleri sendikasyonlar ile kamunun deprem bölgesinin yeniden inşasına yönelik attığı adımlar son derece önemliydi. Sadece bu sıraladıklarımızın dahi Türkiye'nin uluslararası piyasalara geri dönüşü anlamındaki değerini göz ardı etmemek gerektiğine inanıyoruz. Tüm bunlar olurken, yerel politik haber akışındaki artışın sert şekilde gerçekleşmesi ve yarattığı oynaklık, yılın ilk çeyreği ile başlayan ve ilk yarısına dek uzanan ek parasal sıkışma önlemlerinin yeniden hayatımıza girmesine neden oldu ki bu, aynı zamanda, TCMB'nin bağımsızlığı ve gerektiğinde sıkışma yönlü adımlara genişleme döngüsünün içerisinde dahi geri dönüş yapabileceğinin teyidi anlamında önemliydi. Her ne kadar kısa vadeli fon akımlarında ilk etapta çıkış gözlemlense de devam eden süreçte dezenflasyon patikasına olan bağlılık ve bir şekilde yürürlükte kaldığına yönelik iknaların sonuç vermesi, ülke risk primindeki azalışın, eurobondlar ile başlayan ve yerel tahviller ile devam eden faiz hadlerinin gerilemesine ve sınırlı da olsa hisse senetleri tarafında yabancı aktivitesinin arzu edilen ölçekte olmasa da kıpırdanmasına zemin hazırladı.
- **«Volatilité» kavramı bizi yalnız bırakmadı.** Yerel haber akışındaki hızlanma, makro beklentilerin yanında sermaye piyasaları etkileşimleri ve gelecek dönem beklentileri üzerindeki ağırlık açısından da önemliydi. Para politikasında tüm bu akışa rağmen olması gereken patikanın dışında bir alana geçişin gerçekleşmemesi, olası güven erozyonunu engelledi. Bakan Şimşek'in uluslararası düzeyde sağladığı sıkı temas ve Türkiye'de yürürlükteki ekonomi programını fırsat bulduğu her platformda yatırımcılara anlatması, haber akışındaki hızlanma ne boyutta gerçekleşirse gerçekleşsin, muhtemel tahribat beklentilerini sınırladı ve güvenin korunmasına imkan tanıdı. Tüm bunları takiben yılın ikinci yarısında yeniden politika faizinde indirim döngüsüne giriş yapılması ve yaz ayları ile son çeyreğin başlangıcındaki enflasyon yükselişinin Kasım-Aralık döneminde mevsimsel etkilerin de desteğiyle sönümlenmesi gibi gelişmeler kayda değer fayda sağladı.
- **Makrodaki toparlanmanın fiyatlamalara yansımadığı bir yıl.** Değerlendirmeye açtığımız başlıklara uzaktan bağımsız bir çerçevede baktığımızda, genel ekonomik yapıda ve risk parametrelerinde önemli toparlanmalar olduğunu söylemek yanlış olmaz. Ülke risk primindeki azalışın yıl başlangıcındaki beklentimize paralel ve bir miktar da üzerinde ivmeyle <250bp şeklinde gerçekleşmesi ve yılın son diliminde 200-210bp aralığına gerilemesi ciddi derecede pozitif bir gelişme. Her ne kadar Hazine'nin dış borçlanması risk primindeki azalış öncesinde tamamlansa da 2026'ya taşınacak pozitiflik anlamında önemli. **Büyümenin globaldeki tüm belirsizlik başlıklarına rağmen %3.5-4.0 aralığında kalması, enflasyonun büyük oranda piyasa beklentileri paralelinde ve fakat TCMB öngörüsü üzerinde %31'de gerçekleşmesi, kredi derecelendirme kuruluşları nezdinde gelinen son durum, cari dengenin enerji fiyatlarındaki gerilemenin desteği, iç talepteki seyrir ve ons altındaki yükselişe rağmen alınan tedbirlerin desteğiyle rahatsız edici olmayan seviyelerde takip edilmesi bizim açımızdan pozitif tarafa not edilen başlıklar konumunda.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | genel değerlendirmeye giriş

- **Ayrışma.** Tüm bu bahsedilen gelişmelerin aksine yerel varlık fiyatlamaları yatırımcılar açısından zorlayıcı patikada gerçekleşti. Her ne kadar yıl başlangıcındaki beklentilerimizin çıkış noktasını «alternatif getirilerin zorlayıcı olması» başlığı şekillendirse de fiyatlamalara geçişini tahmin etme boyutumuz geride kaldı. Bilhassa Mart'ın ikinci yarısını takiben politika faizinde yeniden artırıma gidilmesi, para piyasası fonları ile mevduatlara geçişi ve yerleşme süresini uzattı. Türk lirası, reel anlamda değerli kalmaya beklentilerimiz paralelinde devam ederken, EURUSD paritesindeki beklenmeyen-sürpriz yükseliş ve sepet kura yansıması sayesinde ihracatçı kesimdeki rahatsızlıkların kısmen dengelenmesine imkan tanıdı. Türk lirası cinsinden bono/tahvil faizlerindeki geri çekilme hızı beklentimizin gerisinde kalırken, ana belirleyici unsurun enflasyon beklentileri kaynaklı olduğunu belirtelim. **Özetle, 2025, fiyatlama öngörülebilirliği açısından son derece zor bir yıl olarak hatırlanacak.**
- **Borsa İstanbul.** Farklı birçok etkenin fazlasıyla devrede olduğu bir yılı tamamladık. Zordu. Zorlandık. Zorlanıldı. Halka açıklık süresi uzun, finansal yapıları kuvvetli, yatırımcı ilişkilerine önem veren, gelecek beklentileri sağlam ve BIST ağırlığı yüksek şirketlerin teveccüh görmekte zorlandığı, geri plana atıldığı, ciddi iskonto oranlarına değerlendirme ve belirli rasyolar nezdinde ulaşmasına rağmen talep kanalının çalışmadığı, fiyatlama dinamiklerinde belirli dönemlerde ağırlığı artan şekilde anomalinin gözlemlendiği yatırımcı davranışları takip edildi. Klasikleşmiş davranış kalıplarının fazlasıyla dışına çıkıldığı yılda endeks değişikliklerinin de etkisiyle BIST 100 ile kıyaslamalı performansların geride kaldığı görüldü. Karşılaştırma etkisinin bozulması, yılın ilk yarısı ile üçüncü çeyreğinde rotasyonlarda artışa neden olurken, birçok önemli şirketin piyasa değerlerindeki ciddi düşüklük bir noktanın ardından sektör ve şirketler arası geçişlerin hız kaybetmesini ve hacim daralmasını tetikledi. Kuşkusuz tüm bu değerlendirmelerin başlangıç noktası ise alternatif getirilerin cazibesi ve zaman aralığı olarak uzamasıydı. Böylece hisse senetlerindeki oynaklık artışı destekli kayıpların fazlalaşması ile yarattığı moral bozukluğunun portföylerdeki pay azalışlarını hızlandırdığı görüldü.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2026 makro beklentilerimiz

- **Makro düzelmenin devam edeceğini düşünüyoruz.** Türkiye ekonomisi, Mayıs 2023 seçimlerinden sonra gerçekleştirilen ekonomi yönetimi değişimi ile birlikte Bakan Şimşek önderliğinde riskli alanlarındaki açıklarını birer birer kapatarak geçirdiği 2 yılı geride bıraktı. Ödemeler dengesinde bir dönem «kriz» olarak adlandırılabilir nokta doğru ilerlenen gidişat çok ciddi anlamda pozitif düzelmeye çevrilirken, cari açık, enerji fiyatlarından gelen önemli destek ve dış finansmana erişimin «her anlamda» çok daha kolay bir pozisyona geçmesi paralelinde GSYH içerisindeki payı rahatsızlık vermeyecek düzeylere geriledi. Ülke risk primindeki yükselişin en önemli katkı veren başlıklarından birisi olan KKM'den çıkış süreci neredeyse tamamlanırken, TCMB rezerv pozisyonu hem düzeldi hem artıya döndü hem de uluslararası alanda kabul edilen noktalara doğru yükseldi. Büyüme kompozisyonu büyük oranda dengelenirken, devam eden makroihtiyati önlemlerin etkisiyle iç talep sert şekilde olmasa da ivme kaybetti. Enflasyon ise programın belirleyici unsurlarından birisi konumundaki lira pozisyonlanması paralelinde mal grubundaki yavaşlama ile arzu edilen ölçekte hız kesme de hizmetler tarafındaki geçmişin yükü ile taşınan yapışkanlık etkisinde %30'un üzerinde kaldı. Ancak, yine de enflasyonda geçilen yolu, her kesimi aynı ölçekte mutlu etmese de beklentilerdeki toparlanmayı ve yüksek çift haneli seviyelerden artık 2026 itibarıyla %20'li rakamları telaffuz noktasına gelmesini önemseyeceğimizi bir kez daha yinelemekte her anlamda fayda görüyoruz. Tüm bunların neticesinde ise uluslararası kuruluşlar nezdinde kredi notu ve görünüm düzeltmeleri gerçekleşti.
- **2025 başlangıcında «2026 için önce 2025» mottosunu belirlemiştik.** Yıl içerisindeki makro gelişmeler ve bilhassa enflasyonun %30'lu seviyelerdeki olası patinajına yönelik yaptığımız kuvvetli atfı maalesef bizleri haklı çıkardı. 2026'ya ise son 2 yıldaki makro toparlanmanın «pozitif» gölgesinde girdiğimizi düşünüyoruz. Üstelik dış alemdaki «seçici» pozitif gelişmeler de bizim lehimize. Gelişmiş ülke ekonomilerinde ABD hariç büyük oranda enflasyondaki yüksek seviyeler ortadan kalktı. Ancak, doğal olarak pandeminin tortusu devam ediyor. Para politikalarındaki gevşeme döngüsü önemli ölçekte gerçekleşirken, bir sonraki hamlenin sıkılaşma yönlü olması için henüz koşullar uygun hale gelebilmiş değil ki burada en fazla tartışmalı pozisyonda yer alan ECB'dir; orada dahi 2026'da 1x25bp ihtimali indirim tarafında masadan tam anlamıyla kaldırılmıyor. Ek olarak, yönetimde gerçekleşecek değişikliğe rağmen istihdam piyasasındaki ivme kaybının son 4-5 ayda öne çıkarılması paralelinde ABD'de faiz indirimlerinin devam etme olasılığı son derece yüksek. Aralık sonu itibarıyla swap piyasalarındaki fiyatlamalar 2x25bp fiyatlamasından yana eğilimi muhafaza ediyor.
- **Risklerimiz yok mu? Elbette var.** Tartışmasız en büyük risk, yılın başlangıcı ile birlikte <%30 patikasına girmesi çok yüksek ihtimal olan enflasyon ile birlikte para politikasındaki gevşeme adımlarının büyümesi ve bunun iç talebi destekleyerek –asgari ücretten gelecek kısa vadeli destek+özel sektör ayarlamaları eşliğinde–büyümeyi hızlandırması. Ayrıca, enflasyonun yıl ortalamasında %25-30 aralığında şekillenecek olması kimi özel sektör fiyat ayarlamalarının bu seviyelerde ve hatta üzerinde yapılması riskini canlı tutuyor. Ayrıca, 2025'te sık sık karşılaştığımız üzere, yerel ve jeopolitik haber akışı kaynaklı oluşabilecek kısa vadeli riskler de yine göz ardı edilmemeli. Risk senaryolarımız arasında 2026 yılı için erken seçim ihtimali yer almıyor. Ancak, 2027 ile birlikte bu konuya yönelik tartışmaların daha yüksek sesle gündeme gelme olasılığı olduğunu da belirtelim. Global cepheden ise yürürlüğe konulan tarifeler kaynaklı kısa vadeli enflasyonist baskılar, Fed başkanlığı değişim süreci, jeopolitik başlıklar ve risk iştahındaki değişimin dış fonlama ve maliyetlenme üzerinden muhtemel etkilerini de gözlemlemeye devam edeceğiz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2026 makro beklentilerimiz

○ Nasıl bir çerçeve belirledik?

- ✓ *Öncelikle bir kez daha şu konuyu netleştirmekte fayda görüyoruz: global konjonktür son derece kaygan ve değişken. Çoklu ve farklı risk başlıkları eş zamanlı ya da birbirinden ayrı zaman dilimlerinde geçmişe kıyasla daha sık frekansta belirebiliyor. ABD’de değişen siyasi yönetim ile birlikte ülkelerin alışlagelmiş davranış kalıpları da farklılaştı. Bu da maliye ve para politikalarını ayrıştırırken sınırlarını da zorlayabiliyor. Öte yandan jeopolitik risk başlıkları çok kısa zaman dilimleri içerisinde aniden belirip orta-uzun vadeli yapısal politika dönüşümlerine zemin hazırlayıp siyaset ve ekonomideki ezberlerin değişimini hızlandırabiliyor. Üstelik tüm bunları gelişmekte olan ülkeler evreninde NŞA senaryosu altında tahminlemenin ayrı zorlukları var; Türk sermaye piyasalarının yakın dönem oynaklık seviyeleri ve haber akışı frekansını gözettiğimizde projeksiyona oturtmanın ayrı. Bu nedenle yıl başlangıcında paylaştığımız beklentilerimizin her çeyrek sonunda makro veri setimizi güncellememiz kaynaklı değişebileceğini önemle hatırlatmak isteriz.*
- ✓ Şirket modellerimizde değerlemeye ulaşmak için kullandığımız Türkiye ekonomisi GSYH beklentimiz 2026 yılı için %3.5. Trend büyüme düzeylerimiz olarak kabul edilen %4'lü seviyelerin gerisinde kalındığı, ancak, risklerin yukarı yönlü gerçekleşebileceği bir senaryoyu baz alıyoruz. Burada büyüme açısından iki pozitif risk unsuru, AB'nin Almanya'nın geri dönüşü ile ihracat pazarımız olarak katalizör sunması ve faiz indirim döngüsünün enflasyon patikasındaki geri çekilmenin açacağı oyun alanı ile iç tüketim üzerinden desteklenmesi olabilir. Ancak, bankacılık sektörü kısmında çok daha detaylı tartışacağımız üzere, yürürlükteki regülasyonların en iyimser düşüncede yılın son çeyreğine dek geçerli olacağını değerlendirdiğimizden, otoritelerin herhangi bir tüketim kanalı sürprizine izin vermesini beklemeyiz. 2025'te ihracatçı kesimin reel lira değerlenmesine karşı belirttiği negatif düşüncelerin telafisindeki en önemli değişken kuşkusuz EURUSD paritesindeki 1.20 hareketi oldu ki bu da sepet kuru yükseltme anlamında destekledi. 2026 yılına dair tahmin etmekte en fazla zorlandığımız kısımlardan birisi de paritenin seyri. Amerikan dolarının min. 1 yıl vadeli öngörüsü noktasında uluslararası yatırım bankalarının da ayrıştığını gözettiğimizde sürpriz unsurunun bu kanal üzerinden de gelme ihtimalini yıl içerisinde yakından izleyeceğimizi akıllardan çıkarmamakta fayda görüyoruz.
- ✓ Güvenli alanda kalmak ve profesyoneller dışında kalan kesime ait enflasyon beklentileri seyrini bir süre daha yakından izlemek adına TÜFE kapanışı olarak %25.50 seviyesi ile çalışıyoruz. Ekonomi yönetiminin beklentileri çıpalamak adına yeni yıl zamlarında gösterdikleri özeni olumlu karşılıyor ve enflasyon nezdinde riskleri yıl başlangıcı ile birlikte aşağı yönde sınırlamak istediklerini görüyoruz. Beklenti patikamız, yılı karşılamamız ile birlikte <%30 patikasına giriş ve ilk yarı itibarıyla %25-26 civarında yatay seyirde ilerlenmesi. Şayet aylık enflasyon patikası <%2 ve hatta 3Ç dönemine dek ≤%1.75 şeklinde ilerlemeyi başarır ise yıl kapanışı için ≤%24 senaryolarının geçerli olabileceğini değerlendirdiğimizi eklemek isteriz. Ancak, yine de %25 seviyesini pivot kabul ederek +/- 2 yüzde puan ile yılı değerlendirmek çok daha güvenli ve sağlıklı olacaktır. Böylesi bir enflasyon patikası projeksiyonunda yine reel lira değerlenmesinin olası negatif sürprizleri minimal düzeye çekmek ve faiz indirim döngüsünde Türk lirası cinsinden varlıklardaki pozisyonlanmayı sürdürmek anlamında en önemli belirleyici rolünde olacağını da ifade edelim.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2026 makro beklentilerimiz

○ Nasıl bir çerçeve belirledik?

- ✓ USDTRY kuru için 51.00 seviyesini belirlerken, EURUSD paritesinde forward kur beklentileri paralelinde 1.20 seviyesini baz alıyoruz. Reel lira değerlenmesini ana oyun planımız içerisinde tutmaya devam ederek bir çerçeve çizmeye çalıştık. Zira enflasyonda arzu edilen patikada ilerlemenin ana çıkış noktasının hala daha bu olduğu kanaatindeyiz ki düşünce olarak da doğru bulduğumuzu 2024 ve 2025 Strateji Raporlarımızda birçok kez belirtmiştik.
- ✓ 2026 kapanışında referans almak üzere belirlediğimiz politika faizi düzeyi %30. Ancak, enflasyon beklentilerimizi şekillendirdiğimiz maddede belirttiğimiz iyimser senaryonun devreye girme hızına göre politika faizi açısından riskler açık şekilde aşağı yönde belirebilir. Öte yandan kredi büyüme hızı ve diğer regülasyonlarda dezenflasyon sürecinin devamlılığı açısından yılın çok büyük bir kısmında değişiklik beklentisinde olmadığımızdan kredi faizi maliyetlerine geçiş daha sınırlı ve zamana yayılır şekilde olabilir. Ayrıca, belirli seviyelerde reel faiz verilmesi düşüncesinin korunması gerektiğini ve korunacağını da düşünüyoruz. Aksi durumda KKM'nin sonlandığı ve likiditenin yatırım fonlarında TL ve YP cinsinden varlıklara kanalize olarak ciddi bir birikimin olduğu bu ortamda yerel yatırımcıların portföy tercihlerinde sert geçiş istekleri her ne kadar yakın geçmişe kıyasla risk derecesi anlamında azalmış olsa da belirme ihtimali göz ardı edilmeyecektir. Bu tarz bir negatif sürprize karar alıcıların da izin vermeyeceğini ve bir süre daha «gerçekleşen enflasyona» göre düzeltilmiş politika faizi yaklaşımını koruyacakları kanaatindeyiz.
- ✓ 2026'yı GSYH'nin %1.5'i civarında (25 milyar dolar) cari açık ile kapatmayı bekleriz. Mayıs 2023 sonrası dönemde, 2 yılı aşkın süredir, genel kabul görmüş ekonomi ve para politikalarına geri dönüşün pozitif çıktıları en ciddi anlamda ödemeler dengesinin seyri ve alt kalemlerinde hissediliyor. Bilhassa özel sektörün dış finansmana erişiminde sağladığı kolaylık, yerel para birimi cinsinden maliyetlerin sıkı para politikasının doğal çıktısı şeklinde arttığı bu dönemde kısmen de olsa nefes alımına imkan tanıdı. TCMB verilerine göre, Ocak-Ekim döneminde bankaların uzun vade borç çevirme rasyosu yıl ortalamasında %165, diğer sektörlerin ise %144 düzeylerinde gerçekleşti. Söz konusu rakamlar 2022 yılı ortalamasında sırasıyla %88 ve %157, 2023'te ise %91 ve %118'de oluşmuştu. Ayrıca, Ekim 2025 verisinden yola çıkarak yaptığımız benzer hesaplama göre, bankaların 12 ay ortalamada uzun vade borç çevirme rasyosu %177, diğer sektörlerin ise %168'de oluşmakta. Aynı hesaplama ile ulaştığımız sonuçlar Mayıs 2023'te sırasıyla %87 ve %135 olarak karşımıza çıkarken, 12A toplam cari işlemler açığı ise -56 milyar dolar düzeyindeydi (Ekim 2025: -22 milyar dolar).

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2026 yatırım stratejilerimiz

- İlk kez 2024 başlangıcında yayımladığımız Strateji Raporumuzda paylaştığımız ve endeks hedef değerine ulaşırken kullandığımız varsayımlarımıza ait (makro tahminlerimiz, risksiz faiz oranı ve değerlemelerimize dahil ettiğimiz diğer önemli kalemler) güncellemeleri içerir data setine 2025'te karşılaştırmalı şekilde yer vermiştik. Benzer uygulamamızı bu yıl itibarıyla da devam ettiriyoruz.
- Kısaca 2025 başlangıcındaki varsayımlarımızı hatırlamak gerekirse:
 - ✓ 2024'e %28 seviyesinde başladığımız risksiz faiz oranı seviyemizi 2Ç ile birlikte %30'a çekmiş ve yılı da bu düzeyde tamamlamıştık. Yaptığımız son değerlendirmeler ışığında 2025 için risksiz faiz oranı (risk-free rate) düzeyimizi %25 olarak belirliyor, 2026'da %22, 2027 ve sonrasında ise %20 olarak varsayıyoruz. Ülke risk primi için 2024'teki %6 seviyesinden sınırlı aşağı yönlü güncelleme ile %5.5'i kullanıyoruz. 2026 ve sonrasında ise %5 ile devam ediyoruz. Böylece tahmin ufkumuz içerisinde olabilen en sağlıklı değerlemeyi çıkarmaya çalıştığımızı bir kez daha belirtelim.
- Peki, 2026'ya başlarken hangi noktadayız?
 - ✓ Geride kalan yılın başlangıcında yaptığımız değerlendirme girdileri ayarlamalarının ardından 2025'i aynı ekseninde bekle-gör politikasında geçirdik. Bu kararı almamızda en önemli iki etken, enflasyonun %30'lu seviyelerdeki seyrini daha yakından izlemek ve ikna olmayı istememiz, diğeri ise enflasyon muhasebesinin azalmakla birlikte devam eden etkilerinin şirket finansallarını uzun vadede tahmin etme noktasında oyun alanımızı kısıtlamasıydı. Ayrıca, tüm bunların çıkış noktası olarak da girdileri belirlerken gösterdiğimiz özene olan güvenimizdi. Bu nedenle 2025'te her çeyrek sonunda tekrar gözden geçirdiğimiz veri setimizde herhangi bir değişiklik yapmazken, 2026'ya da aynı ekseninde giriş yaptığımızı ifade etmek isteriz. Buna göre, risksiz faiz oranı nezdinde (risk-free rate) olarak 2026 yılında %25, 2027'de %22 ve sonrasında %20 ile çalışıyoruz. Böylece 10 yıllık dönem için ortalamamız %20.70'te oluşuyor. 2026'da enflasyonun seyri, 10y vadeli tahvil faizinin hangi noktada nasıl bir likidite ile şekilleneceği ve gelecek dönem beklentilerimizde majör bir etki yaratıp yaratmayacağına göre risksiz faiz oranımızda bir sonraki ayarlamamızın aşağı yönlü olma ihtimalini masadan kaldırmadığımızı eklemekte fayda görüyoruz. Ülke risk priminde ise uzun bir aranın ardından %5.5'ten %5'e geçiş yapıyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | Mayıs 2023'ten 2026'ya...

- 2 yılı aşkın süredir yerel varlıklara yönelik risk algılamasındaki toparlanmayı mutlulukla karşılıyoruz. Ancak, sıkı para politikası, yerel, global ve jeopolitik haber akışlarının gölgesinde bahse konu iyimserliğin fiyatlamalara genele yayılır şekilde sirayet etmekte zorlandığını görüyoruz.
- Ayrıca, Türk yatırımcıların artan yerel haber akışı karşısında alternatif getirilerin yarattığı ve nispeten risksiz görülen alan içerisinde kalmayı —anlaşılır ve saygı duyulur şekilde— tercih etmelerinden kaynaklı KKM'den çıkış sürecinde likiditenin diğer finansal ürünlere kanalize olmasında beklenen durum gerçekleşmedi.
- Özellikle Türk hisse senetleri bu durumdan en ciddi negatif etkilenen grup konumunda. Yabancı yatırımcı ilgisinin kredi notu güncellemeleri ve CDS'teki geri çekilmeye rağmen ciddi ağırlıkta carry trade kanalı üzerinden şekillenmesi de bir diğer belirleyici unsur olarak karşımıza çıktı. O nedenle değerlemelerin işaret ettiği fiyatlama patikasına geçişte ciddi anlamda zorlanma ve patinaj yaşandı.
- 2026 için en yüksek derecede önem attığımız pozitif katalizör, enflasyonun seyri ve geniş kesimleri ikna süreci olacak. Şayet bu başlık altında başarı elde edilebilir ise para politikasındaki gevşeme döngüsünün devamı beklentimizle birlikte yıl ortası ve sonrasına denk gelecek zaman dilimi içerisinde Türk varlıklarında «yeniden fiyatlama» eğilimi sanıldan çok daha güçlü şekilde belirebilir. Ancak, yine de tam anlamıyla ikna olma sürecinin tamamlanmasını beklemek ve şirket finansallarındaki toparlanmanın momentum kazanımına paralel alternatif getirilerdeki azalış ve yatırımcıların portföy tercihlerinde çeşitlendirme isteğini bir adım öne çıkarmalarını beklemekten başka bir şansımız olduğunu şu aşamada düşünmüyoruz.
- Mayıs 2023'ten bu yana paylaştığımız farklı raporlarımızda sürekli yer verdiğimiz üzere, ülke risk primindeki azalış ve kredi notu (+görünümü) güncellemeleri bizim açımızdan sürpriz değil. Geline nokta «durağan» görünüm ve not seviyelerindeki eşitlik dikkate alındığında, derecelendirme şirketleri açısından da bekle-gör eğiliminin ağır bastığı bir durum söz konusu. 2025 için de hisse senetleri açısından en önemli riskin alternatif getirilerin yarattığı cazibe olduğundan bahsederek raporumuzun temasını oluşturmuştuk. Ancak, yıl içerisindeki ek parasal sıkılaşma ve dezenflasyon sürecindeki sarkma (uzama) BIST üzerindeki ağırlığını çok daha sancılı şekilde hissettirdi.
- Nette tüm bu olan biteni «fiyatlamalar» anlamında özetlemek şu şekilde mümkün olsa gerek: makro görünümdeki düzelme ve risk primindeki ciddi azalış, para politikasındaki sıkılaşmanın doğal etkisiyle alternatif getirilerin ağırlığını ciddi anlamda artırdı. Gerek lokal gerekse global yatırımcılar, enflasyon muhasebesinin yarattığı kafa karışıklığı ve finansalların okunmasında getirdiği zorluk ve teknik bilgi yeterliliğinin yanında geleceğe yönelik projeksiyon kurmakta güçlük çektiler. Bu süreçte şirketler kesiminin de yönlendirme yapmaktan çoğunlukla çekinmesi, kısmen ise zorlanması, sadece net kar odaklı ilerleyen grup açısından BIST'i geri plana itti. Türkiye'nin son 10 yılda uluslararası portföylerde azalan ağırlığı ile birlikte carry trade kavramı öne çıktı ve girişlerin çeşitlenmesine engel oldu.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2026 yatırım stratejilerimiz

- Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere yönelik beklentilerimizde, makro veri setimiz ve değerlemede kullandığımız diğer girdilerle birlikte yaptığımız güncellemeler neticesinde BIST 100 endeksi için 12-ay hedef fiyat seviyemizi 15600 olarak belirliyoruz. Söz konusu rakam, son kapanış verisi ile birlikte %36 yükseliş potansiyeline işaret etmekte.
- 2025 Strateji Raporumuzda BIST 100 endeksine yönelik 12-ay hedef fiyat seviyemizi 14000 olarak belirlemiş, yıl içerisindeki gelişmeleri takiben 22 Temmuz 2025 tarihinde yayımladığımız Strateji Güncelleme & 2Ç25 Kar Tahminlerimiz başlıklı raporumuzla birlikte ise 13450 puan seviyesine aşağı yönlü revize etmiştik. Bahse konu hedef fiyat seviyesinin belirlenmesinde Araştırma kapsamımızdaki şirketlere yönelik beklentilerimiz neticesinde ulaştığımız uzun vadeli hedef fiyatlar ve bunların toplamının ifade ettiği potansiyelin etkili olduğuna daha önceki farklı birçok notumuzda değinmiştik. Ayrıca, ülke risk primini de dahil ederek ülke risk primi iskontosu/getiri potansiyelini de nihai rakama ulaştırırken yansıttığımızı hatırlatmakta fayda görüyoruz.
- Hedef fiyat seviyemize yönelik riskleri şu aşamada «*dengeli*» olarak değerlendiriyoruz. Neden?
- ✓ **Enflasyon.** 2 yıl öncesine kıyasla gerilemekle birlikte halihazırda yüksek çift haneli rakamlardaki seyir devam ediyor. 2025'te aylık bazda oynaklığı bir hayli yüksek bir patikada gerçekleşmeler takip edildi. Bu nedenle 2026'ya sarkan baz etkisi hikayesi önceki yıllarda olduğu üzere yine bizlerle olacak. Yıl başlangıcı ile birlikte <%30, yıl ortasında ise %25 etrafında bir noktaya gelmesi kuvvetle ihtimaller dahilinde olan TÜFE'nin BIST cephesinde satın alınma potansiyeli gayet yüksek. Ancak, kısa vadeli beklentilerin fiyatlamalar üzerindeki sert yukarı yönlü etkisinin ardından sürdürülebilirliğinde bir takım sorunlar olduğunu geride kalan yılda fazlasıyla deneyimledik. O nedenle başta beklentiler olmak üzere, 2026 kapanışına yönelik düşünceler etrafında yatırımcıların buluşması ve devamında orta vadeli projeksiyonların daha yüksek sesle dile getirilmesi aşaması arasındaki nokta hisse senetlerine yatırım yapan kesim için de «geçiş dönemi» niteliğinde olacak. Neticede yılın ikinci yarısına doğru ilerlenecek herhangi bir zaman dilimini –yüksek olasılıkla ikinci çeyreğin ortaları- BIST için daha yüksek katalizör olarak değerlendiriyoruz.
- ✓ **Faiz.** Burada kastettiğimiz, politika faizinden mevduat, para piyasası ve tahvil faizlerine uzanan geniş evrenin tamamı. Elbette odakta mevduat faizleri yer alıyor. Zira alternatif getiri konusu, hisse senedi yatırımcısının baş ağrısı. TCMB'nin, ekstra bir durum oluşmadıkça, NŞA'da, politika faizinde ara vermeden indirim patikasını koruyacağı kanaatindeyiz. 2025'in son diliminde ara verilmeden faiz adımlarında ayarlamalar yapılması bu düşüncemizi teyit ediyor. Kuşkusuz bunun en önemli yansıması mevduat faizlerinde maliyet yönlü olacak. Tahvillerde, eğrinin kısa vadeli tarafı büyük oranda politika faizi ile hareket ederken, 5-10 yıl vadede henüz kuvvetli geri çekilmeler gözlenmedi. O nedenle ne zamanki tahvillerin uzun tarafında faiz hadleri girişlerle birlikte kuvvetli aşağı yönlü seyir içerisine girer, bu eğilimin çıktısı BIST nezdinde yeniden fiyat ayarlamaları ve beklentileri şekillendirme olarak yansır. Yeni yılda izleyeceğimiz en kritik süreç bu olacak.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Likidite problemi ve farklı sebepler.** Uzun yıllar önce tahvil piyasası ile başlayan ve devamında FX piyasalarına sirayet eden likidite azalışı problemi, birkaç yıldır Türk hisse senetleri için de geçerli. Pandemi süreci ile başlayan yerli bireysel yatırımcı sayısındaki anormal artış her ne kadar zaman içerisinde büyük oranda konsolidasyon gösterse de ağırlığı devam ediyor. Bunun yanında Mayıs 2013 sonrası süreçteki azalan yabancı kurumsal aktivitesi ve artan farklı işlem yapılarının frekansı, likidite kurumasında belirleyici faktörler olarak karşımıza çıkıyor. Son olarak, Mayıs 2023 sonrası dönemde, bilhassa 2024-2025 geçişi ve devamında, artan alternatif getirilerin oluşturduğu ağırlık, nispeten daha güvenli getiri sunan ve oynaklığı düşük finansal enstrümanlarda kümeleşme eğilimini hızlandırdı. Tüm bunların neticesinde BIST açısından dönem dönem kümülatif bazda, çoğunlukla ise hisse senetleri nezdinde likidite problemleri yaşanmakta. Bu da temel-teknik analiz bağlamında hareket edilmesini, orta-uzun vadeli bakış açısının benimsenmesini, bilanço beklentilerinden şirketlere ait haber akışlarının sağlıklı şekilde satın alınıp/satılmasını zorlaştırıyor. **2026 yılına yönelik beklentimiz, yıl içerisinde, likidite koşullarının 2025'e kıyasla biraz daha iyi olması ve işlem hacimlerinin «kümülatifte» artması.** Yıl içerisinde ortalamada yüksek kalmaya devam etmekle birlikte azalış patikasında ilerleyeceğini düşündüğümüz politika faizinin yardımıyla alternatif getirilerdeki ağırlığın hafiflemesi ve bunun da portföy çeşitlendirmesi isteğini desteklemesi bekliyoruz. Yabancı yatırımcı aktivitesinde ise oyun değiştirici düzeyde kayda değer toparlanma olacağı beklentisinde henüz değiliz. Bu kapsamda yılın ikinci yarısı, enflasyon patikasının seyri ve 2027'ye yönelik erken seçim senaryolarının ne ölçekte sesli şekilde tartışılacağı gibi başlıklar yakından izlenecek. Ayrıca, son 12 yılda Türk varlıklarının global portföyler nezdinde azalan ağırlığı da bu konu tartışılırken mutlak surette dikkate alınmalı.
- ✓ **Risk algısındaki düzelme.** Tartışmaya kapalı olduğunu düşündüğümüz bir diğer konu ise Türkiye'ye yönelik risk algılamasındaki pozitif değişim. Son 2.5 yılda ülke risk priminin azalışına yönelik birçok önemli normalleşme adımı atıldı, uluslararası mecralarda temaslar kuruldu ve ekonomi programı yabancı yatırımcılara defalarca anlatıldı, gidişatı hakkında bilgilendirmelerde bulunuldu. Tüm bunların neticesinde ülke kredi notu düzeyimiz ve görünümümüzde yukarı yönlü güncellemelere gidilirken, CDS primimiz de azaldı. Her ne kadar Aralık ayındaki geri çekilmeyi çok büyük oranda yıl sonu fiyatlamaları, azalan işlem hacmi aktivitesi ve gelişmekte olan ülke piyasalarında son portföy ayarlamaları isteğinde olan fon yöneticilerinin eğilimleri çerçevesinde okumayı daha sağlıklı bulsak da genel trendin azalış yönlü olmasını hem bekliyorduk hem de çok daha fazla yılın geneline yayılacağını düşünüyorduk. Ancak, yerel haber akışındaki hızlanma ve jeopolitik risklerdeki artış sanıyoruz ki bu düşüncemizi yıl genelinde törpüledi. **Genel yaklaşımımız, 2026 yılında da ülke risk primindeki azalışın devam etmesi ve uzun vadeli trendine doğru yakınsama isteğini koruması.** Ancak, dış piyasalarda genel olarak fiyatlamalarda düzeltme isteğini yılın ilk çeyreğinde beklememiz kaynaklı Türkiye CDS'inde de artan korelasyonla birlikte sınırlı da olsa değişim görülme ihtimali söz konusu. Nette genel düzelme eğiliminin devamı ana senaryomuz. Ülke kredi notlarında ise enflasyonun seyri ile paralel ilerleme olacağı kanaatindeyiz. TCMB ve OVP'nin işaret ettiği patikaya doğru ilerleme olması ve daha aşağı seviyeler için ikna kanalının kuvvetlendiği noktada 1'er basamak artırım kararlarının ihtimaller dahilinde olduğunu değerlendiriyoruz. Ancak, genel yaklaşımımız çok büyük oranda bekle-gör ve 2026'nın son dilimi ile 2027'de adımların atılabileceği yönünde.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

✓ Yerel varlıklara dair yaklaşımlarımızı özetlemek gerekirse:

- ❑ **BIST.** 2025, son derece zor bir yıldır. Temel analiz ile yaklaşan kesimi her anlamda zorladı. Farklı birçok negatif etkenin devreye girmesi beklediğimiz/beklenen toparlanma sürecini ciddi anlamda öteledi. Bu değerlendirmemizi sadece BIST 100 seviyesine bakarak yapmaktan ziyade sektör/şirket özelinde ve halka açıklık süresi yüksek ve kurumsal yapıları ile bilinen şirketler özelinde yapıyoruz. **2026 başlangıcında risk iştahımız dengeli. Enflasyonun seyri yıl genelinde risk iştahının ana belirleyicisi konumunda olacak. Aylık enflasyon gelişmelerine ve PPK kararlarına olan yatırımcı bağımlılığının devamını bekleriz. Alternatif getirilerdeki azalışın ve portföy çeşitlendirme isteğinin ağırlıklı yılın ikinci diliminde devreye gireceğini düşünüyoruz. Bankacılık sektöründe en kuvvetli marjlara yıl ortasında ulaşılmasını beklememizden dolayı sektör özelinde ilginin devam etmesi gayet mantıklı. Yüksek iskonto oranları ile konumlanan ve banka ağırlığı olan holdinglerin de portföylerde yer alması kanaatindeyiz.** Fiyat seviyeleri çok ciddi anlamda ucuzlayan ve fakat sektörel haber akışı ve beklentilerin ağır bastığı havacılık sektörü oyuncularında en kuvvetli finansalların izlendiği yaz mevsimine yönelik rezervasyonlar yakından izlenecek. Sigorta sektörü oyuncularının da –istisnalar hariç- 2025'te baskılandığı görüldü. Hayat sigortacılığı ve bireysel emeklilik temsilcilerinin öne çıkması gerektiğini düşünmeye devam ediyoruz. Perakende sektöründe finansalların biraz daha toparlanmasını, faiz giderleri kaynaklı oluşan baskının genel şirketler kesimi açısından yıl ortası finansalları ile birlikte biraz daha rahatlama yaratmasını bekleriz. Faiz düzeyine duyarlılığı ile bilinen beyaz eşya ve otomotiv gibi sektörlerde en kötünün geride kaldığını değerlendirmekle birlikte, toparlanmanın ivmesi ve yaratabileceği heyecan önemli olacak. Hastane sektörü temsilcilerinin güçlü konumlananları ile pozitif ayrışmasını, savunma sektörüne olan ilginin korunmakla birlikte fiyat ve çarpan gibi kavramların biraz daha alınacak kararlarda öne çıkmasını, telekom sektöründe ise 2025 ölçeğinde olmasa da olumlu havanın devamını bekleriz. **Net/net en beğendiğimiz sektörler: bankacılık, hayat sigortacılığı, sağlık ve perakende; risk iştahımız ise dengeli.**
- ❑ **Lira.** Bireysellerin liradan vazgeçmesi için herhangi bir sebep olduğunu düşünmüyoruz. Genel koşullar destekleyici olmaya devam ediyor. Reel değerlenme beklentimizle birlikte, dış fiyatlama koşullarındaki lehimize yönelik eğilimin de destekleyici olduğu kanaatindeyiz. Risk iştahımız dengeli.
- ❑ **Bono/tahvil.** 2025'te getiri eğrisinin kısa tarafı para politikasına paralel hareket ederken, 5-10y vadeli kıymetlere giriş ve faiz düşüşü son derece sınırlı kaldı. Şayet enflasyondaki seyir beklentimiz ölçeğinde gerçekleşir ise uzun vadeli faizlerde %25 civarına gerileme ve bunun da çarpan etkisiyle başta bankacılık sektörü olmak üzere Türk hisse senetleri ve diğer varlıkları desteklemesini bekleriz. Risk iştahımız, uzun vadelielerde yüksek.
- ❑ **Eurobond.** Yıl başlangıcında uzun vadeli Türk eurobondları, barındırdıkları faiz düzeyi ile birlikte ciddi avantaj sağlıyordu. Yıl içerisindeki kredi notu gelişmeleri ve CDS azalışı ile birlikte 10y vadelide 100bp civarı gerileme izlendi. Genel olarak destekleyici koşulların devamı beklemekle birlikte, risk iştahımızın dengeli olduğunu belirtmek isteriz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ❑ **Para piyasası fonları & mevduat.** Yıl genelinde ilginin yüksek kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Para politikasında gevşeme döngüsünün korunmakla birlikte ihtiyatlı patikada ilerleyeceği kanaatindeyiz. Bu da TL cinsinden faiz getirisi olan enstrümanlara olan ilgiyi devam ettirecek. Risk iştahımız bilhassa yılın ilk yarısı için yüksek.
- ❑ **Yabancı yatırımcı ilgisi.** Önceliğimiz, 2025 paralelinde bir ilgi düzeyi olacağı. Ana değişken belirleyici, raporumuzun hemen hemen her sayfasında atıfta bulunduğumuz enflasyon başlığı olacak. Buradaki seyir ile birlikte, ek jeopolitik ve global şokların yaşanmadığı senaryoda, Türk hisse senetlerinde **«yeniden fiyatlama riski»** olduğunu değerlendirmeye devam ediyoruz. Ancak, düşük likidite, işlem hacmindeki sığ yapı ve portföylerde azalan ülke ağırlığımız, uzun vadeli kurumsal yapıların girişine engel oluyor. **«Yabancı yatırımcı»** olarak adlandırılan kimi işlemlerin çoğunlukla kısa vadeli işlemler gerçekleştiren fonlar olduğunu düşünüyoruz. Risk iştahımız temkinli-dengeli.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Model ve Döngüsel Portföylerimiz

- **Model Portföy | Strateji ve Araştırma Bölümümüz tarafından oluşturulan Model Portföyümüz 2025 yılında nominal bazda %2, BIST 100 rölatifte ise %-11 performans sergiledi.**
 - *Herhangi bir getiri hedefimizin kesinlikle olmadığı ve kısa vadeli yatırım düşüncesinden ziyade orta-uzun vadeyi hedefleyerek yönetmeye çalıştığımız Portföyümüzde son 7 yılda ilk kez negatif rölatif performans takip edilmiş oldu.*
 - *Model Portföyümüzde hiçbir şekilde temettü ödemelerini dahil etmediğimizi, repo ya da gecelik mevduat faizi getirilerini eklemediğimizi, sadece salt hisse senedi performanslarını eşit dağılımlarla yansıttığımızı, sektörel çeşitlilik gözettiğimizi ve olabildiğince uzun vadeli yatırım çerçevesinde kalarak düşük hızda hareket etmeye çalıştığımızı önemle belirtmek isteriz.*
 - **Güncelleme: Model Portföyümüzden ANSGR, KAREL, FROTO, SAHOL, CIMS A ve PGSUS çıkarıyor, Döngüsel Portföyümüzde uzun süredir taşıdığımız AGESA ve MPARK, ayrıca KLKIM ekliyoruz.**
- **Döngüsel Portföy | Strateji ve Araştırma Bölümümüz tarafından oluşturulan Döngüsel Portföyümüz 2025 yılında nominal bazda %21, BIST 100 rölatifte ise %+6 performans sergiledi.**
 - *Herhangi bir getiri hedefimizin kesinlikle olmadığı ve kısa vadeli yatırım düşüncesinden ziyade orta-uzun vadeyi hedefleyerek yönetmeye çalıştığımız Portföyümüzde son 5 yılda BIST 100'e kıyasla rölatif performans %92'ye ulaştı.*
 - *Döngüsel Portföyümüzde hiçbir şekilde temettü ödemelerini dahil etmediğimizi, repo ya da gecelik mevduat faizi getirilerini eklemediğimizi, sadece salt hisse senedi performanslarını eşit dağılımlarla yansıttığımızı, sektörel çeşitlilik gözettiğimizi, Model Portföy'de benimsediğimiz «uzun vade» kavramından ziyade sektör ve şirketlerin fiyatlama döngülerini yakalamaya çalıştığımızı önemle belirtmek isteriz.*
 - **Güncelleme: Döngüsel Portföyümüzden THYAO, MPARK ve AGESA çıkarıyor, GLCVY ve TRGYO ekliyoruz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

Güncelleme öncesi Model Portföy						
Hisse	Portföye giriş tarihi	Nominal Δ	BIST 100 rölatif Δ	2025, nominal Δ	2025, rölatif Δ	Ağırlık
TAVHL	10.05.2021	1201%	65%	9%	-5%	7.14%
FROTO	07.09.2022	249%	3%	7%	7%	7.14%
HTTBT	03.11.2022	343%	57%	-19%	-19%	7.14%
KAREL	30.11.2022	-20%	-65%	-18%	-18%	7.14%
PGSUS	27.12.2022	88%	-10%	-10%	-10%	7.14%
BIMAS	16.01.2023	354%	101%	3%	3%	7.14%
CCOLA	16.01.2023	267%	62%	0%	0%	7.14%
SAHOL	12.05.2023	119%	-7%	-9%	-9%	7.14%
CIMSA	21.06.2023	191%	33%	1%	1%	7.14%
YKBNK	21.08.2023	155%	69%	18%	18%	7.14%
TABGD	18.07.2024	6%	3%	42%	42%	7.14%
GARAN	02.08.2024	24%	13%	20%	20%	7.14%
ANSGR	29.11.2024	4%	-13%	-7%	-7%	7.14%
KCHOL	15.09.2025	0%	-7%	-1%	-1%	7.14%
Ortalama		213%	22%	3%	2%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Stratejiye bakış-yönetici özeti

Güncelleme sonrası Model Portföy										
Hisse	Portföye giriş tarihi	Nominal Δ	BIST 100 rölatif Δ	2025, nominal Δ	2025, rölatif Δ	Ağırlık	MCAP (mio USD)	Beta	İşlem hacmi, 3A ort. (mio TRY)	F/DD (x)
TAVHL	10.05.2021	1201%	65%	9%	-5%	9.09%	2,633	0.87	591	1.4
HTTBT	03.11.2022	343%	57%	-19%	-29%	9.09%	298	0.44	33	4.6
BIMAS	16.01.2023	354%	101%	3%	-10%	9.09%	7,598	1.14	3405	2.1
CCOLA	16.01.2023	267%	62%	0%	-13%	9.09%	3,869	0.95	383	2.3
YKBNK	21.08.2023	155%	69%	18%	3%	9.09%	7,509	1.48	6159	1.3
TABGD	18.07.2024	6%	3%	42%	24%	9.09%	1,292	0.76	189	2.6
GARAN	02.08.2024	24%	13%	20%	4%	9.09%	14,662	1.32	4471	1.5
KCHOL	15.09.2025	0%	-7%	-1%	-14%	9.09%	10,337	1.24	4991	0.7
AGESA	05.01.2026			42%	24%	9.09%	905	0.54	71	4.8
KLKIM	05.01.2026			15%	0%	9.09%	378	0.92	70	2.7
MPARK	05.01.2026			0%	-13%	9.09%	1,702	0.73	241	2.3
						Ortalama	4,653	1	1,873	2.4

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Stratejiye bakış-yönetici özeti

Güncelleme öncesi Döngüsel Portföy						
Hisse	Portföye giriş tarihi	Nominal Δ	BIST 100 rölatif Δ	2025, nominal Δ	2025, rölatif Δ	Ağırlık
THYAO	25.01.2022	978%	80%	-2%	-15%	9.09%
MPARK	16.01.2023	347%	98%	0%	-13%	9.09%
MAVI	12.05.2023	223%	37%	3%	-10%	9.09%
ASELS	17.07.2023	533%	260%	220%	179%	9.09%
AKBNK	21.08.2023	181%	86%	10%	-4%	9.09%
DOHOL	09.07.2024	9%	3%	19%	4%	9.09%
AGESA	02.09.2024	120%	91%	42%	24%	9.09%
ENKAI	02.05.2025	29%	3%	70%	49%	9.09%
TUPRS	18.08.2025	20%	14%	43%	25%	9.09%
BIGCH	18.08.2025	6%	0%	67%	46%	9.09%
ISMEN	27.08.2025	-9%	-9%	-8%	-20%	9.09%
Ortalama		222%	60%	42%	24%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Stratejiye bakış-yönetici özeti

Güncelleme sonrası Döngüsel Portföy										
Hisse	Portföye giriş tarihi	Nominal Δ	BIST 100 rölatif Δ	2025, nominal Δ	2025, rölatif Δ	Ağırlık	MCAP (mio USD)	Beta	İşlem hacmi, 3A ort. (mio TRY)	F/DD (x)
MAVI	12.05.2023	223%	37%	3%	-10%	10.00%	792	0.94	340	2.6
ASELS	17.07.2023	533%	260%	220%	179%	10.00%	24,480	0.77	5660	5.6
AKBNK	21.08.2023	181%	86%	10%	-4%	10.00%	8,913	1.40	7037	1.4
DOHOL	09.07.2024	9%	3%	19%	4%	10.00%	1,066	0.77	364	0.6
ENKAI	02.05.2025	29%	3%	70%	49%	10.00%	11,208	0.58	908	1.4
TUPRS	18.08.2025	20%	14%	43%	25%	10.00%	8,403	0.74	3520	1.1
BIGCH	18.08.2025	6%	0%	67%	46%	10.00%	122	0.94	77	3.7
ISMEN	27.08.2025	-9%	-9%	-8%	-20%	10.00%	1,419	1.10	252	2.1
GLCVY	05.01.2026			83%	59%	10.00%	260	0.63	72	3.2
TRGYO	05.01.2026			23%	7%	10.00%	1,729	0.69	126	0.6
Ortalama							5,839	0.86	1,836	2.2

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ❑ **Model ve Döngüsel Portföy farkı.** Bulduğumuz her fırsatta olası kafa karışıklığının önüne geçmek adına kendi durduğumuz noktadan belirlediğimiz farklılıkları anlatmaya çalışıyoruz. Bu vesile ile tekrar dile getirmek isteriz:
- ✓ **Model Portföyümüzü olabildiğince en uzun vadede düşünerek tasarlamaya çalışıyoruz.** Kısa vadeli beklentiler ile oluşturmamak temel yaklaşımımız.
- ✓ **Her iki Portföyümüzde de kesinlikle teknik analiz kullanımı söz konusu değil.** Beklentilerimizi temel analiz ile şekillendirmek gayesindeyiz.
- ✓ **Olabildiğince sektörel çeşitlilik yapabilmek, piyasa koşulları da izin verdiği ölçekte, yine bir diğer hedefimiz.**
- ✓ **Aynı grup çatısı altında olan şirketleri ya elemine etmek istiyoruz ya da sayısını az tutmaya çalışıyoruz.**
- ✓ **Kısa vadeli getiriden ziyade orta-uzun vadeli bileşik getiriye odaklanıyoruz.**
- ✓ **Her iki Portföyümüzde de BIST 30 ve BIST 100 ile korelasyon, beta ve volatilité gibi önemli hesaplamaları takip ediyor, kopma yaşandığı durumlarda müdahale etmekten çekinmiyoruz.**
- ✓ **Döngüsel Portföyümüzü oluştururken yola çıkış noktamız iki başlık üzerinden şekillenmişti: i) sadece Model Portföy içerisindeki hisseleri odak noktamıza aldığımızda, yatırımcılarımıza diğer fırsatları anlatmaktan geride kaldığımızı düşünmemiz ii) Portföyün isminde de yer aldığı üzere, «döngüsünü yeniden yakaladığını düşündüğümüz» şirketlerdeki geri dönüş hikayesinin içerisinde yer almak.**
- ✓ **Elbette zorlu piyasa koşulları –alternatif getirilerdeki artış, jeopolitik riskler, daha derinleşen likidite problemi, devam eden yabancı çıkışı gibi- eş zamanlı çift portföy yönetiminde çok daha dikkatli olmamızı mecbur kılarken, bizleri de her anlamda zorluyor.** Ancak, şu aşamada yaklaşım tarzımızın doğru olduğuna inanıyor ve bu uygulamamızı fiyatlama koşulları izin verdiği ölçekte korumaktan yana olduğumuzu ifade etmek isteriz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ☐ Profesyonel portföy yönetim tarzını benimsemeye çalışıyor ve buna göre hareket ediyoruz.
- ✓ Portföylerimizdeki hisse senedi değişim sayılarımızı (giriş-çıkış) düşük tutmaya gayret ediyoruz.
- ✓ Portföylerimizin ortalama gün sayıları yine yakından gözettiğimiz bir diğer kriter.
- ✓ Portföylerimizdeki güncelleme frekanslarını yakından izlemeye ve düşük tutmaya çalışıyoruz. Model Portföyümüze kıyasla Döngüsel Portföyümüzdeki frekans biraz daha fazla. Portföyler içerisinde taşınan hisse senedi sayıları ve kısmen vade ayrışmaları –*piyasa koşulları izin verdiği ölçekte döngüyü yakalama çabası*- ile bu durumu açıklamak isteriz.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

Tema: Daha az belirsizlik, daha seçici getiri

■ 2025 nasıl geçti?

- 2025'i genel itibarıyla küresel jeopolitik risklerin yüksek seyrettiği, ticaret politikaları ve gümrük tarifelerinin yeniden gündemin üst sıralarına taşındığı, yapay zeka (AI) yatırım döngüsünün sermaye harcamalarını belirgin şekilde etkilediği ve para politikası belirsizliğinin piyasaların ana fiyat belirleyicilerinden birisi olduğu yıl olarak hatırlayacağız. Yıl boyunca zaman zaman şiddetlenen risk-off dalgaları görülse de resesyondan kaçınılması ve yapay zeka beklentilerinin sürmesi riskli varlıklara olan talebi destekledi.
- Henüz Ocak ayında Çin merkezli yapay zeka şirketi DeepSeek'in düşük maliyetli AI modeli finansal piyasalarda «şok etkisi» yaratarak özellikle ABD'li yapay zeka şirketlerindeki değerlemelerin sorgulanmasına yol açtı. Söz konusu teknoloji şirketlerinin sorgulanması piyasalarda bir çok defa volatiliteye sebep olsa da bu hisselerdeki talep yıl içerisinde artarak devam etti. Yapay zeka yatırımlarının sorgulanmaya başlanmasına rağmen şirketler, verimlilik artışı beklentisi ile bu alanda harcamalarını artırmaya devam etti. Özellikle veri merkezi yatırımlarından elde edilen gelirlerin yükselmesi, bu alanda enerji ihtiyacına olan talep artışını yeniden gündeme taşıyarak yeni nesil enerji şirketlerini ön plana çıkardı. Bu noktada yapay zeka sektörü için en önemli büyüme çarpanlarından birisi olan verimlilikte kaldıraç etkisinin önümüzdeki yıllarda daha net görüleceği düşüncemizi koruyoruz.
- Yılın en büyük risk içeren fenomeni olan ticaret savaşları, ABD Başkanı Trump'ın Nisan ayında geniş kapsamlı gümrük tarifelerini açıklamasıyla başladı. ABD'nin, Çin, Avrupa Birliği ve Meksika gibi başlıca ticaret ortaklarına yönelik beklentilerin üzerinde gümrük tarifleri açıklaması risk primini yükselterek piyasalarda volatilitayı ciddi şekilde artırsa da yılın geri kalan kısmında ilk etaptaki etkisini giderek azalttı. Tarifelerin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı kalması da Fed'in faiz indirimlerinin yılın geneline yayılmasına ve para politikasının destekleyici kalmasına yardımcı oldu. Fed'in faiz indirim döngüsünün devamı, tüm dünyaya yayılan para politikasında gevşeme sürecini destekledi. Her ne kadar ticaret savaşları enflasyon ve şirket maliyetleri konusunda belirsizlik yaratsa da şirket karlılıkları artarken dezenflasyon süreci de devam etti.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2025 nasıl geçti?

- **2025 için en büyük risk olarak gördüğümüz kamu borç düzeyi zaman zaman volatilité yaratsa da kısa süreli bozulmalara yol açtı.** ABD tarihindeki en uzun süreli hükümet kapanması, makro verilerin açıklanması konusunda bir belirsizlik yaratsa da yıl sonunda Fed'in gevşeme adımlarının devamı piyasayı rahatlattı. Ancak, hala daha aklımızın bir köşesinde duran yüksek kamu borcu, getiri eğrisinin giderek dikleşmesine yol açtı. Bu noktada uzun vadeli devlet tahvillerinin dışlama etkisi ve sistemik riski piyasa üzerinde etkili olmaya devam edebilir.
- **Yıl içerisinde hem yeni ABD yönetiminin NATO üzerindeki baskısı hem de Orta Doğu'da İran-İsrail ekseninde artan jeopolitik gerilim savunma hisseleri üzerinde pozitif etki yaptı.** Bu durumun önümüzdeki dönemde de azalarak artması şeklindeki beklentimizi koruyoruz.
- **Tüm bunlar paralelinde global risk iştahının yüksek seyrettiği 2025 yılında birçok varlık sınıfında beklenenden daha yüksek getiriler elde edildi.** 2025'ten devralınan senaryoların 2026 yılında da etkili olması beklentimizi sürdürüyoruz. Yıl içerisinde altın önderliğinde devam eden değerli metal değerlenmesinin yılın sonunda hemen hemen tüm emtia grubuna yayıldığını takip ettik. Bir önceki yıl olduğu gibi petrol ve tahvil yatırımcısı açısından ise diğer varlık gruplarının gerisinde kalan bir performans süreci deneyimledik.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2026'dan ne bekliyoruz?

- **2025'ten devraldığımız tüm senaryolar 2026 için yine ana teması belirlemeye yardımcı olacaktır.** Trump hükümetinin dünya ticaretini ve tedarik zincirlerini yeniden yapılandırma çabaları yılın büyük kısmında ABD önderliğinde belirlenen riskli varlık fiyatlamalarına damga vurdu. Bu dönüşümün henüz tamamlanmadığını ve önümüzdeki dönemde de volatil bir frekansta devam edeceğini düşünüyoruz. Bu noktada özellikle nadir metaller önderliğinde emtia fiyatlarında arz talep dengesinin bozulması ihtimalini risk olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Bu durumun beklenti kanalında yaratacağı belirsizlikler, dönem dönem varlık gruplarında asimetrik fiyatlamalara yol açarak yatırımcıların yön bulmasını zorlaştıracaktır.
- **Yeni dönem ticaret savaşlarının yaratacağı arz talep dengesizlikleri özellikle 2026 yılının ilk yarısının değerlemelerin daha fazla sorgulanacağı bir dönem olarak karşımıza çıkmasına sebep olabilir.** Bunun yanı sıra yapay zeka temasının, devamında sağlayacağı verimlilik artışı doğrultusunda bu durumun diğer bazı hisse gruplarına da yayılmasını bekliyoruz. **Bu noktada 2026 yılını seçici hisse bazlı performans yılı olarak ifade edebiliriz.**
- **Gelişmiş ülke merkez bankalarının ağırlıklı olarak devam eden destekleyici para politikaları 2026 yılında da devam edecektir.** Japonya hariç genele yayılan faizlerde gevşeme fenomeni riskli varlıklar açısından en belirgin katalizörlerden biri olmaya devam edecektir.
- **2026'ya girerken baz senaryomuz; küresel büyümenin ılımlı yavaşlamasına rağmen resesyon olmadan yoluna devam etmesi, enflasyonun genel olarak gerilemesi ve merkez bankalarının temkinli bir gevşeme patikasında ilerlemesi yönündedir.** IMF'nin son yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu da bu düşüncemize paralel olarak küresel ekonomik büyümenin 2026'da %3.1'e gerileyeceğini öngörüyor .

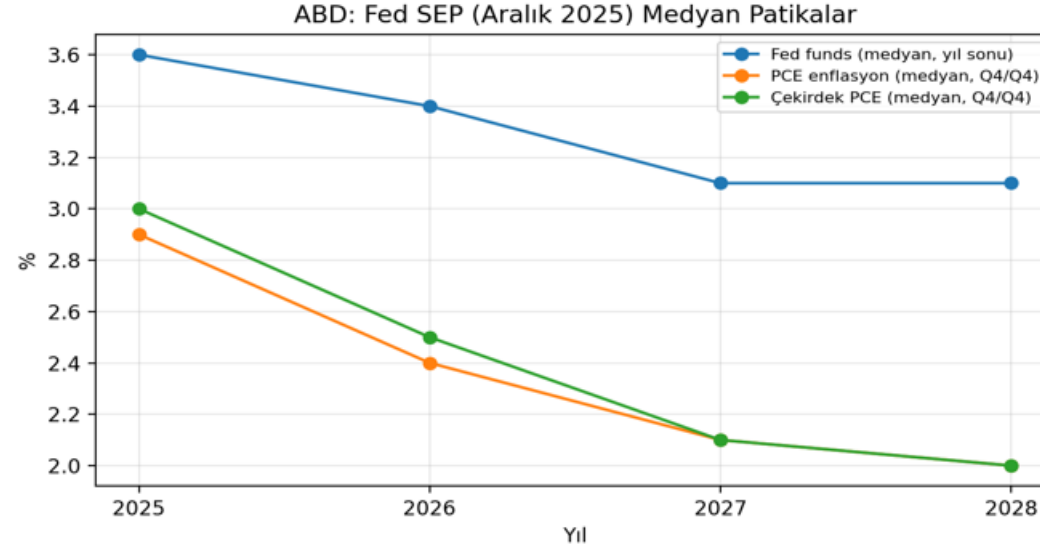
Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2026'dan ne bekliyoruz?

- Tüm bu beklentilerimiz doğrultusunda 2026 yılı için 5 önemli değişkenin yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz:
- **Ticaret politikası/gümrük tarifeleri:** Enflasyon beklentileri ve şirket maliyetleri üzerinde belirsizlik kanalı.
- **Para politikası:** Dezenflasyon süreci devam etse de hizmet enflasyonu ve ücretler «temkinli gevşeme» çizgisini belirliyor.
- **Yapay zeka (AI) sermaye harcamaları:** Veri merkezi/yarı iletken/ağ ekipmanı ve enerji talebi kanalı.
- **Jeopolitik:** Enerji fiyatları ve savunma harcamaları üzerinden risk primi.
- **Maliye politikası:** Borç dinamikleri ve vadeli prim oynaklığı (tahvil piyasası hassasiyeti).

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- ABD’de Fed’in Aralık 2025 medyan projeksiyonları, 2026’da büyümenin %2.3, işsizliğin %4.4 ve çekirdek tüketici enflasyonunun %2.4 olabileceğini; politika faizinin (yıl sonu) %3.4 seviyesine gerileyebileceğini gösteriyor.
- Fed’in ikili sorumluluğu (dual mandate) çerçevesinde olan işgücü piyasası ve enflasyon göstergelerini değerlendirdiğimizde, 2028 yılına dek destekleyici para politikasının devamı, önümüzdeki dönem için özellikle ABD hisselerinde yatırımcı ilgisinin korunabileceğini gösteriyor. Aynı zamanda yapay zekanın beklenen verimlilik artışı ve Trump Hükümeti’nin devam eden de-regülasyon çabaları bu düşüncemizi bir süre daha desteklemeye devam edecek gibi görünüyor.



Kaynak: FED Ekonomik Projeksiyon Özeti

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

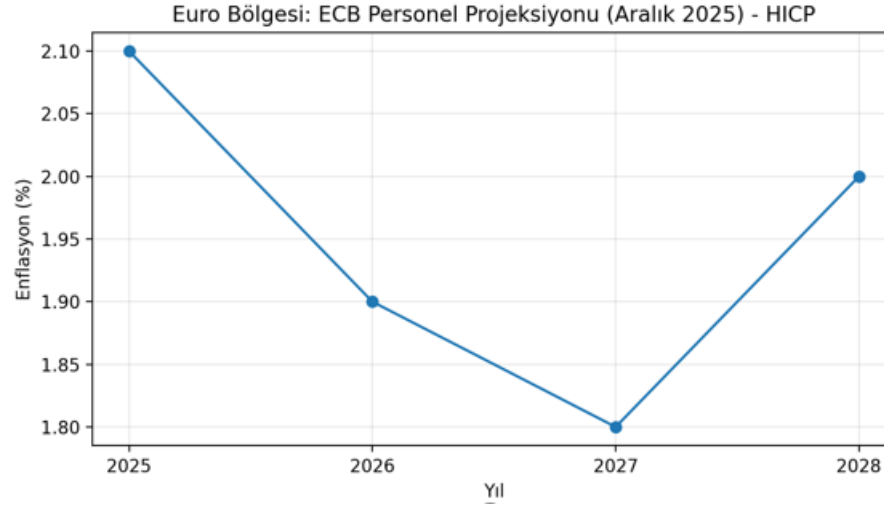
- Yılın ilk yarısında ABD’de atanacak yeni FED başkanı, FED’in bağımsızlık tartışmalarını tekrar gündeme getirecek olsa da bu tartışmaların piyasalarda kalıcı bir risk bozulmasına yol açmasını beklemiyoruz. Aynı zamanda Kasım ayında ABD’de gerçekleşecek olan ara seçimlerin, yılın ikinci yarısında Trump Hükümeti’nin farklı popülist kararlar verme riskini artırabileceğini değerlendiriyoruz. Bu nedenle son bir kaç yıldır yaşanan nispeten kısa vadeli riskten kaçış dönemlerinde piyasalarda gördüğümüz sert ve hızlı geri çekilmelerin bu yıl da devam edeceğini düşünüyoruz.
- Başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke borsalarında algoritma, HFT ve yapay zeka tabanlı işlemlerin artarak devam etmesinin dönem dönem ortaya çıkardığı irrasyonel fiyatlamalar, bireysel yatırımcılar için bu yıl da en önemli risklerden biri olmaya devam edebilir. Ancak, geçen yıl da özellikle üzerinde durduğumuz değer yatırımcılığının bu yıl yine önem arz edeceğini düşünüyor ve olası irrasyonel fiyat hareketlerinin yatırımcılar açısından alım fırsatı olarak değerlendirilebileceğinin altını çizmek istiyoruz.
- ABD tahvil piyasalarında maliye/borç dinamiklerinin oynaklık yaratma potansiyeli 2026’da da takip ettiğimiz en önemli risklerden biri olmaya devam edecektir. Bu nedenle uzun vadeli faizlerde «yukarı yönlü sürpriz» olasılığı baz senaryonun en önemli risklerinden biri olacaktır. Son dönemde FED’in faiz indirimlerine karşı uzun vadeli tahvillerin azalan fiyat hassasiyeti ve dikleşen getiri eğrisi bizi bu riske karşı bu yıl daha hassas olmaya itiyor. Bu nedenle 2026’da ABD’de gerçekleşecek itfa ve yeniden borçlanmaların yakından takibini yatırımcılarımıza tavsiye ediyoruz.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2026'dan ne bekliyoruz?

■ Avrupa

- **Son ECB toplantısının ardından 2026'da Euro Bölgesi'nde enflasyonun %1.9'a gerilemesi bekleniyor.** Bununla birlikte Euro Bölgesi'nde mevcut durum için doğal faiz oranlarına ulaşıldığı düşüncesi ve ABD'de devam etmesi beklenen parasal gevşeme adımlarının euroyu Amerikan dolarına karşı tercih etmemizin en önemli sebebi olmaya devam edecek.
- **Avrupa enflasyonunda aşağı yönlü sürprizler ise yıl içerisinde bu düşüncemizi tekrar değerlendirmemize gerekçe olabilir.** Uzun zamandır tartışmakta olduğumuz Avrupa bölgesinin yapısal problemleri ve verimlilik sorunu ise bölgeye yönelik soru işaretleri olarak aklımızın bir köşesinde kalır halini koruyor.
- **Avrupa bölgesinde varlık fiyatlamaları açısından talep kanalını ve hizmet enflasyonunu yakından takip edeceğiz.** Değerlemeler açısından ABD hisse çarpanlarından çok daha cazip görünen Avrupa hisse senedi piyasaları her ne kadar global risk iştahını domine etme kabiliyetine sahip olmasa da yine de ciddi fırsatlar barındırdığını düşünüyoruz. **Avrupa'da özellikle defansif ve büyüme (sağlık, altyapı ekipmanları) hisselerinin yanı sıra ihracat rekabeti güçlü şirketlerin ön plana çıkacağını düşünüyoruz.**



Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2026'dan ne bekliyoruz?

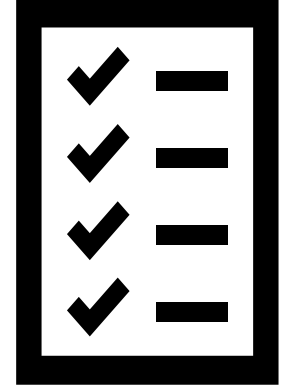
■ Asya-Pasifik

- **Çin'de büyüme; politika desteği ve iç tüketim dinamiklerinin birleşimiyle şekillenmeye devam edecektir.** Küresel ticaretin dinamiklerinin değişmesi, tarifeler ve teknoloji kısıtları gibi unsurlar büyüme kompozisyonunu yatırım/üretim ağırlıklı olmaktan tüketim ve hizmetlere doğru itebilir. Özellikle emtia piyasaları konusunda Çin'in belirleyici rolünün bu yıl artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Uzun zamandır özellikle teknoloji hisselerinin ağır bastığı Çin endekslerinde emtia hisselerini yakından takip edeceğiz.
- **Gelişmekte olan ülkeler cephesinde 2026 stratejimizi:**
 - i. *USD ve global likidite,*
 - ii. *Emtia fiyatları,*
 - iii. *Ülke bazlı reform/para politikası güvenilirliği üçlüsüne dayalı olarak şekillendirmeyi tavsiye ediyoruz.*
- **Bu yıl genel olarak gelişmekte olan ülkeler ile ilgili beklentimiz olumlu kalmaya devam ediyor.** Bununla birlikte Çin hükümetinin devam eden mali ve parasal gevşeme adımlarının başarılı olması durumunda Asya-Pasifik bölgesinin genel bir getiri potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz.
- **Japonya'da ise hem alıştığımızın aksine hem de genel konjonktür aksine faizler artarken, Japon yeninde (JPY) diğer para birimlerine karşı değer kazanımı kısıtlı kalıyor ve Japon varlıklarını 2026 yılı için daha defansif olarak değerlendirmemize zemin hazırlıyor.** Japon yeninin (JPY) yıllardır alışıl gelmiş «Carry Trade» rolünün bu yıl da azalması beklentimizi koruyoruz. ABD ile ilişkiler ve bölgede Çin ile devam eden jeopolitik risklerin yine Japon varlıkları açısından yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ İzleme panelimiz | 24 gösterge

- 2026'da portföy yönetiminde en kritik nokta, tek bir tahmine bağlanmak yerine senaryo bazlı aksiyon planına sahip olmak olabilir. Baz senaryo olumlu olsa da kuyruk riskleri portföy sonuçlarını belirleyebilir. Bu noktada jeopolitik şoklar, teknoloji balonu ve mali kriz gibi risk başlıkları öne çıkmaktadır. Bu riskler göz önüne alındığında aşağıdaki göstergeler, senaryolar arası geçişkenliği belirleyecektir.
- ✓ **ABD: Çekirdek kişisel tüketim harcamaları, ücret artışı, ISM/PMI, işsizlik başvuruları, tüketici güveni**
- ✓ **Fed: Ekonomik görünüm, faiz patikası, iletişim tonu, finansal koşullar endeksi**
- ✓ **Euro Bölgesi: Hizmet enflasyonu, PMI, kredi büyümesi**
- ✓ **Çin: Kredi büyümesi, emlak satışları, ihracat**
- ✓ **Global: PMI, navlun endeksleri, tedarik zinciri göstergeleri**
- ✓ **Tahvil: Getiri eğrisi, vadeli prim, ihale talebi**
- ✓ **Kredi: Yatırım yapılabilir notu alan ve riskli tahvillerdeki spread, bankaların kredi standartları, temerrüt oranları**
- ✓ **Likidite: Repo, USD fonlama göstergeleri**
- ✓ **Risk: VIX, getiri eğrisi, çapraz varlık korelasyonu**
- ✓ **Emtia: Petrol stokları, OPEC+ uyumu, LNG fiyatları**
- ✓ **AI: Hiper ölçekli sermaye harcamaları, yarı iletken sipariş döngüsü**
- ✓ **Politika: Tarife ve yaptırım haber akışı**
- ✓ **Pozisyonlama: ETF fon akımları, CFTC pozisyonları**
- ✓ **Yoğunlaşma: Piyasa derinliği, en büyük 10 hisse payı**



Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- Bu beklentilerimiz ışığında 2026 yılı için takip etmemiz gereken hisseleri şu şekilde sıralıyoruz:
 - ✓ **SN, AVGO, HOOD, DTE, 7203, GOOGL, AMZN, NVDA, AAPL, ADYEN, PANW, ELF, NOC,BSX, LEU**
- **SharkNinja (SN - NYSE):** SharkNinja, Shark ve Ninja markalarının altında sunduğu yenilikçi temizlik ve mutfak ürünleriyle, yüksek fiyatlama gücü ve güçlü marka sadakati sayesinde küresel tüketici pazarında istikrarlı büyüme göstermektedir. Şirketin çevik Ar-Ge yapısı ve hızlı ürün döngüleri, değişen tüketici alışkanlıklarına hızlı adapte olmasını sağlarken aynı zamanda küçük ev aletleri alanında yaratıcı yıkım konusunda öncü bir role sahip, hisse başı kazanç ve gelir gelişimi marjı sürdürülebilirliğini destekliyor. Sağlam nakit üretimi ve ölçek ekonomilerinden gelen operasyonel kaldıraç, SharkNinja'yı sektörde finansal olarak ayırtıran temel unsurlar arasındadır. Halka arz sonrası dönemde büyük kurumsal yatırımcıların ilgisine konu olması, şirketin uzun vadeli büyüme hikayesine duyulan güveni teyit etmekte. SN'nin tedarik zinciri ve üretim tesislerini Çin dışına kaydırmış olması, son dönemin fenomenlerinden tarife savaşlarına karşı rakiplerinden farklı konumlandırıyor. Önümüzdeki dönemde hem uluslararası pazarlama ağının gelişmesi hem de ürün gamının artması beklentimiz şirketi bizim için cazip kılıyor.
- **Broadcom (AVGO - NASDAQ):** Yapay zekâ ve veri merkezi mimarilerinin giderek daha özelleşmiş çözümler talep etmesi, Broadcom'u ağ, bağlantı ve özel amaçlı yarı iletkenler alanında kritik bir tedarikçi konumuna taşıyor. Donanım tarafındaki bu derin uzmanlık, VMware entegrasyonu sonrası hızla büyüyen yazılım gelirleriyle birleşerek Şirket'i yalnızca döngüsel bir çip üreticisinden yüksek katma değerli bir altyapı platformuna dönüştürüyor. Güçlü serbest nakit akışı üretimi ve disiplinli sermaye dağıtımı yaklaşımı, Broadcom'un marj yapısını ve hisse başı kazanç görünürlüğünü uzun vadede destekliyor. Özelleştirilmiş AI çözümlerine odaklı iş modeli, genel amaçlı donanımlara kıyasla rekabeti sınırlarken fiyatlama gücünü artırıyor. Bu çerçevede Broadcom'u 2026 portföyünde nakit üretimi yüksek, yapısal büyüme temalarına doğrudan maruz bir teknoloji altyapı hissesi olarak konumlandırıyoruz.
- **RobinHood (HOOD – NASDAQ):** Artan piyasa oynaklığı ve bireysel yatırımcı aktivitesindeki canlanma, Robinhood'un hem kullanıcı sayısı hem de işlem hacimleri tarafında güçlü bir ivme yakalamasını sağladı. Fonlanan müşteri sayısının 26.3 milyona ulaşması ve platform varlıklarının yıllık bazda %100'ün üzerinde artış göstermesi, şirketin ölçeklenebilir büyüme modelini teyit ediyor. Opsiyon ve kripto işlemlerdeki lider konumu, yüksek hacim-yüksek marj kombinasyonu yaratarak gelir kalitesini yukarı taşıırken, abonelik tarafındaki hızlı büyüme gelir çeşitliliğini güçlendiriyor. Bu çerçevede Robinhood'u, 2026 portföyünde bireysel yatırımcı davranışlarındaki yapısal dönüşümden doğrudan etkilenebilecek, ölçeklenebilir bir finansal teknoloji şirketi olarak öne çıkarıyoruz.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- **Deutsche Telekom (DTE - XETRA):** Deutsche Telekom, özellikle ABD operasyonu T-Mobile US'in güçlü müşteri kazanımı ve ölçek avantajı sayesinde grup karlılığında yapısal bir ivme yakalamış durumdadır. Analist beklentileri, Şirket'in önümüzdeki dönemde çift haneli hisse başı kazanç büyümesi sunacağını ve 2026'da sektör genelinde artan nakit akışının yaklaşık %44'ünü tek başına yaratabileceğini gösteriyor. T-Mobile US tarafında 5G yatırımlarının olgunlaşması ve Sprint entegrasyonunun sağladığı sinerjiler, EBITDA ve serbest nakit akış hedeflerinin yukarı yönlü revize edilmesini destekliyor. Buna karşın Deutsche Telekom hissesi, benzer büyüme profiline sahip küresel muadillerine göre daha düşük çarpanlarla işlem görmekte olup değerlendirme tarafında da belirgin bir iskonto sunuyor. **Güçlü bilanço yapısı, temettü artışı ve geri alım potansiyeli ile birlikte değerlendirildiğinde Şirket, 2026 portföyünde defansif nakit akışı ve ABD büyüme temasını aynı anda sunan dengeli bir telekom yatırımı olarak öne çıkıyor.**
- **Toyota Motor (7203 – TSEJ):** Elektrifikasyon sürecine tek bir teknolojiye bağımlı kalmadan yaklaşan Toyota, hibrit ve içten yanmalı motorlardaki liderliği sayesinde küresel otomotiv pazarında nakit üretimini koruyarak dönüşüm geçiren nadir üreticilerden biri konumunda. Şirket'in ölçek avantajı, güçlü tedarik zinciri yönetimi ve batarya teknolojilerinde kademeli ilerleme stratejisi, marj oynaklığını rakiplerine kıyasla sınırılıyor. Özellikle hibrit araç portföyü, regülasyon baskılarının arttığı pazarlarda Toyota'ya geçiş dönemi boyunca sürdürülebilir talep sağlıyor. Sağlam bilanço yapısı ve yüksek serbest nakit akışı, Ar-Ge yatırımları ile hissedar getirileri arasında dengeli bir sermaye dağıtımına olanak sağlıyor. **Bu özellikleriyle Toyota, 2026 portföyünde düşük volatilite, yüksek operasyonel disiplin ve uzun vadeli dönüşüm opsiyonu sunan defansif bir sanayi hissesi olarak öne çıkıyor.**
- **Alphabet (GOOGL – NASDAQ):** Arama, dijital reklam ve YouTube ekosistemindeki baskın konumu sayesinde Alphabet, küresel dijital ekonomi içinde yüksek ölçekli ve dayanıklı nakit üretim makinesi olmayı sürdürüyor. Yapay zekâ yatırımlarının arama deneyimi, reklam hedefleme ve bulut hizmetlerine entegre edilmesi, Şirket'in mevcut iş kollarında verimlilik artışı yeni gelir alanlarının da önünü açıyor. Google Cloud'un operasyonel karlılığa yaklaşması, Alphabet'in uzun süredir tartışılan yatırım-getiri dengesinde önemli bir kırılma noktası oluşturuyor. **Bu çerçevede, Alphabet'i 2026 portföyümüze ana gelir kaynakları güçlü, yapay zeka yatırımlarını karlı bir şekilde ölçekleyebilen çekirdek teknoloji hissesi olarak alıyoruz.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- **Amazon (AMZN – NASDAQ):** Perakende operasyonlarında lojistik verimlilik ve teslimat hızına yapılan yatırımlar, Amazon’un ölçek avantajını güçlendirirken maliyet yapısında belirgin bir iyileşme sağlıyor. AWS tarafında yapay zekâ odaklı iş yüklerinin artması ve kurumsal talebin normalleşmesi, bulut segmentinde kar marjlarını yukarı taşıyor. Reklam gelirlerinin Pazar Yeri ekosistemi içinde hızla büyümesi, Amazon’un yüksek marjlı ve tekrarlayan gelir oranını artırarak iş modelini daha dengeli hale getiriyor. Güçlü serbest nakit akışı üretimi hem altyapı yatırımlarının sürdürülmesine hem de bilanço esnekliğinin korunmasına olanak tanıyor. **Bu sebeplerle Amazon’u 2026 portföyünde, operasyonel verimlilik ve AI destekli büyümeyi aynı anda sunabilen, çok ayaklı bir teknoloji ve tüketim lideri olarak konumlandırıyoruz.**
- **Nvidia (NVDA – NASDAQ):** Yapay zekâ altyapısına yönelik küresel yatırımların hızlanması, Nvidia’yı veri merkezi ve hızlandırıcı pazarında vazgeçilmez bir teknoloji sağlayıcısı konumuna taşıdı. CUDA ekosistemi etrafında oluşan yazılım-donanım bütünlüğü, Şirket’in rekabet avantajını yalnızca donanım performansı ile değil, yüksek geçiş maliyetleriyle de kalıcı hale getiriyor. Hyperscaler ve kurumsal müşterilerden gelen güçlü talep, gelir görünürlüğünü artırırken ölçeklenebilir üretim yapısı marjların yüksek seviyelerde korunmasını destekliyor. Güçlü nakit üretimi, yoğun Ar-Ge harcamalarına rağmen bilanço esnekliğinin sürdürülmesine olanak tanıyor. **Bu özellikleriyle Nvidia’yı 2026 portföyünde, AI ve altyapı harcamalarına doğrudan ve en yüksek hassasiyetle maruz çekirdek teknoloji hissesi olarak öne çıkarıyoruz.**
- **Apple (AAPL – NASDAQ):** Donanım, yazılım ve hizmetleri tek bir ekosistem altında birleştiren Apple, yüksek kullanıcı bağlılığı sayesinde istikrarlı ve öngörülebilir nakit akışı üretmeye devam ediyor. iPhone etrafında şekillenen geniş kurulu taban, App Store, servisler ve abonelik gelirleriyle desteklenerek marjların donanım döngülerine olan bağımlılıklarını azaltıyor. Şirket’in kendi çiplerini geliştirmeye dayalı dikey entegrasyon stratejisi, performans ve maliyet kontrolü açısından rakiplerine kıyasla önemli bir yapısal avantaj sağlıyor. Güçlü bilanço yapısı ve düzenli serbest nakit akışı, Ar-Ge yatırımları sürerken temettü ve potansiyel geri alım yoluyla hissedar getirilerinin devamını mümkün kılıyor. **Bu çerçevede Apple’ı, 2026 portföyünde defansif özellikleri güçlü, ekosistem gücü sayesinde karlılığı yüksek bir çekirdek teknoloji hissesi olarak tutuyoruz.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- **Adyen (ADYEN – AEB):** Küresel dijital ödemelerin karmaşıklığının artması, Adyen’in tek platform üzerinden sunduğu uçtan uca ödeme altyapısını özellikle büyük ölçekli kurumsal müşteriler için stratejik hale getiriyor. Şirket’in birleşik (single-stack) teknoloji mimarisi, hem işlem verimliliğini artırıyor hem de çok kanallı ticarete (online-offline) müşterilere ölçeklenebilir bir çözüm sunuyor. Yüksek hacimli global müşterilere odaklanan iş modeli, kısa vadede büyümeyi sınırlayabilse de uzun vadede marj kalitesi ve operasyonel kaldıraç açısından güçlü bir yapı oluşturuyor. Normalleşen maliyet yapısı ve yeniden hız kazanan hacim artışı, karlılık görünürlüğünü kademeli olarak iyileştiriyor. **Bu nedenlerle Adyen’i, 2026 portföyünde küresel ödeme altyapısındaki yapısal büyümeye doğrudan maruz, yüksek kaliteli fintech platformu olarak konumlandırıyoruz.**
- **Palo Alto Networks (PANW – NASDAQ):** Siber tehditlerin karmaşıklığının artması ve kurumların güvenlik mimarilerini sadeleştirme ihtiyacı, Palo Alto Networks’ün platform yaklaşımını stratejik olarak öne çıkarıyor. Ağ güvenliği, bulut güvenliği ve SOC çözümlerinin tek çatı altında sunulması, müşteriler için hem operasyonel verimlilik hem de yüksek geçiş maliyetleri yaratarak uzun vadeli bağlılığı güçlendiriyor. Abonelik ve yazılım ağırlıklı gelir yapısı payının artması, Şirket’in nakit akışı görünürlüğünü ve marj kalitesini destekliyor. Disiplinli maliyet yönetimi ile birlikte ölçeklenen iş modeli, karlılığın büyümeye birlikte artmasına imkân tanıyor. **Bu özellikleriyle Palo Alto Networks’ü, 2026 portföyümüze kurumsal siber güvenlik harcamalarındaki yapısal artıştan doğrudan faydalanan, yüksek kaliteli bir teknoloji hissesi olarak dahil ediyoruz.**
- **e.l.f Beauty (ELF – NYSE):** Ulaşılabilir fiyatlı, ancak, trend belirleyici ürün konumlandırılması sayesinde e.l.f. Beauty, küresel kozmetik pazarında özellikle genç tüketici segmentinde güçlü marka momentumu yakaladı. Sosyal medya ve dijital pazarlama odaklı strateji, ürün lansmanlarının hızla ölçeklenmesini sağlarken geleneksel reklam harcamalarına kıyasla daha verimli bir büyüme modeli sunuyor. Perakende kanallarındaki genişleme ve uluslararası pazarlarda artan penetrasyon, gelir büyümesini destekleyen temel unsurlar arasında yer alıyor. Yüksek brüt marj yapısı ve disiplinli maliyet yönetimi, hızlı büyümeye rağmen karlılığın korunmasına olanak tanıyor. **Bu çerçevede e.l.f. Beauty, 2026 portföyünde tüketici trendlerine hızla adapte olabilen, marka gücü yüksek ve yapısal büyüme potansiyeli taşıyan bir tüketim hissesi olarak konumlanıyor.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

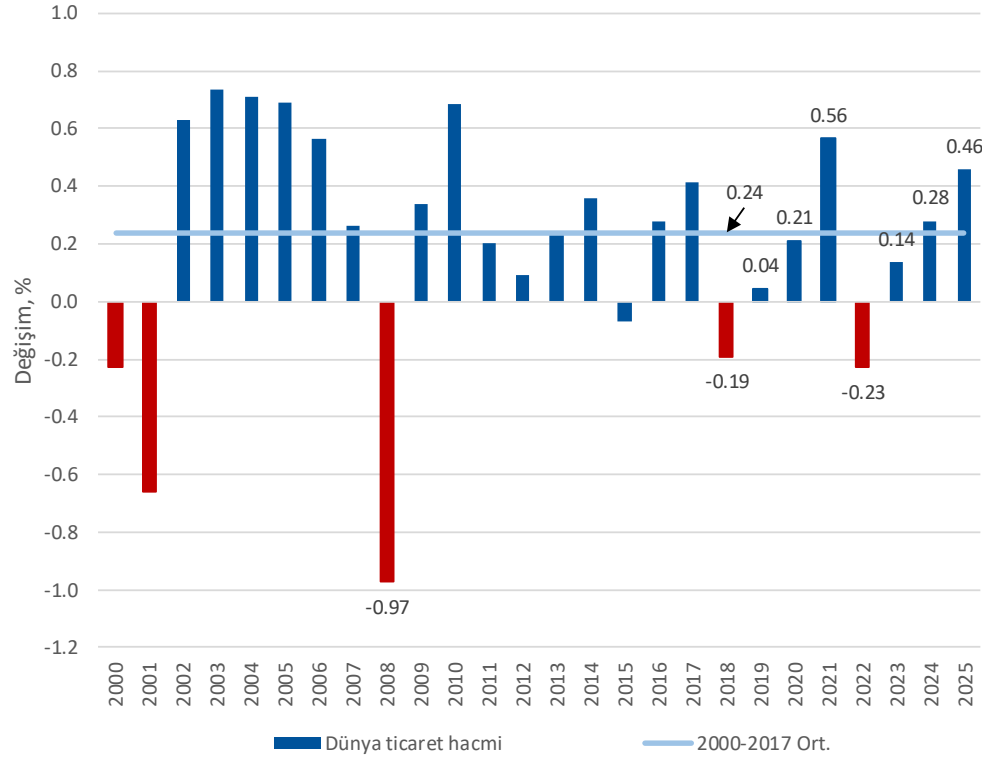
- **Northrop Grumman (NOC – NYSE):** Küresel savunma harcamalarındaki yapısal artış ve caydırıcılık odaklı modernizasyon ihtiyacı, Northrop Grumman’ın ileri teknoloji savunma portföyüne yönelik talebi güçlü şekilde destekliyor. Özellikle B-21 Raider programının nakit tüketen fazdan karlı üretim aşamasına geçmesi ve Sentinel programının seri üretime yaklaşması, önümüzdeki dönemde serbest nakit akışı görünürlüğünü belirgin şekilde artırmaktadır. ABD ve müttefik ülkelerde hava savunması, radar ve ISR sistemlerine yönelik artan yatırımlar, Şirket’in sipariş defterini ve uluslararası satış büyümesini destekleyen ana unsurlar arasında yer alıyor. 2026’ya yönelik teyit edilen gelir ve nakit akışı hedefleri, marjların kademeli olarak genişlemesine işaret ederken, güçlü Ar-Ge yatırımları teknolojik liderliğin korunmasını sağlıyor. **Bu nedenlerle Northrop Grumman’ı, 2026 portföyünde uzun vadeli savunma bütçelerine doğrudan maruz, nakit akış görünürlüğü yüksek sanayi ve savunma hissesi olarak öne çıkarıyoruz.**
- **Boston Scientific (BSX – NYSE):** Yaşlanan nüfus ve kronik hastalıkların artışı, Boston Scientific’in kardiyoloji, elektrofizyoloji ve minimal invaziv tedavilere odaklanan portföyüne yönelik yapısal talebi destekliyor. Şirket, AI destekli navigasyon, görüntüleme ve karar destek yazılımlarını kendi tıbbi cihazlarına entegre ederek klinik etkinliği ve işlem verimliliğini artırıyor. Bu yaklaşım, Boston Scientific’i saf bir cihaz üreticisinden ziyade yüksek katma değerli, akıllı tedavi çözümleri sunan bir sağlık teknolojisi sağlayıcısı konumuna taşıyor. Güçlü ürün lansman döngüsü ve ölçek ekonomileri sayesinde marjların kademeli olarak genişlemesi, serbest nakit akışı görünürlüğünü destekliyor. **Bu çerçevede Boston Scientific, 2026 portföyünde defansif talep yapısı ile teknoloji destekli sürdürülebilir büyümeyi birleştiren yüksek kaliteli sağlık hissesi olarak yer alıyor.**
- **Centrus Energy (LEU – NYSE):** Nükleer enerji güvenirliliği ve karbon nötr hedefler açısından yeniden stratejik öncelik haline gelmesi, Centrus Energy’yi ABD ve müttefik ülkelerin yakıt tedarik zincirinde kritik bir konuma taşıyor. Şirket’in HALEU (yüksek tahlilli düşük zenginleştirilmiş uranyum) üretim kabiliyeti, özellikle yeni nesil nükleer reaktörler ve savunma uygulamaları için stratejik ve sınırlı arzlı bir çözüm sunuyor. ABD hükümeti ile yürütülen sözleşmeler ve kamu destekli programlar, gelir görünürlüğünü artırırken jeopolitik risklere karşı Centrus’u rakiplerinden ayırıştırıyor. Düşük sermaye yoğunluğu ve güçlü nakit pozisyonu, ölçeklenebilir büyüme opsiyonlarını destekleyen önemli bir finansal avantaj sağlıyor. **Bu sebeplerle Centrus Energy, 2026 portföyümüzde enerji güvenliği ve nükleer dönüşüm temasına doğrudan maruz, stratejik önemi yüksek bir enerji teknolojisi hissesi olarak konumlandırıyoruz.**

■ Makro | global & yerel

Küresel ekonomi

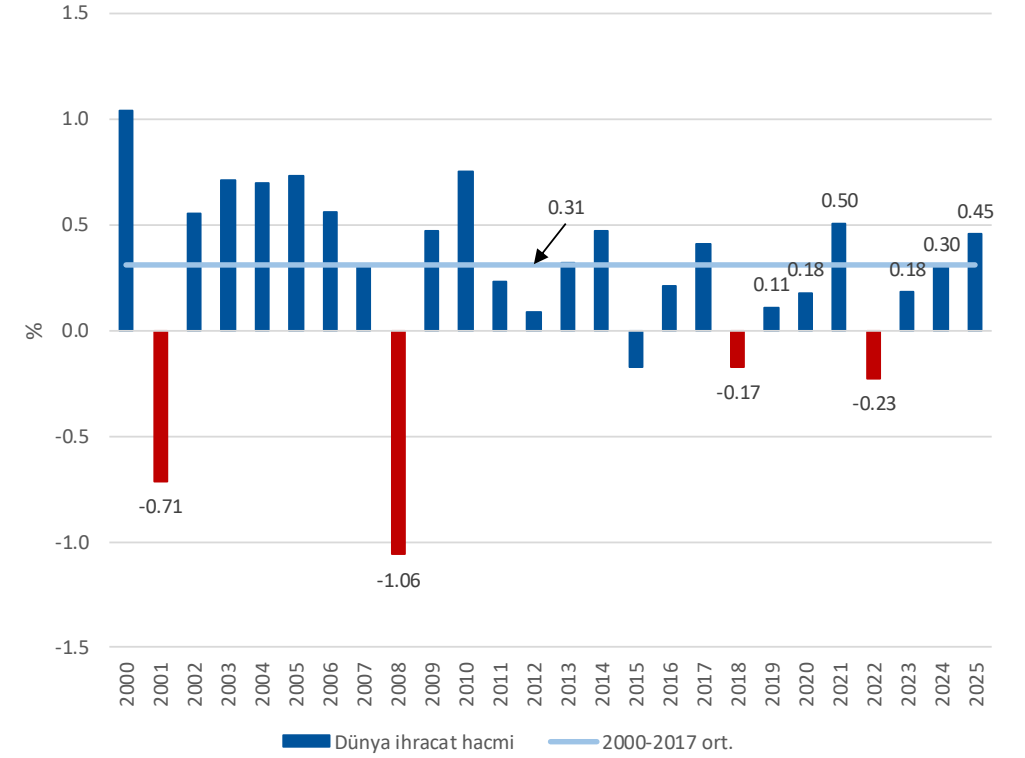
Tarife belirsizliklerinin özellikle yılın ilk yarısında fazlasıyla hüküm sürdüğü işlemlerde, küresel ticaret hacmi açısından ana belirleyici konu, «öne çekilen talep» başlığı üzerinden şekillendi. Bu nedenle 2025'in performansı korkulan ölçekte kötü olmadı. 2026'da ise bu eğilimin sürdürülebilirliği en önemli soru işareti. Yeni dengelenmenin hangi noktada olacağı merak konusu.

Dünya ticaret hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Dünya ihracat hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-

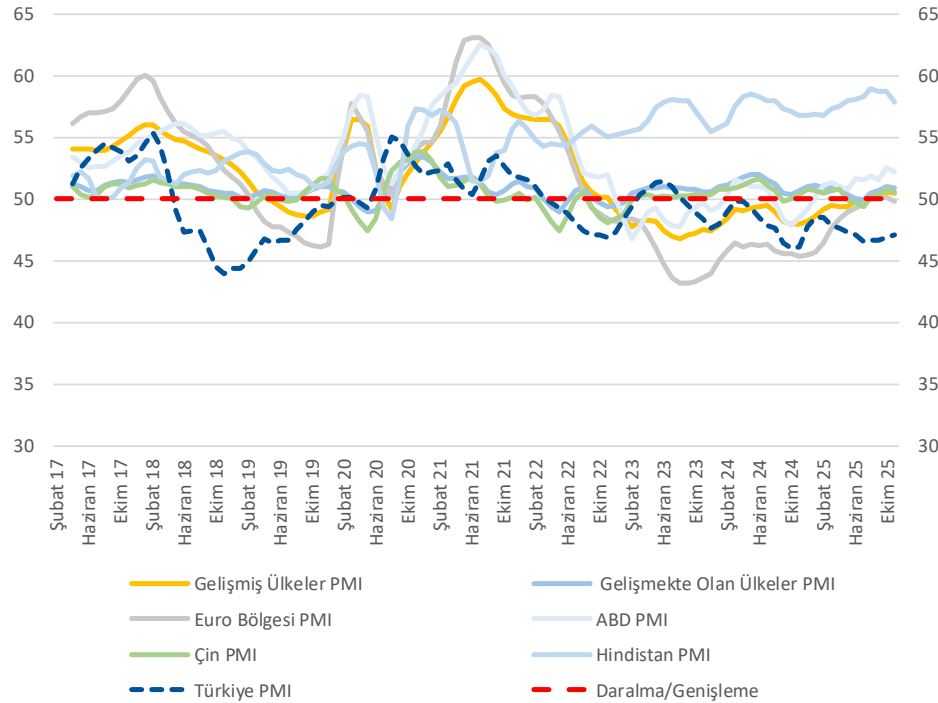


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Küresel ekonomi

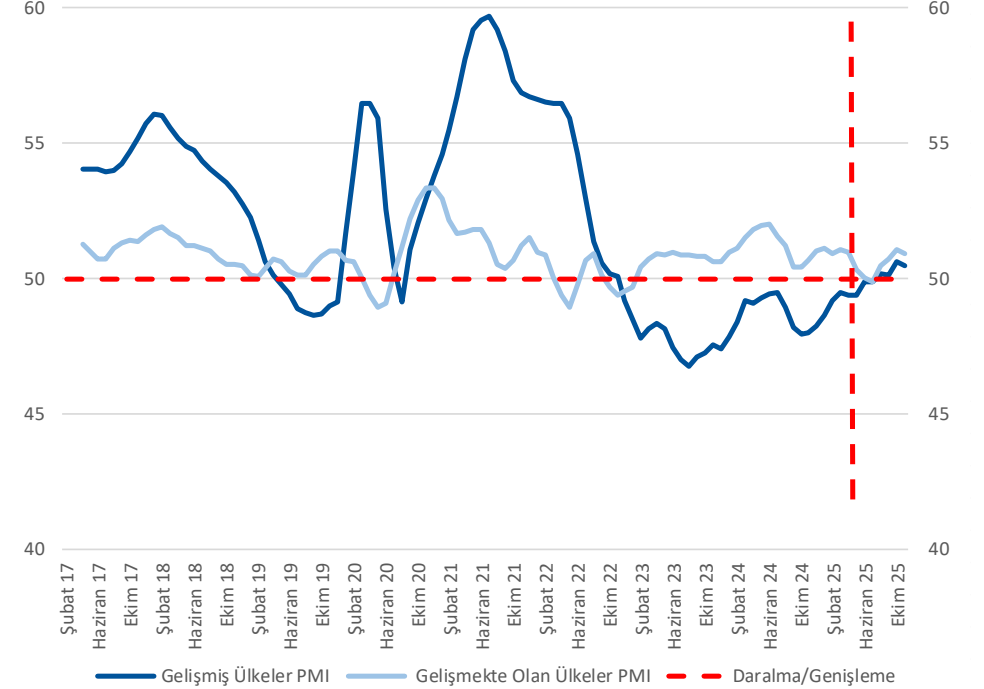
Kısa vadeli ortalamalar (3A), gelişmekte olan ülkeler açısından yıl ortası dönem hariç daralma bölgesine girilmesine işaret etmezken, gelişmiş ülkelerde korkulan düzeyde zayıflık gözlenmedi ve özellikle ikinci yarıda toparlanma takip edildi. 2026'ya dair IMF gibi önemli kuruluşların beklentileri, global ekonominin %3 trend büyümesi etrafında şekillenmesi.

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.

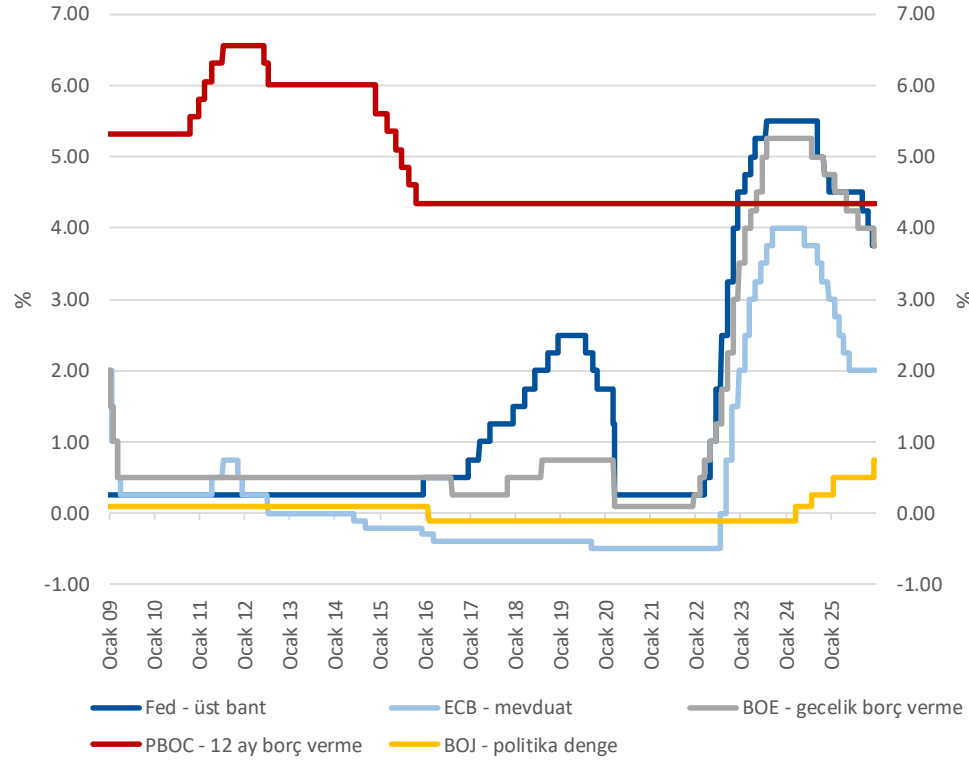


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

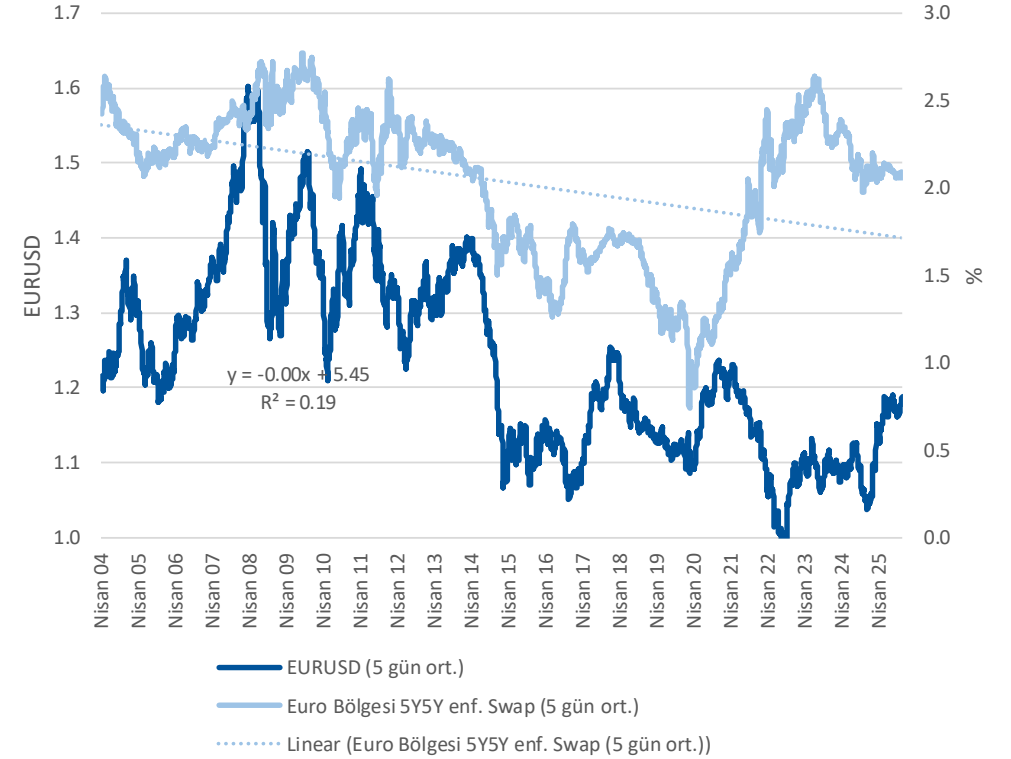
Gelişmiş ülke para politikaları büyük oranda gevşeme yönlü gerçekleşti. Fed'in kısa süreliğine ara verdiği döngüye yılın ikinci yarısında yeniden giriş yapması ile birlikte ECB ile arasındaki makasın sınırlı düzeyde daraldığı görülürken, BOJ ise tersi yönde sıkılaştırma adımı tarafında yer aldı. Banka'nın 2026 içerisinde de benzer adımı atması beklenirken, EURUSD yıl genelinde güçlü seyretti.

Seçilmiş politika faizleri - Majör



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

EURUSD & Euro Bölgesi 5Y5Y enf. Swap

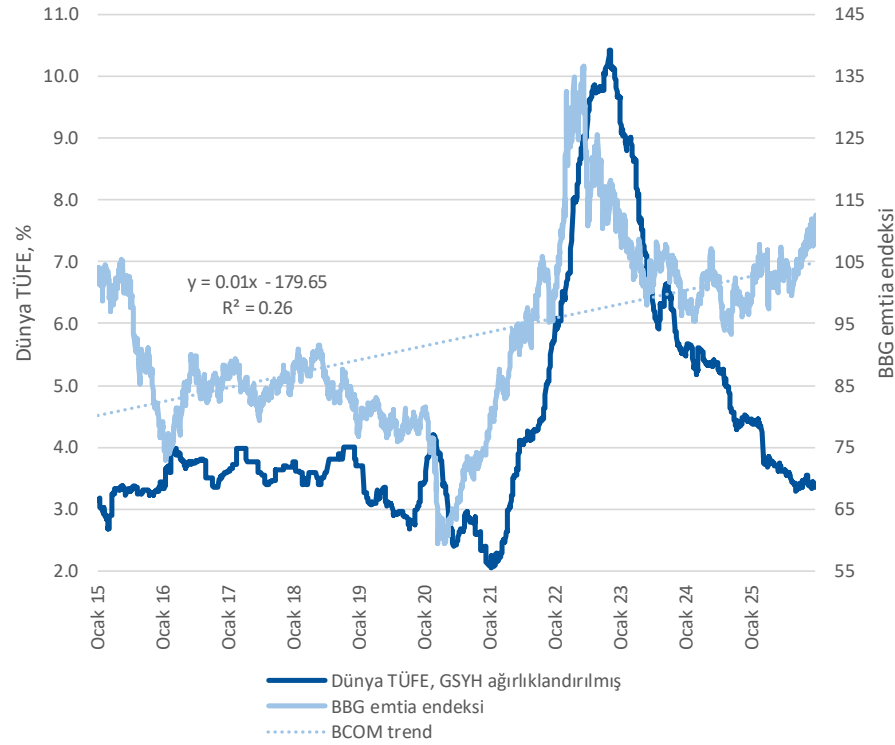


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

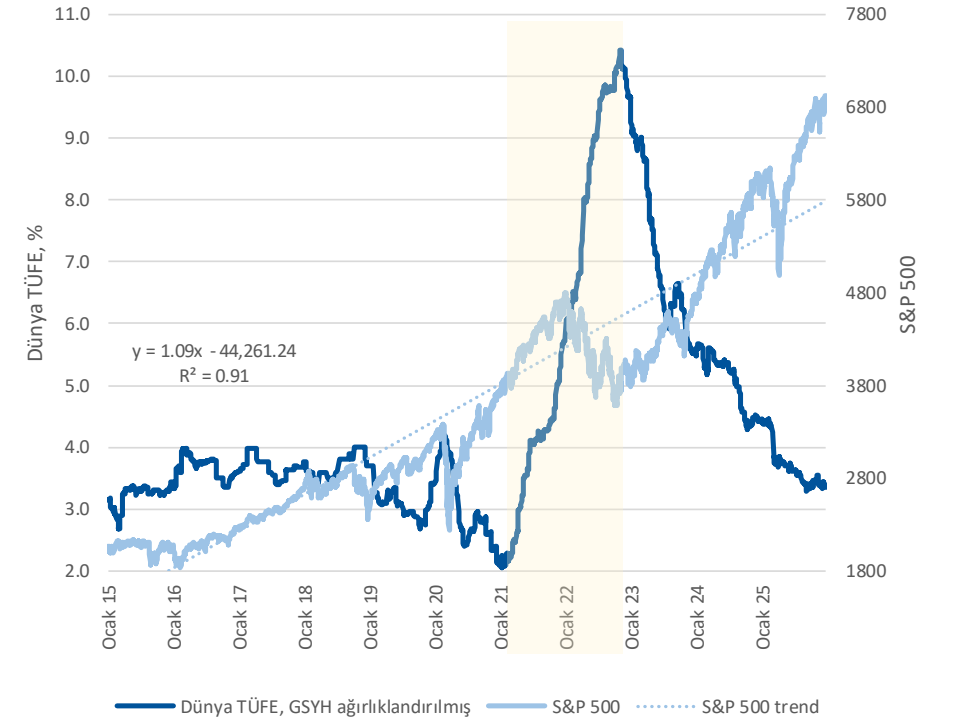
Küresel enflasyon son 2 yılda 4, son 1 yılda ise 1 puan gerileme göstermesine rağmen pandemi öncesi seviyelerinden uzakta kalır pozisyonunu koruyor. Yatırımcılar, enflasyon öncesi dönemde enflasyon beklentileri ile satın aldıkları emtia ve hisse senetlerini, geçiş döneminin tamamlanması ile birlikte bu kez faiz indirim döngüsü hikayesi ile yeniden fiyatlamaya maruz bırakıyorlar.

Dünya enflasyonu (TÜFE) & BBG emtia endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Dünya enflasyonu (TÜFE) & S&P 500

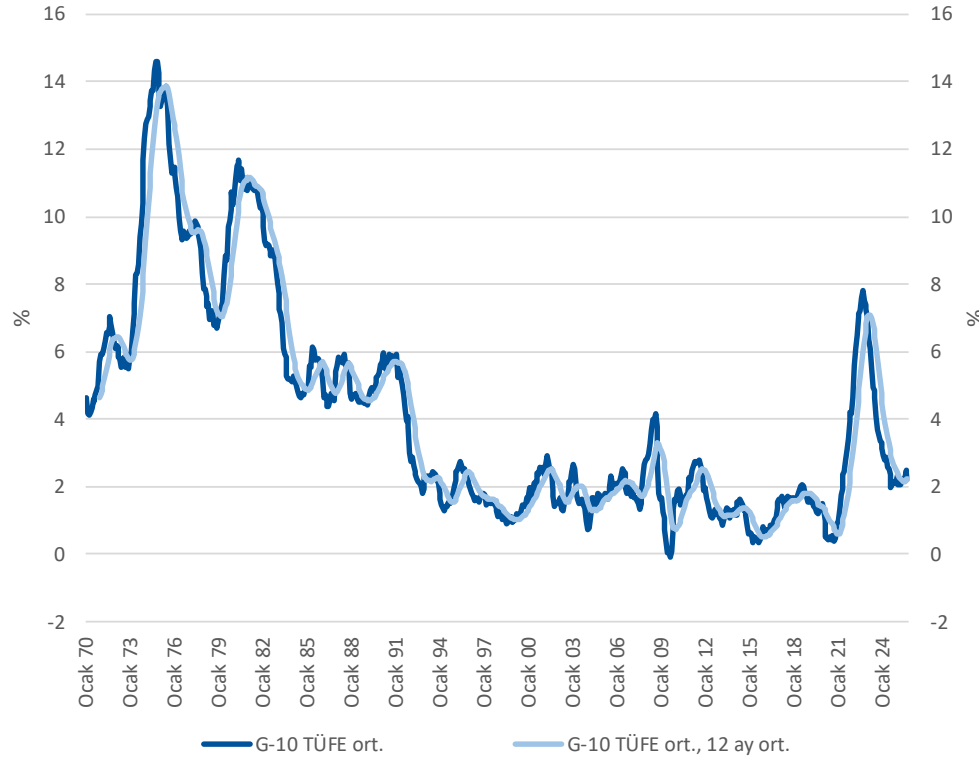


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

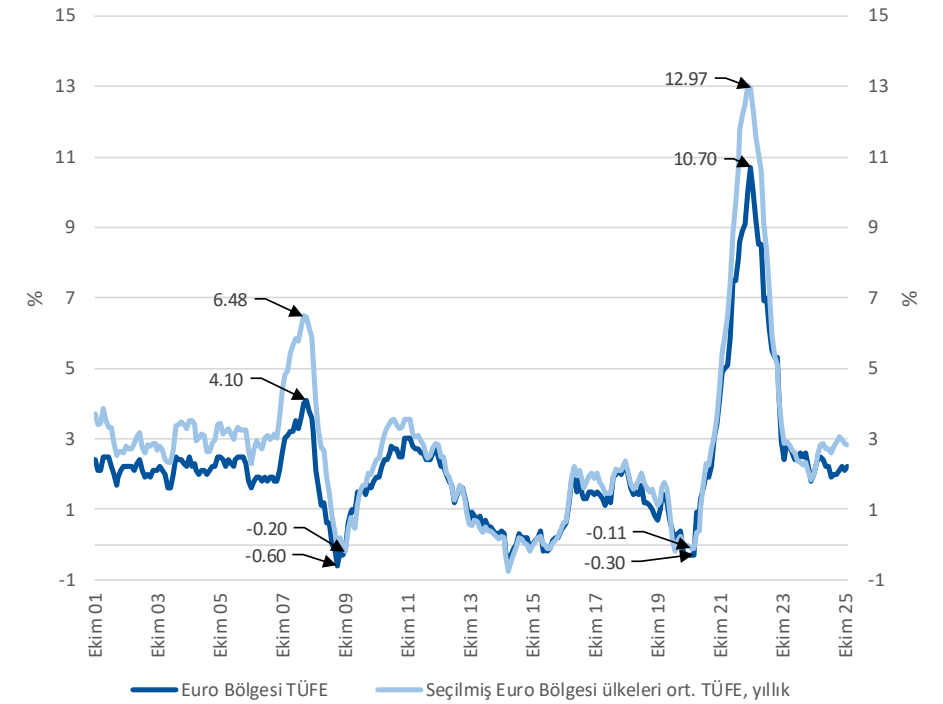
G-10 grubunda ortalama enflasyon yıl kapanışı ile birlikte %2'nin hafif üzerinde. ABD, Japonya, İngiltere gibi üyelerdeki seyir yatırımcıların radarında kalmaya devam ediyor. Avrupa'da ise Bölge genelinde %2, seçilmiş grupta ise %3'ün hafif aşağısında bir tablo var. Genel olarak hizmet enflasyonu herkes açısından sorun başlığı konumunda. Tarife etkilerinin ikincil dalgası ilk yarıda takip edilecek.

G-10 TÜFE ort. & 12 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Euro Bölgesi ve seçilmiş üyelere ait TÜFE ort.



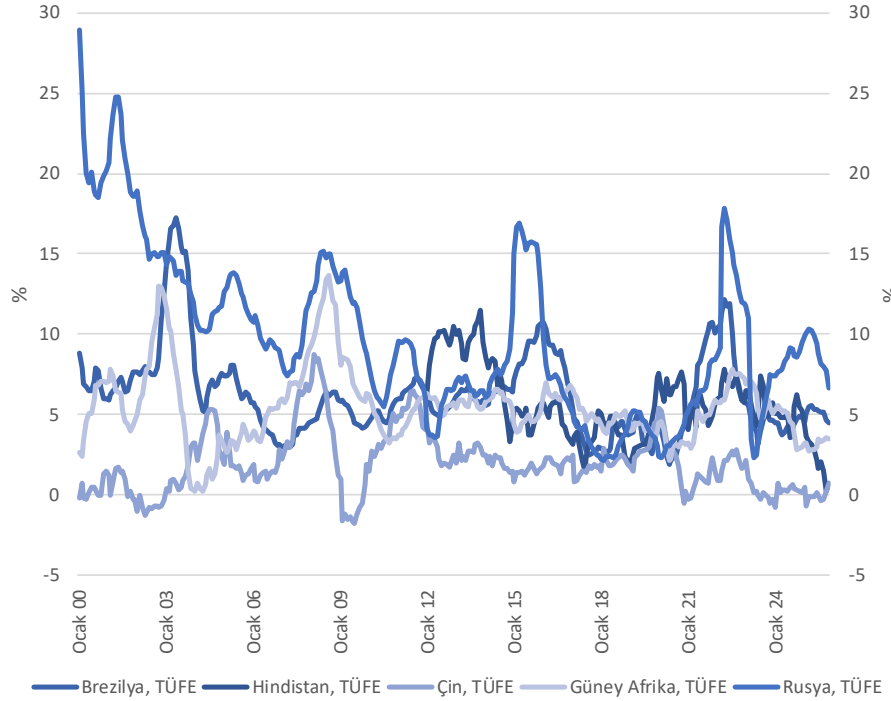
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş üye ülkeler: Estonya, Avusturya, Belçika, Almanya, Finlandiya, Yunanistan, İtalya, Litvanya, Letonya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya

Küresel ekonomi

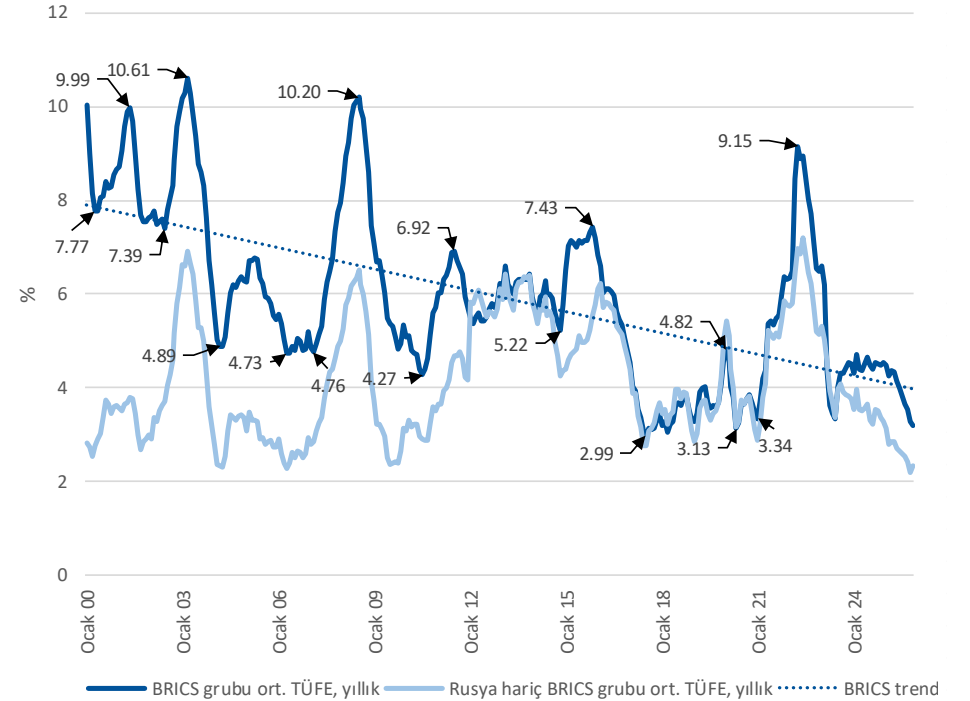
BRICS tarafı için de işler fena gitmiyor. Global enerji fiyatlarının desteği herkes için hissediliyor. Rusya'yı dışlayarak baktığımız grupta %2'ye yakınsayan seyir söz konusu. Yıl içerisindeki 1 puanlık dalgalanmaya rağmen Brezilya'da sıkışmanın etkisi hissedildi ve enflasyon %4'lü seviyelere geriledi, 2024 kapanışının aşağısında. 2026'da görünüm izin verirse, faiz indirimleri beklentisi hakim.

BRICS grubu TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BRICS grubu ort. TÜFE, yıllık



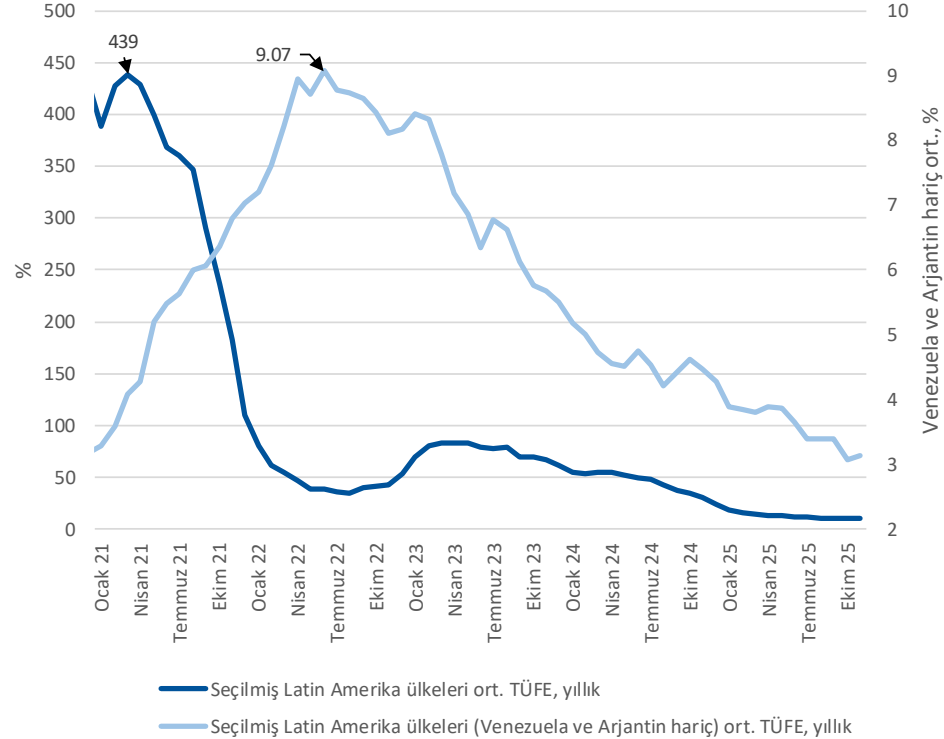
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BRICS: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika

Küresel ekonomi

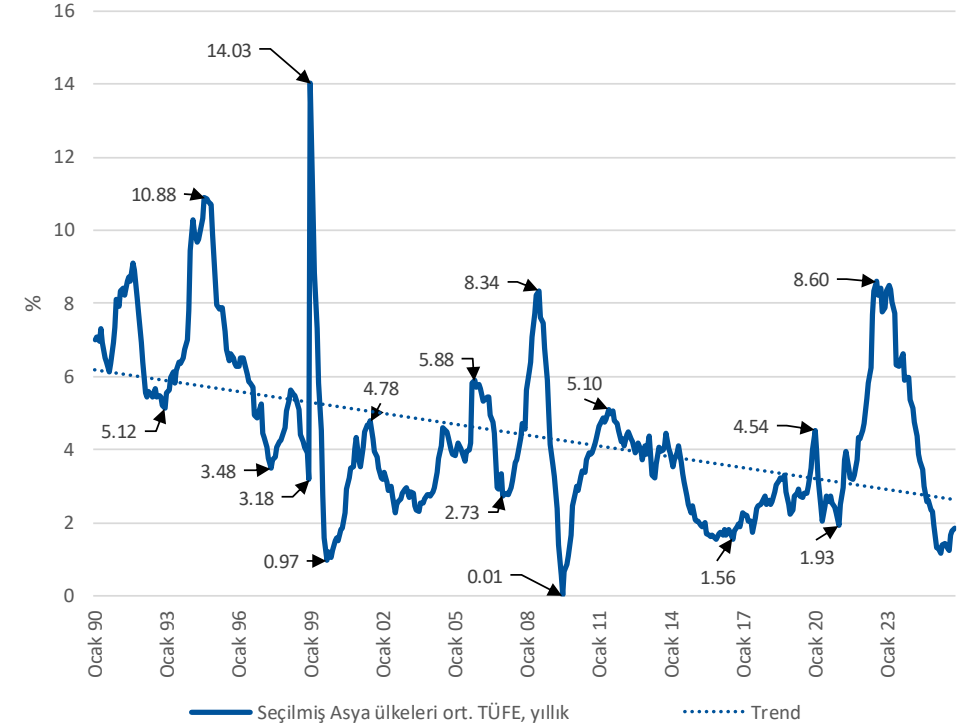
Arjantin’de uygulamaya konulan program, 1 yıl içerisinde resmi enflasyonu 3 haneli rakamlardan %30’lu seviyelere çekmeyi başarırken, Bölge’de Şili (%0.7) ve Peru (%1.3) düşük enflasyon görünümüleriyle pozitif yönde ayrışıyor. Asya’da ise yıl genelinde Çin’de negatif seyrir, Hindistan’da kademeli azalış takip edildi.

Seçilmiş Latin Amerika ülkeleri (Venezuela ve Arjantin hariç) ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Latin Amerika: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezuela

Seçilmiş Asya ülkeleri ort. TÜFE, yıllık

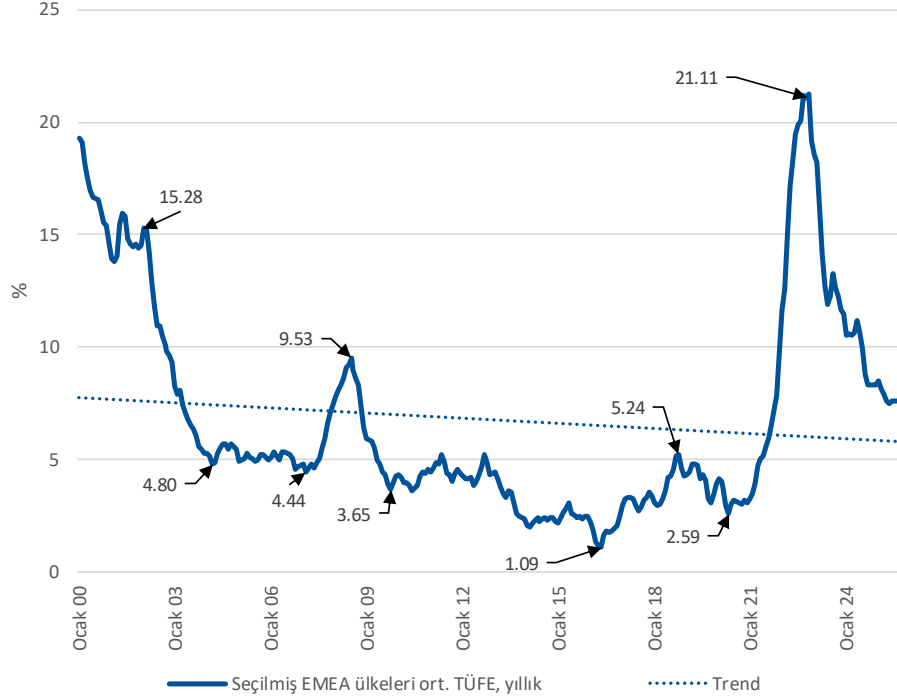


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Asya: Çin, Hindistan, Endonezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayland

Küresel ekonomi

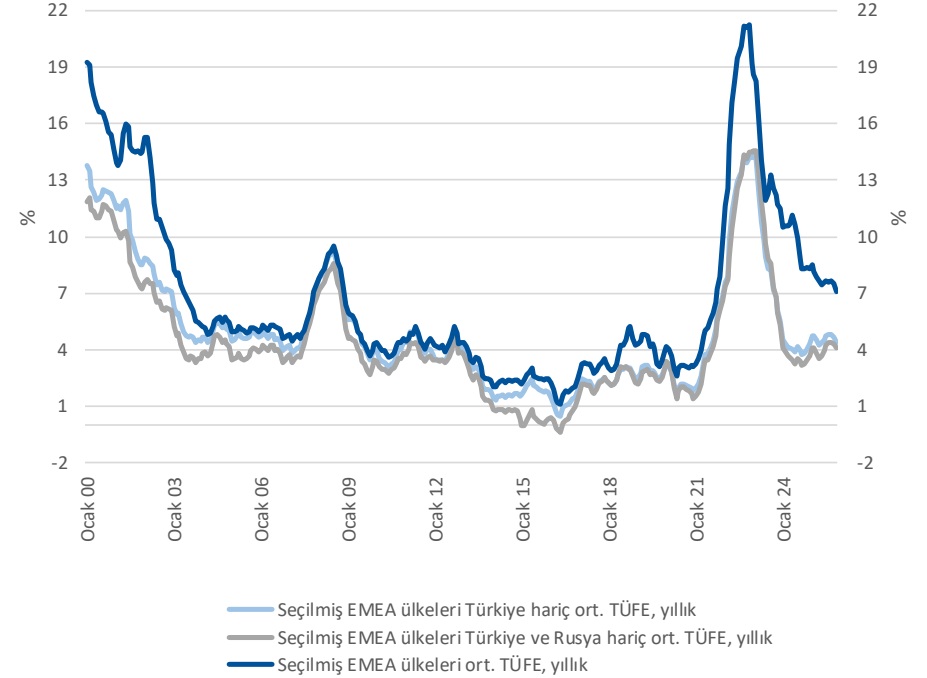
EMEA sınıfında grup enflasyonu 25 yıllık trendine doğru yakınsamaya devam etti. Türkiye’de yavaş hızda da olsa süren dezenflasyon patikası 2025’in genelinde korundu. Ancak, yine de Bölge’nin çift haneli yüksek rakamlardaki tek üyesi olarak kalındı. TR hariç Rusya dahil hesapladığımız grup enflasyonu 2024 kapanışına yakın, her ikisi hariç baktığımız ise hafif üzerinde seyrediyor.

Seçilmiş EMEA ülkeleri ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
EMEA: Bulgaristan, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Türkiye, İsrail, Güney Afrika

Seçilmiş EMEA ülkeleri ort. TÜFE, yıllık

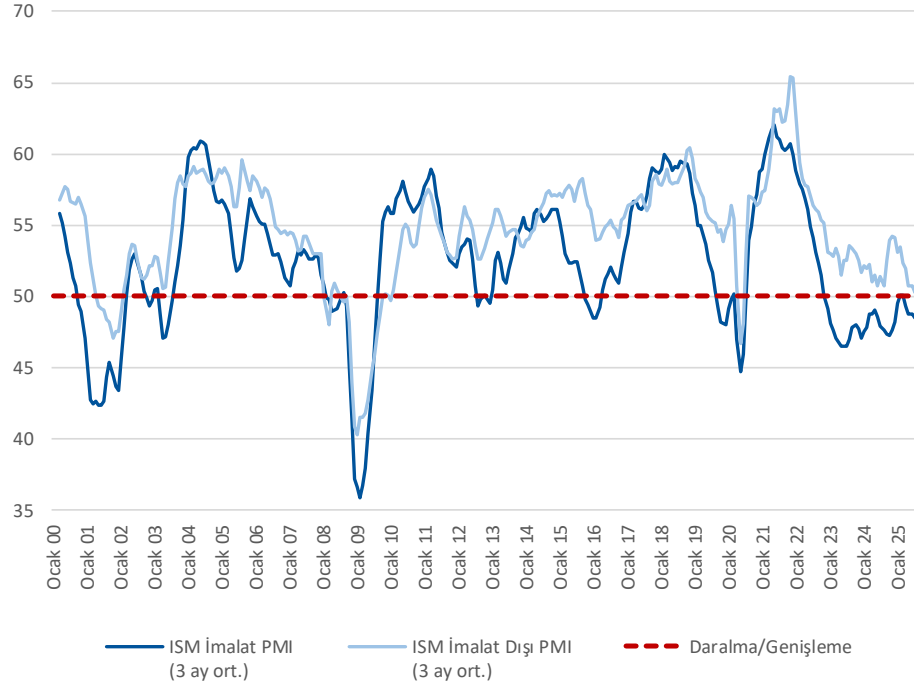


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
EMEA: Bulgaristan, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, İsrail, Güney Afrika

Küresel ekonomi/ABD

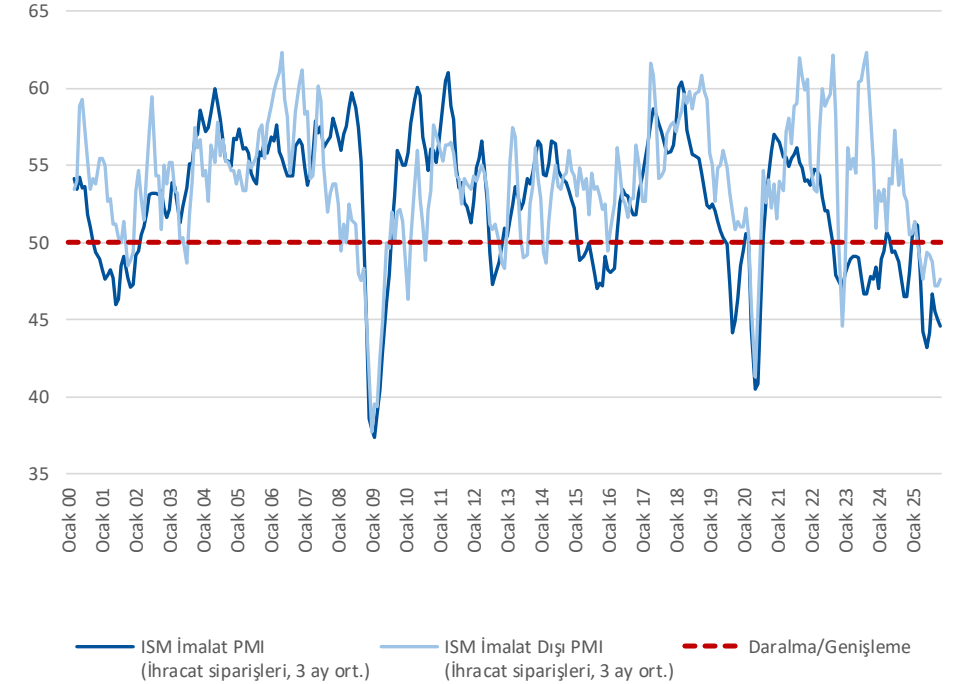
Amerikan ekonomisi, ikinci yılı da imalat-hizmet ayrışmasının gölgesinde geçirdi; tek bir farkla: hizmet tarafında da zayıflama emareleri görüldü. İstihdam tarafındaki eğilim, takip edilen anket göstergelerine de yansırken, ihracat siparişleri her ikisi için de kısa vadeli ortalamalarda daralma bölgesinde seyrediyor. Trend büyümesi etrafında şekillenecek 2026'da farklı bir tablo oluşumu şimdilik zor.

ISM imalat & imalat dışı PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM imalat & imalat dışı PMI, ihracat siparişleri

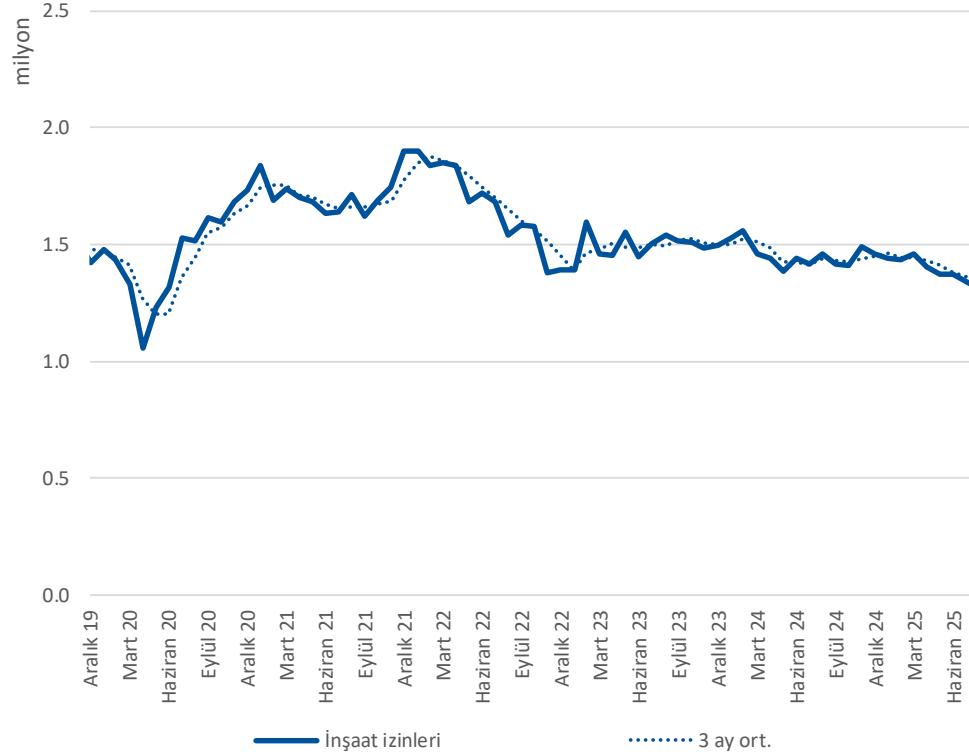


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

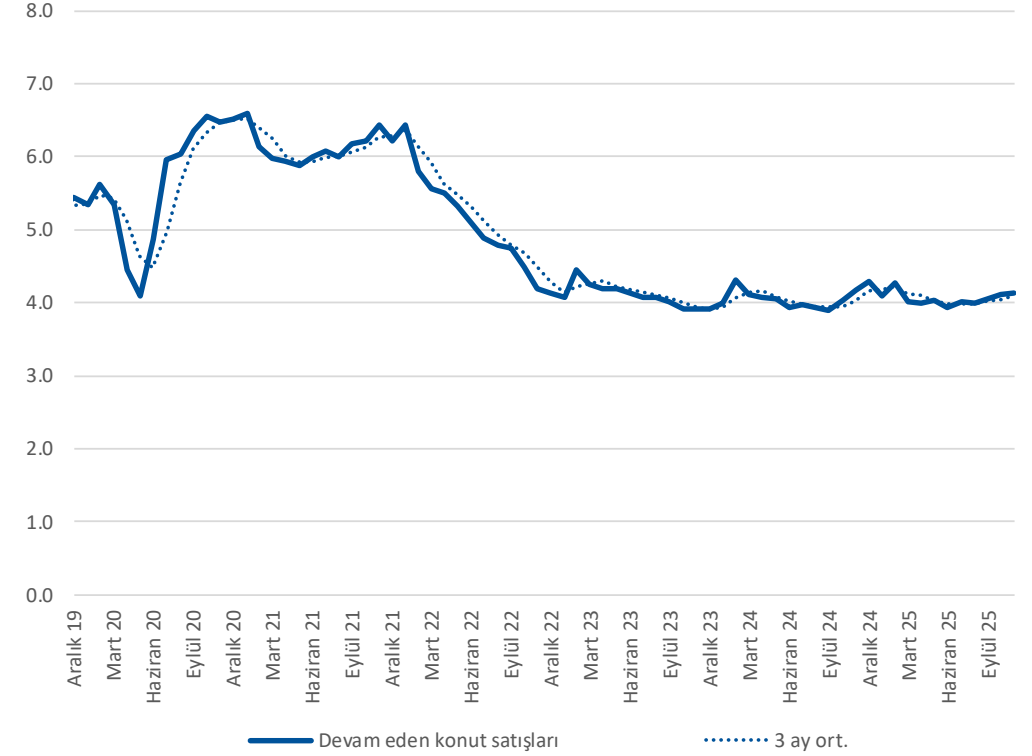
Genel olarak sorun görünmese de zayıflama eğilimi gözlemlendi.

İnşaat izinleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Devam eden konut satışları

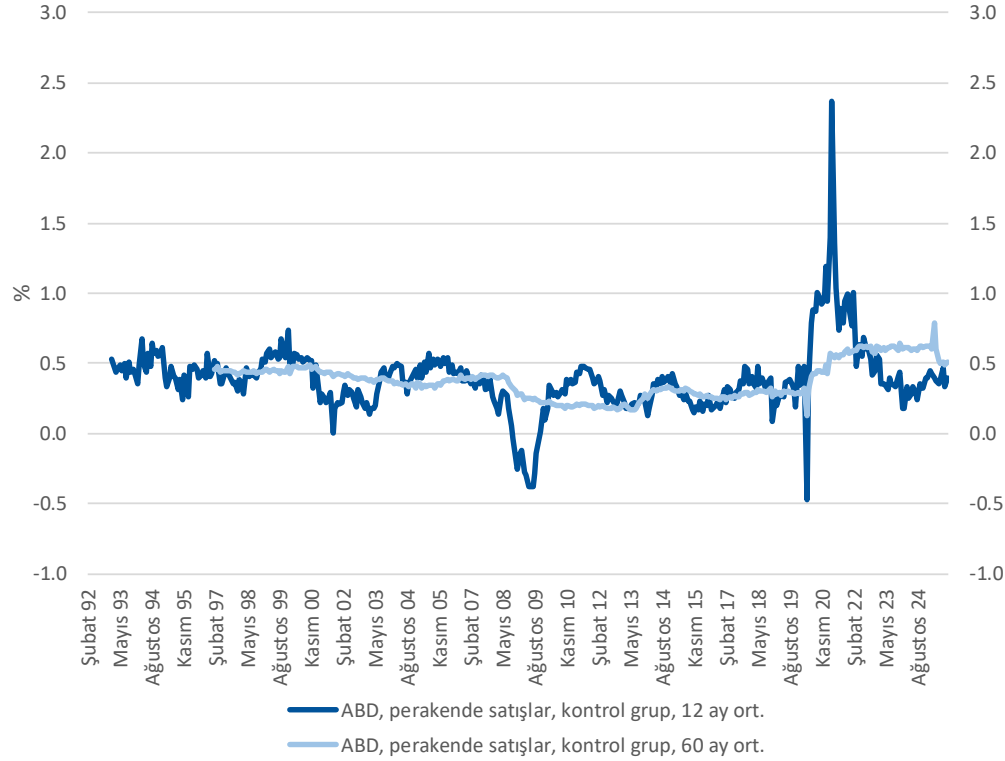


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

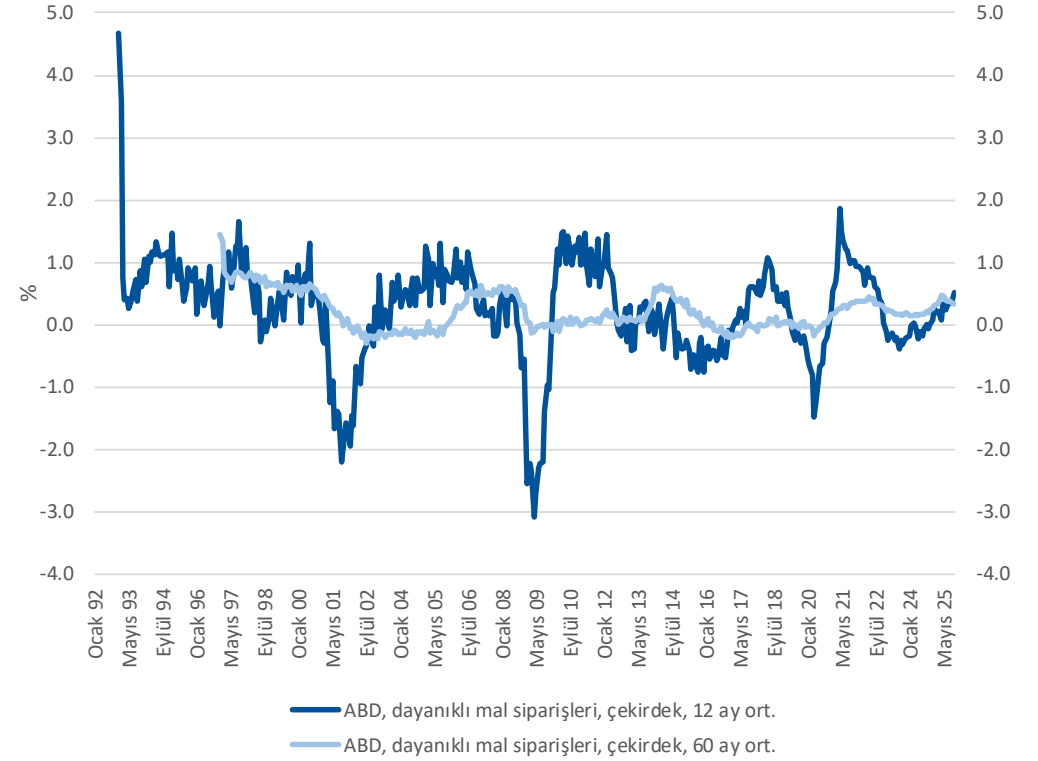
İç tüketime dair «çekirdek» göstergeler zayıflamaktan uzak, hafif toparlanma eğiliminde.

ABD, perakende satışlar, kontrol grup



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, dayanıklı mal siparişleri, çekirdek

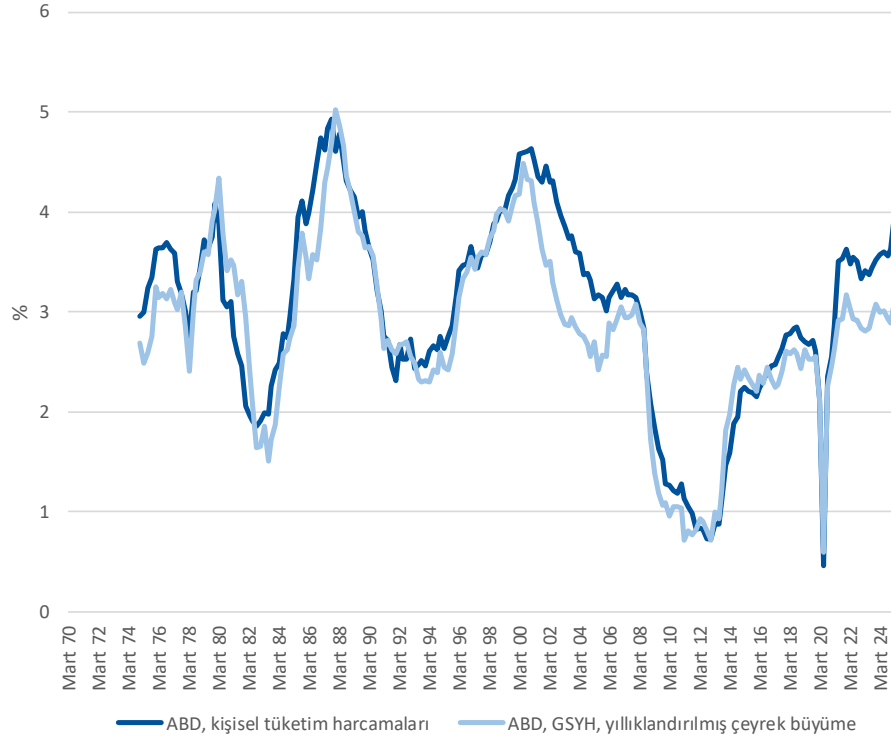


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

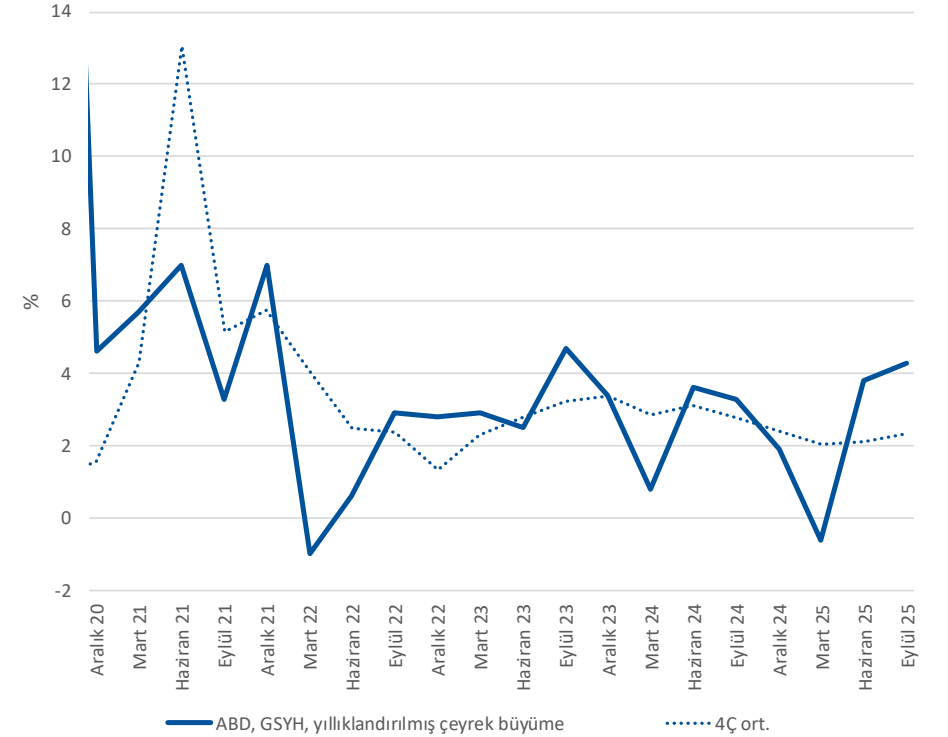
Büyümede kişisel tüketim harcamaları ile yüksek-uzun dönemli korelasyon hesaplamamız, henüz kayda değer derece negatif kopmaya işaret etmiyor. Yıllıklandırılmış çeyrek dönem GSYH verisi son 1 yıl ortalamasında, trend etrafında şekilleniyor.

ABD, kişisel tüketim harcamaları & GSYH, 20Ç uzun dönem ortalamalar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, GSYH, yıllıklandırılmış çeyrek büyüme

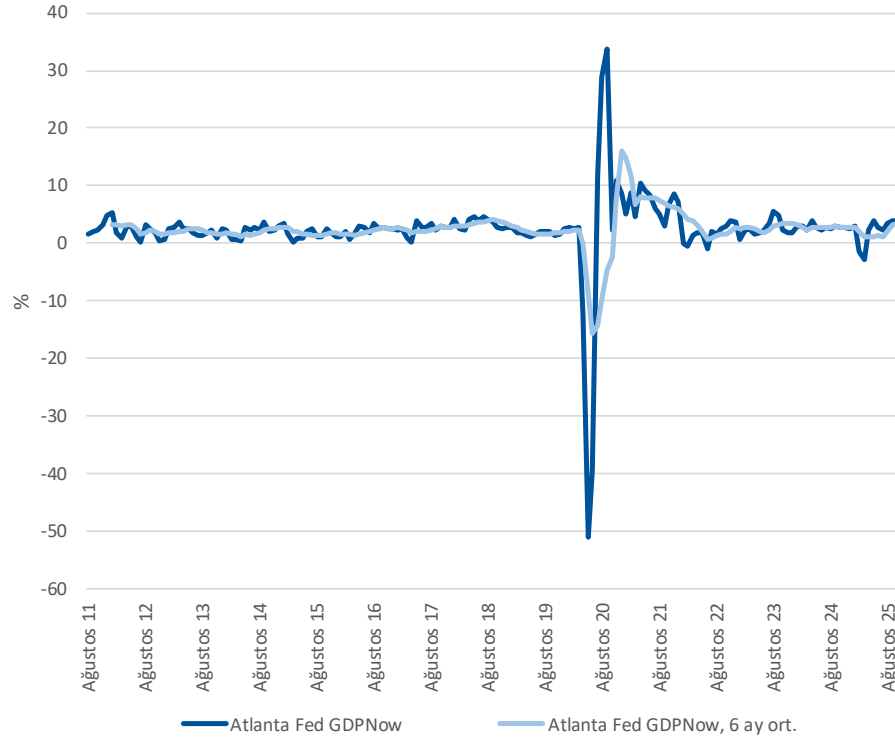


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

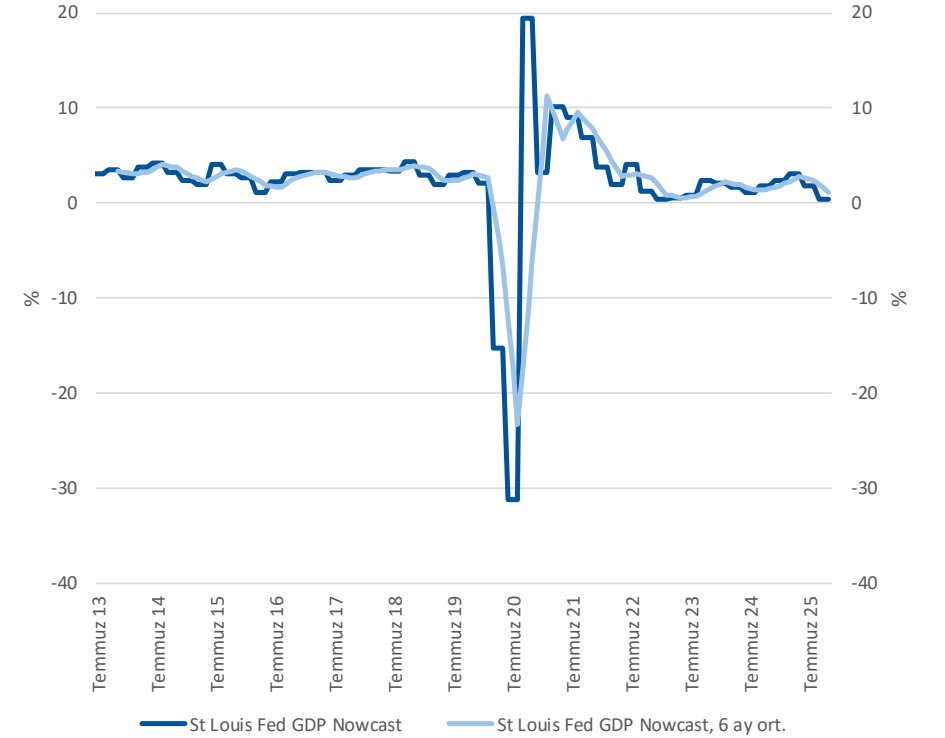
Büyümeye dair gidişat dengeli.

Atlanta Fed GDPNow, ABD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

St Louis Fed GDPNow/ Nowcast

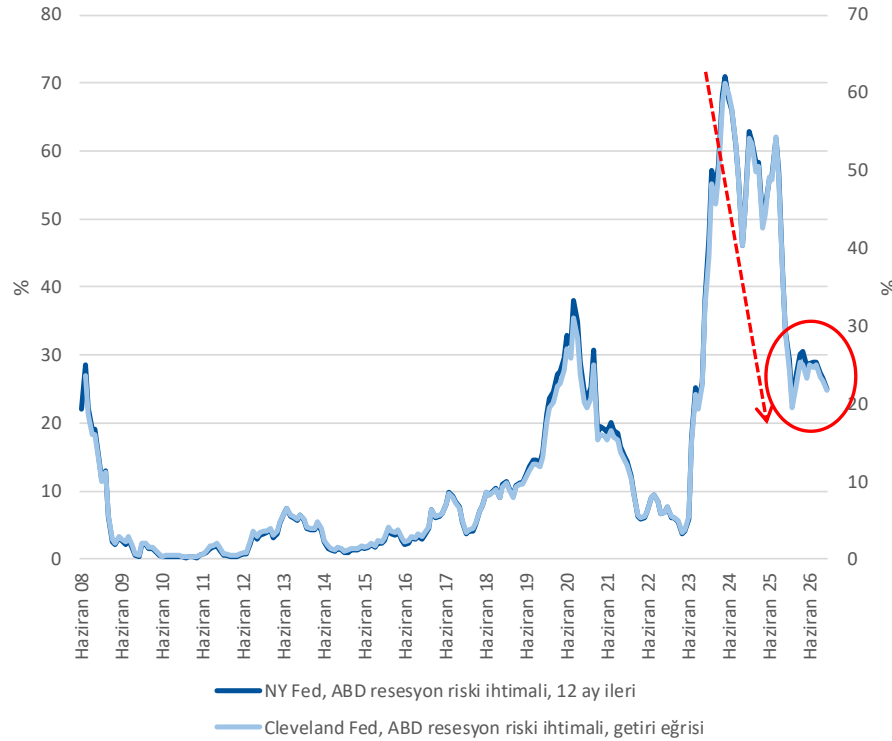


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

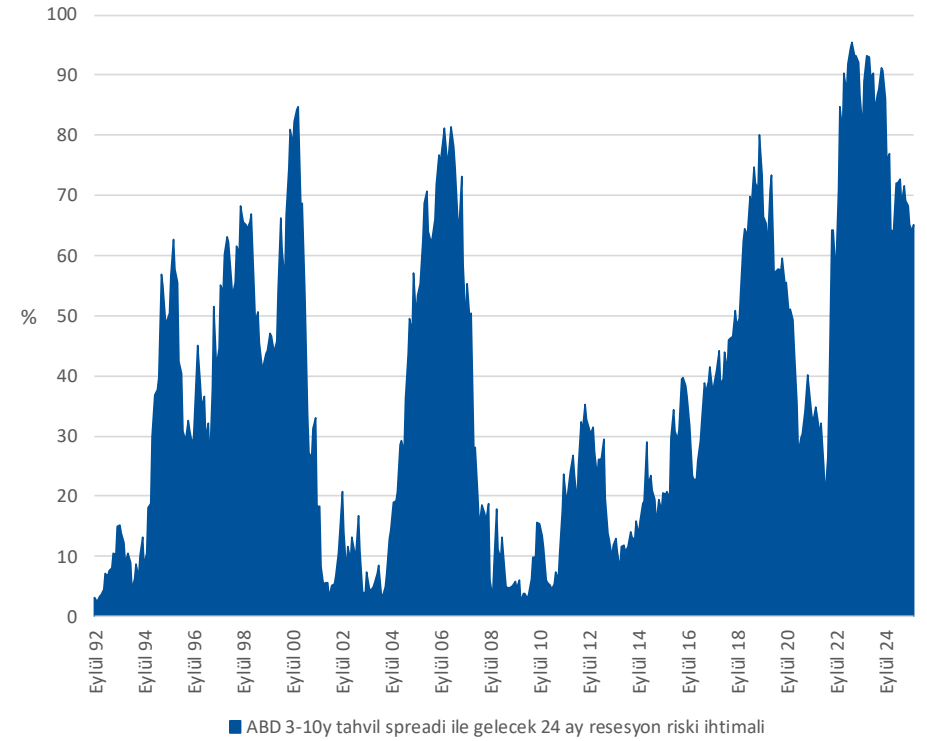
İç talep kanalı sekteye uğramadıkça ABD açısından resesyon beklentileri boşa çıkmaya devam edecek. 2026'nın son diliminde takip edilecek olan ara seçimler ve öncesinde yıl başlangıcı ile birlikte vergi tarafındaki ayarlamaların destekleyeceği görüntü, resesyon beklenti fiyatlamalarının biraz daha aşağı gelmesine zemin hazırlayabilir.

ABD resesyon ihtimali ölçümleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD 3-10y tahvil spreadi ile gelecek 24 ay resesyon riski ihtimali

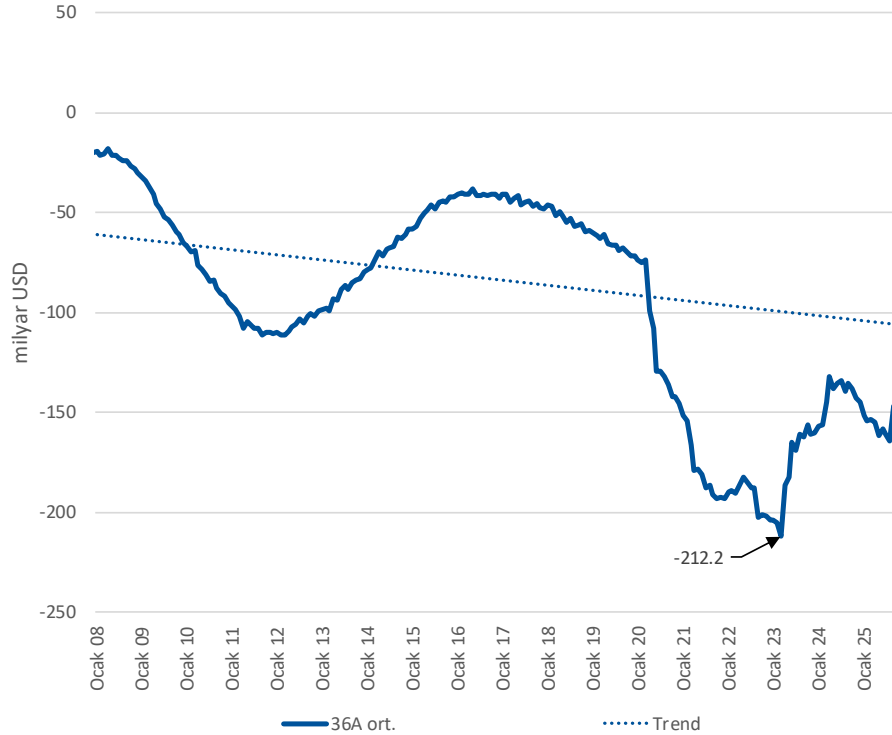


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

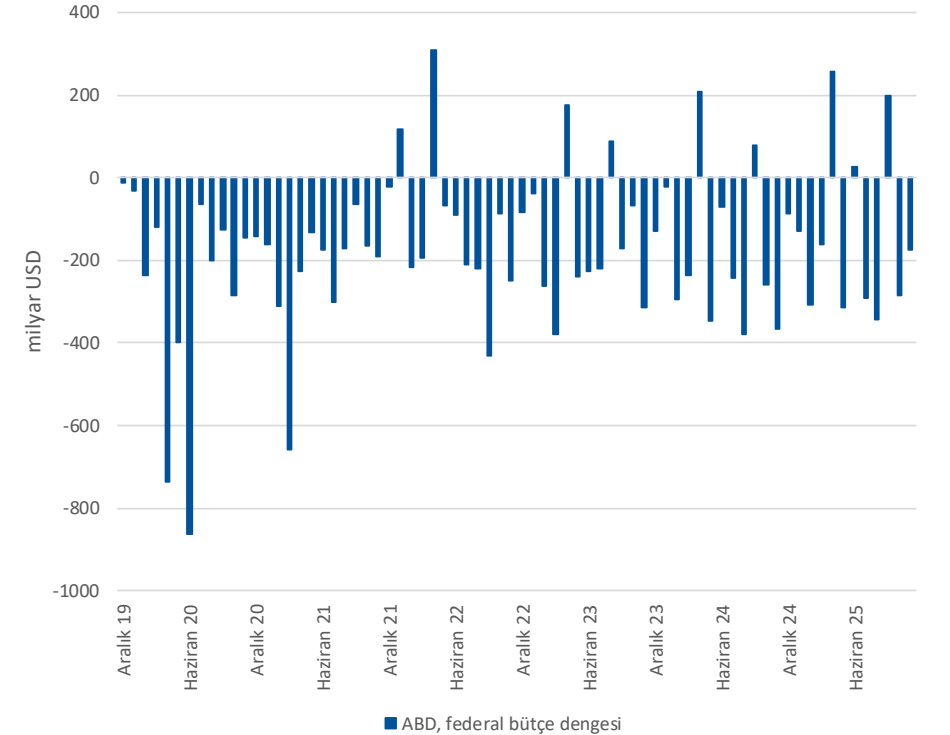
ABD’de artan bütçe açığı, getiri eğrisinin uzun tarafındaki problemlerin ilk sırasında geliyor. 2023 sonrasında uzun vadeli açık kısmen daralsa da artık aylık 100-200 milyar dolar gibi yeni bir patikada ilerliyor.

ABD, federal bütçe dengesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, federal bütçe dengesi

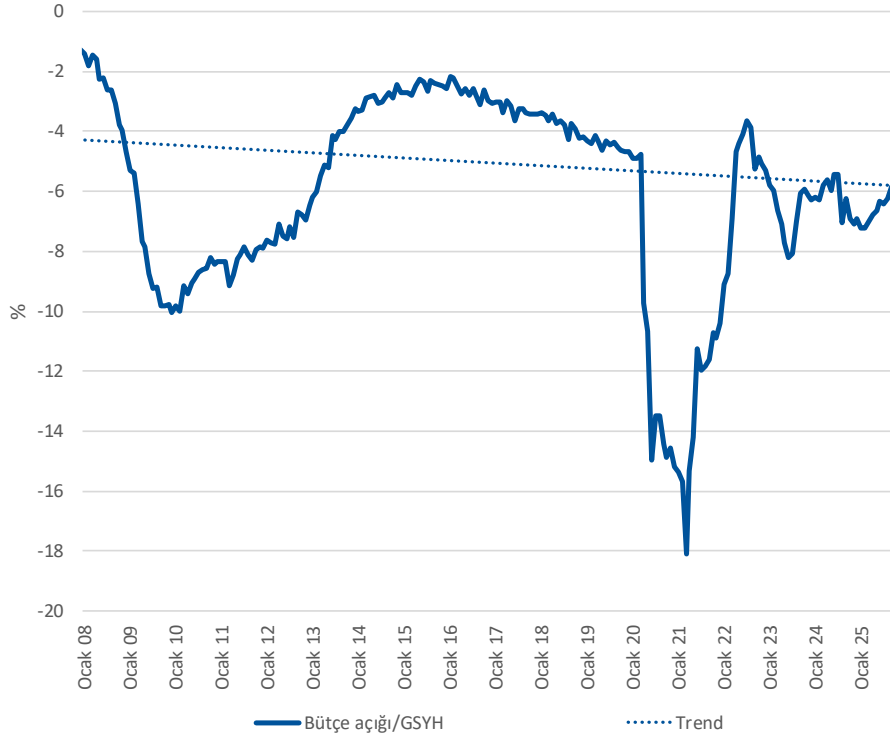


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

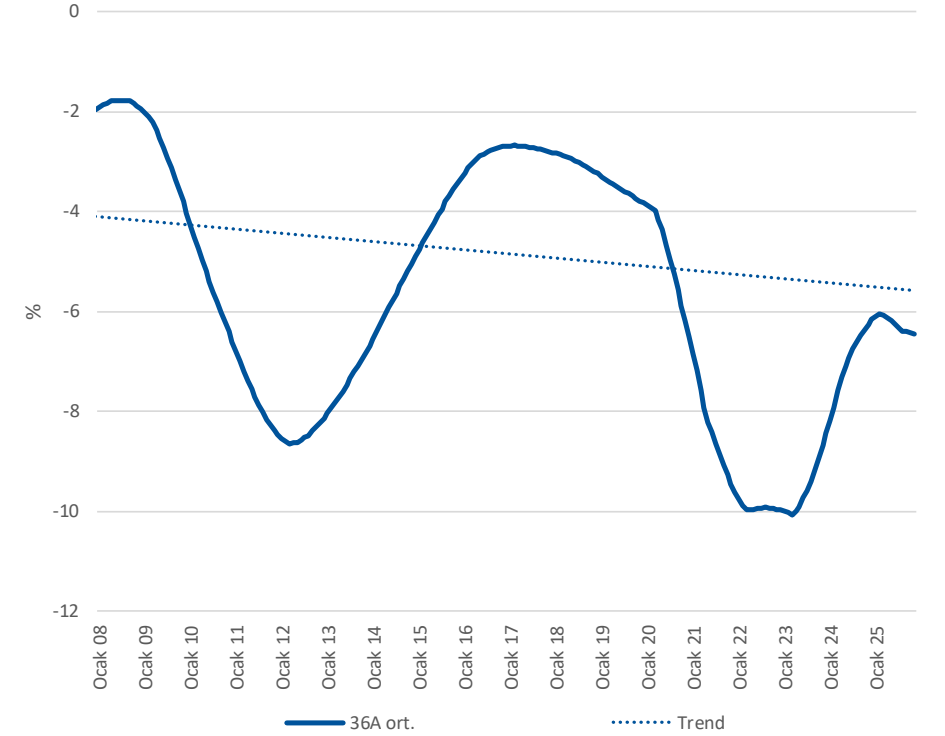
Pandemi sürecinin sarkan etkileri de gözetildiğinde, son 3 yılda ortalama bütçe açığı/GSYH oranı %-6.4 oldu. Öte yandan 2024 sonuna göre açığındaki kapanma 1 puan seviyesinde.

ABD, bütçe açığı/GSYH



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

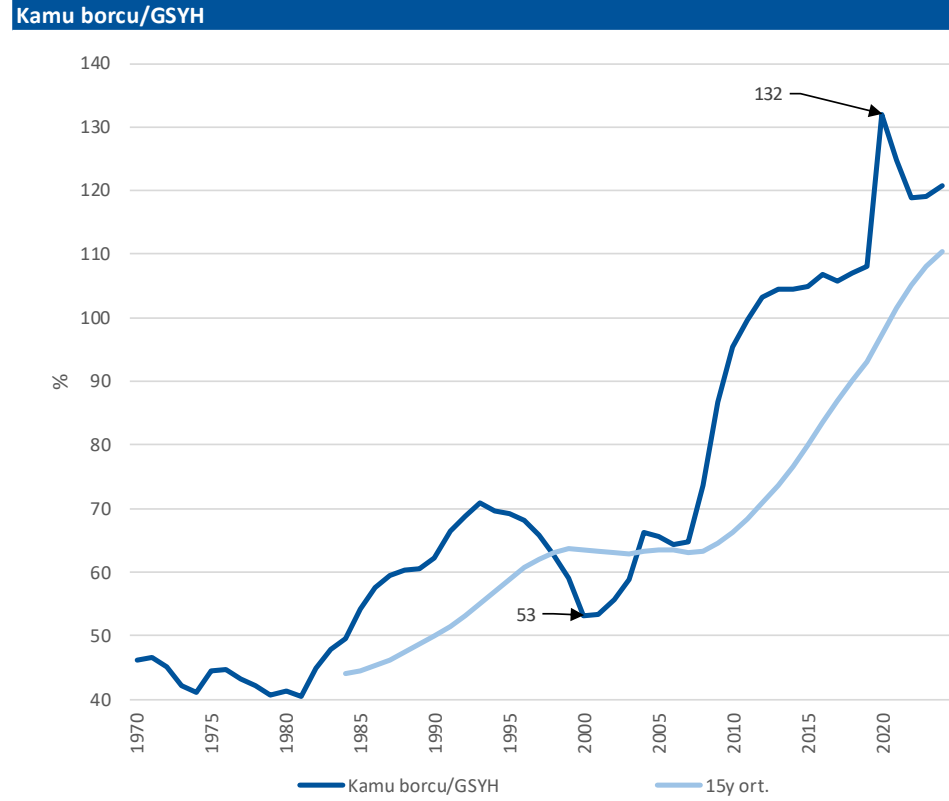
ABD, bütçe açığı/GSYH



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

Kamu borcu/GSYH %120'li seviyelerde ve 2000'den bu yana düzenli yükseliyor.

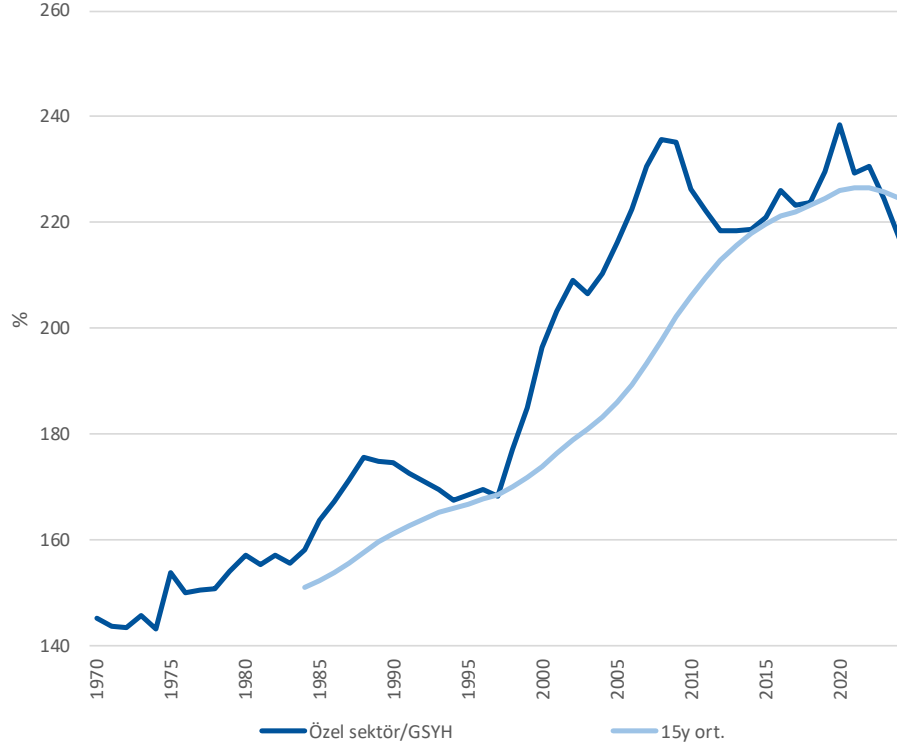


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

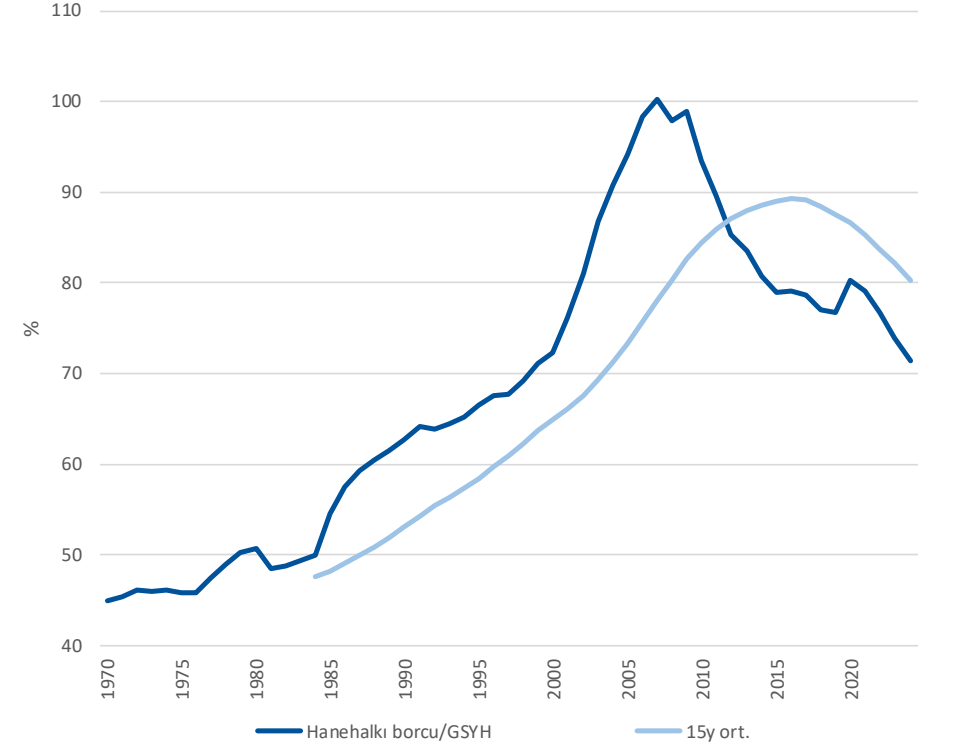
Kamunun aksine hanehalkı borç rasyosu geriliyor ve daha kabul edilebilir seviyelerde yer alıyor.

Özel sektör/GSYH



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hanehalkı borcu/GSYH

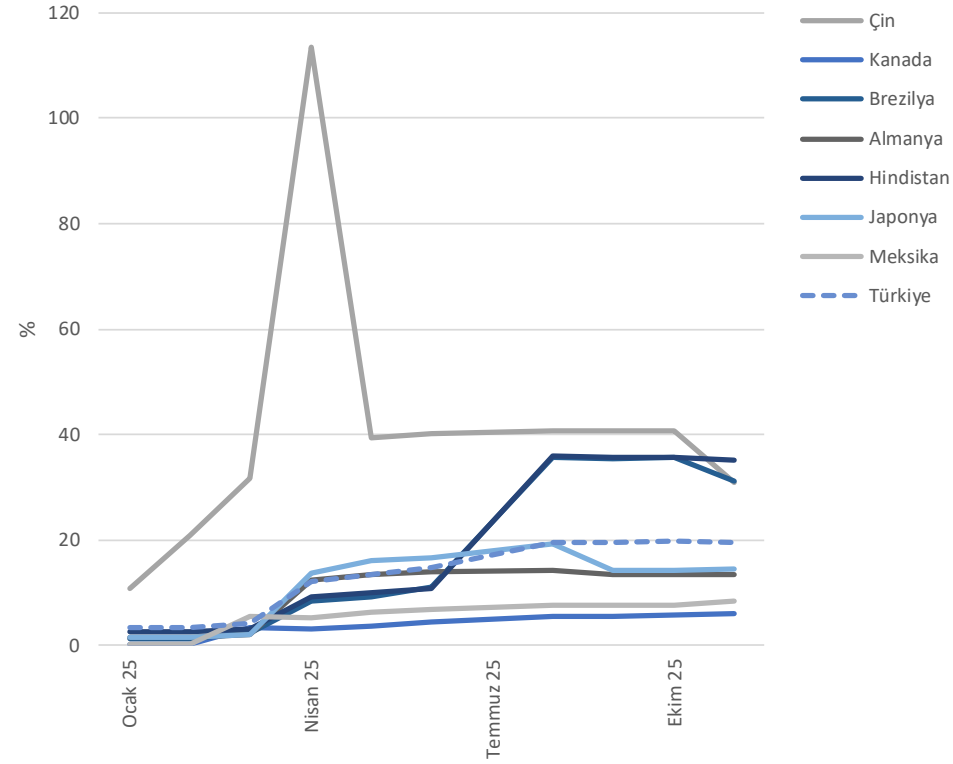


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

Yürürlüğe konulan tarife uygulamalarının kısa vadeli etkileri, gümrük vergileri üzerinden sağlanan getirilerin artışı şeklinde yansıyor.

Ortalama tarife oranı, Bloomberg Economics tahminleri

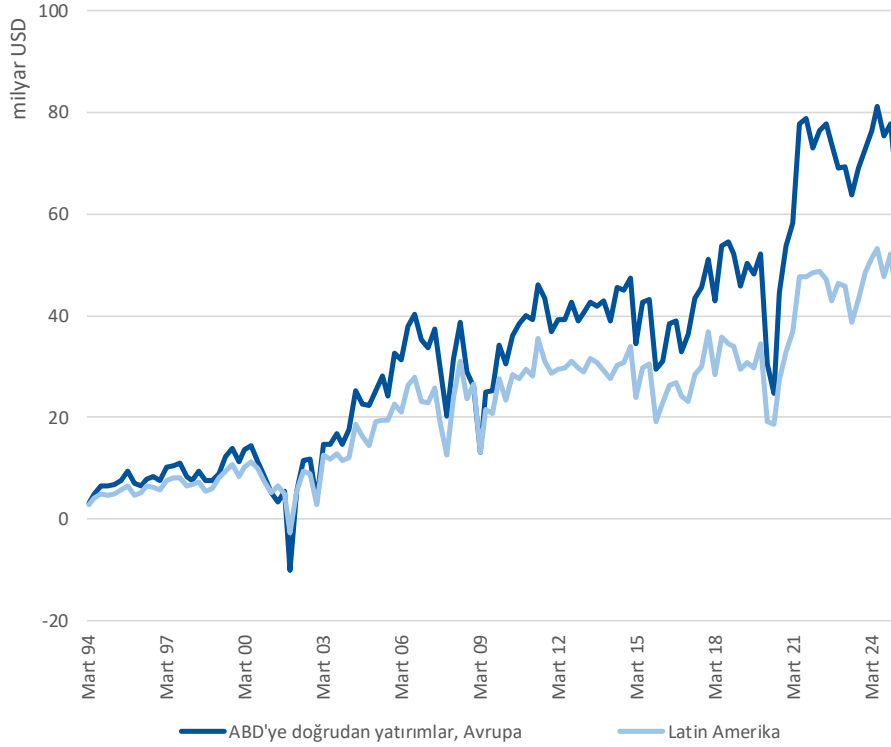


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg Economics hesaplamaları

Küresel ekonomi/ABD

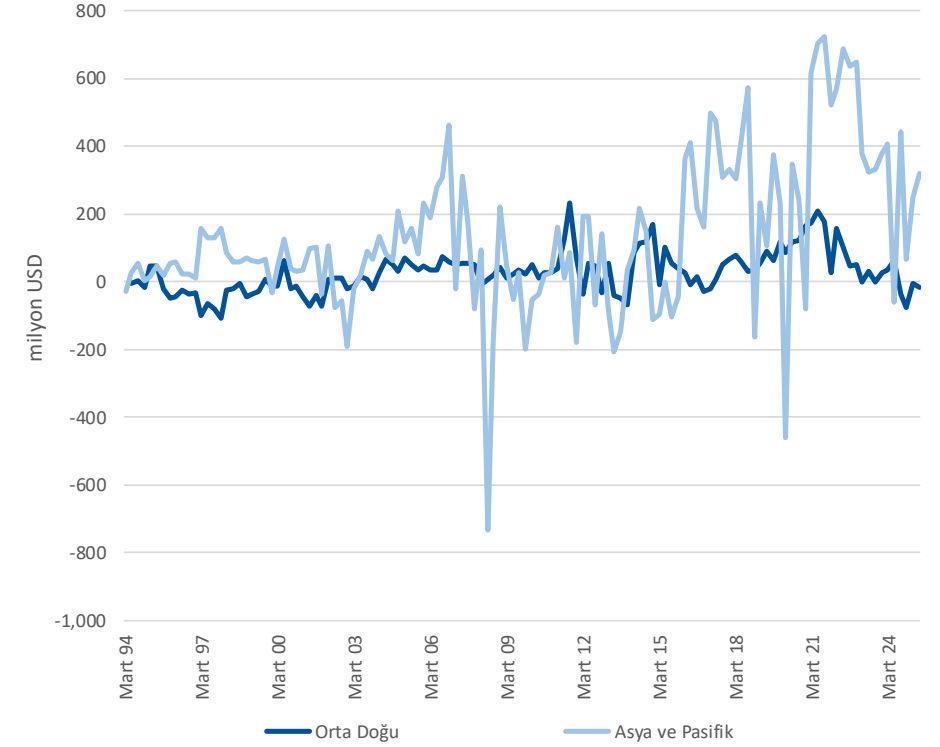
Tarifelerin bir diğer amacı da ABD'ye yönelik doğrudan yatırımları (FDI) yeniden canlandırmak ve bölge bazında genele yaymak.

ABD'ye doğrudan yatırımlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD'ye doğrudan yatırımlar

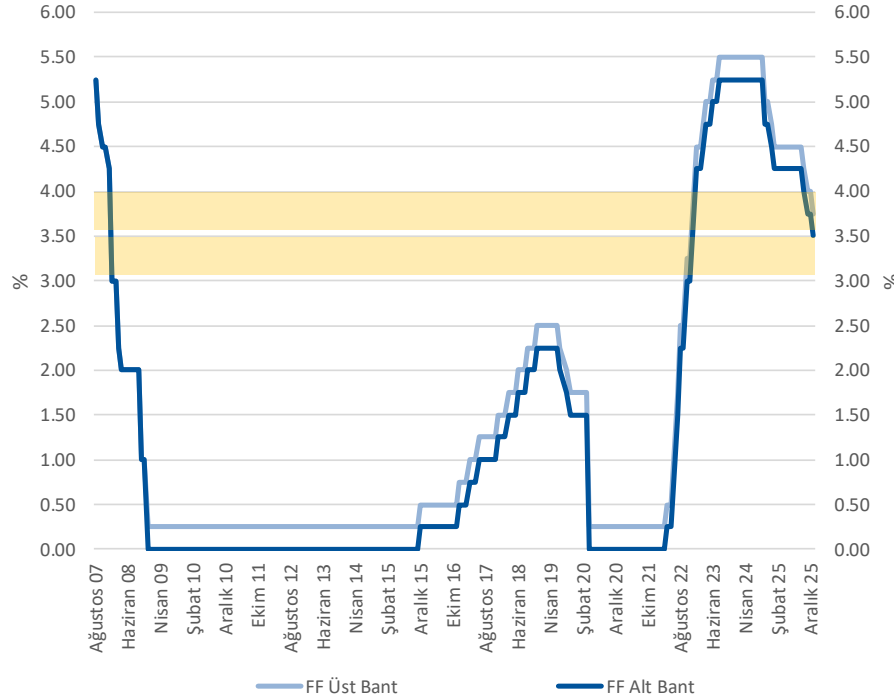


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

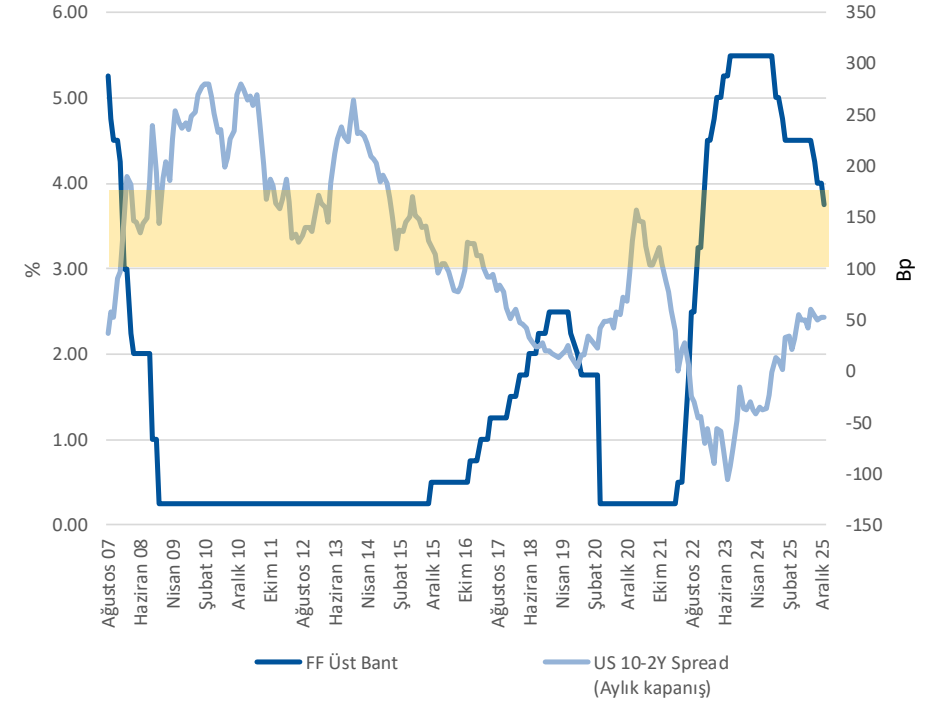
Fed'in, federal fonlama faizi düzeyini «nötr faiz» olarak kabul edilen %3 civarı bir noktada belirleyeceği düşüncesi genel kanaat. Faiz spreadleri tarafında Temmuz ve sonrasında pozitif bölgedeki seyir, uzun vadede maliye politikasından enflasyona dek geniş çerçevedeki endişeleri barındırıyor. Yatırımcılar, bir süredir, uzun vadede ABD risk/getiri makasını yukarıda tutuyor.

Fed faiz oranları: FF üst bant & alt bant



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

FF üst bant & ABD tahvil spreadi

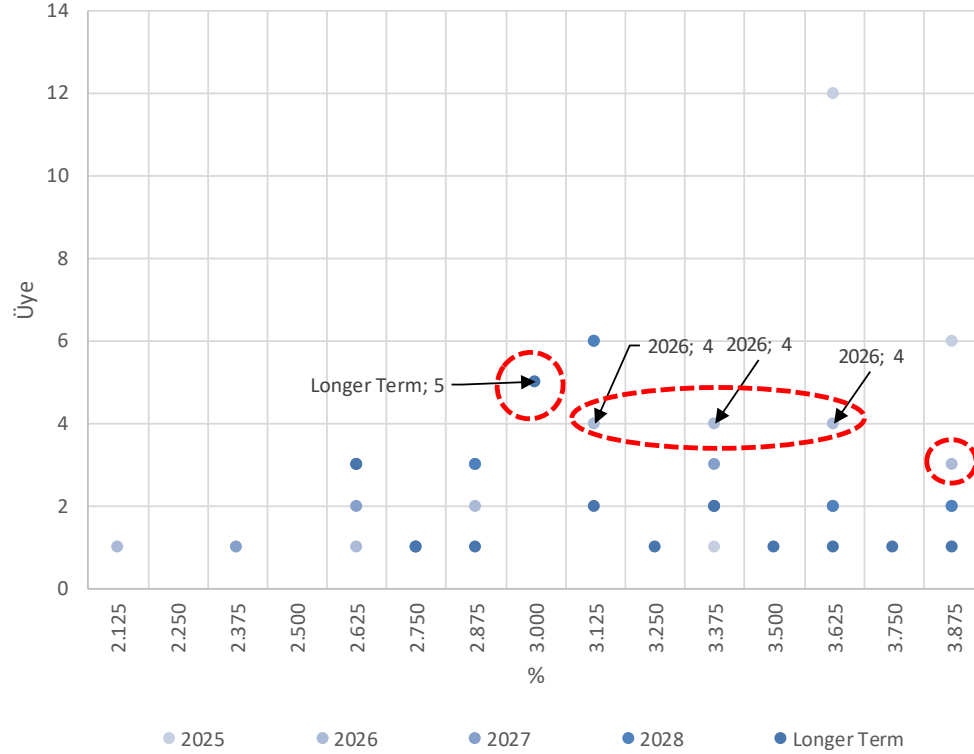


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
Tahvil spreadinde aylık kapanış için en yakın değer alınmıştır.

Küresel ekonomi/ABD

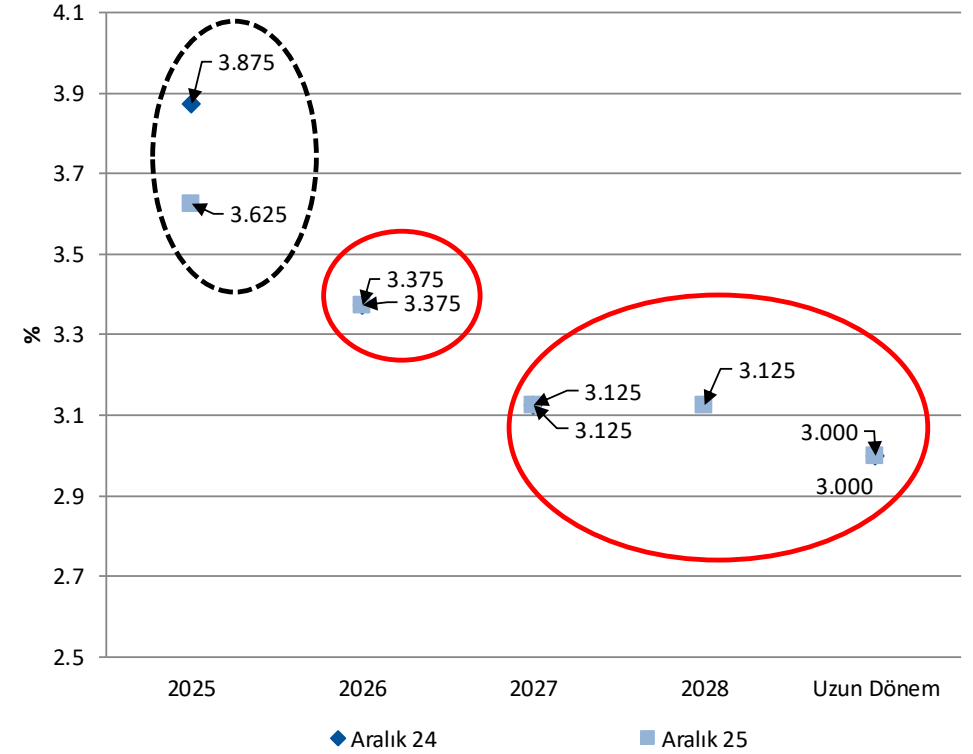
Volatilitesi yüksek ve yoğun tüm haber akışına rağmen ABD’de median faiz oranlarına dair üyelerin beklentileri 1 yıl öncesine göre neredeyse değişmedi. Sadece 2025’e yönelik bakış açısı faiz indirimleri kaynaklı sınırlı düzeyde aşağı yönde güncellenirken, 2026-28 dönemi ve uzun vade yerinde saydı. Bu da uzun vadeli tahvil faizlerindeki seyrin bir diğer açıklayıcısı konumunda.

FOMC Dot Plot dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

FOMC DOTS median faiz oranları

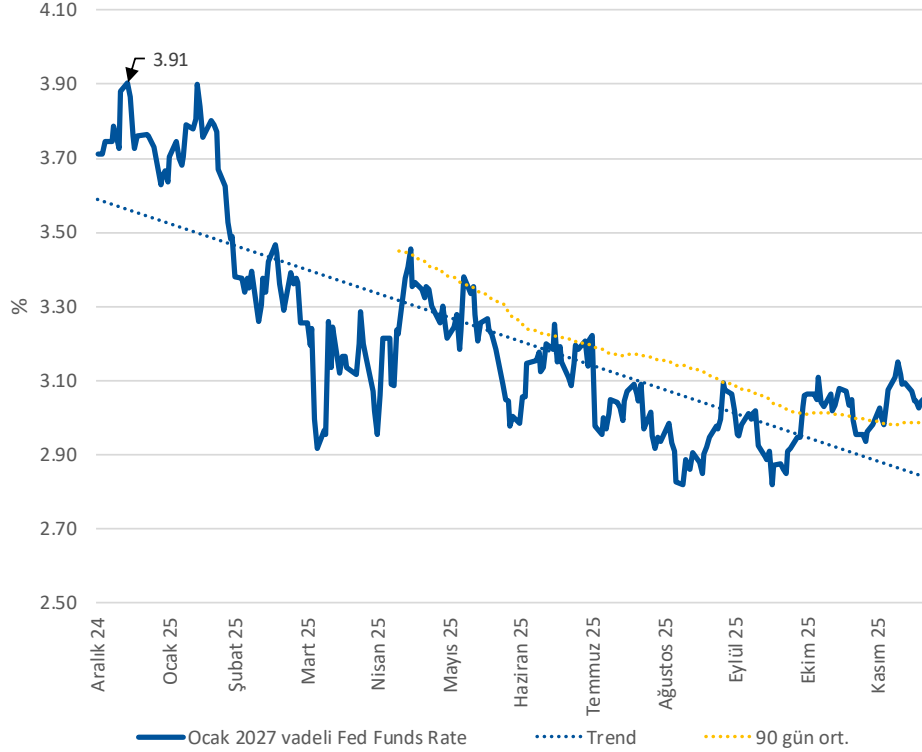


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

Küresel ekonomi/ABD

İşlemciler, 1 yıl sonrası için %3 civarında Fed faizi konumlanması beklentisinde.

İleri vade federal fonlama faizi (FF) fiyatlamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

Aralık FOMC toplantısı ile birlikte kamuoyuna paylaşılan projeksiyonlar.



FOMC Makro Projeksiyonlar											
Makro projeksiyonlar (%)		2025		2026		2027		2028		Uzun dönem	
GSYH											
Mart 25			1.7		1.8		1.8				1.8
Haziran 25			1.4		1.6		1.8				1.8
Eylül 25			1.6		1.8		1.9		1.8		1.8
Aralık 25			1.7		2.3		2.0		1.9		1.8
Bir önceki toplantıya göre değişim		▲	0.1	▲	0.5	▲	0.1	▲	0.1	■	0.0
İşsizlik Oranı											
Mart 25			4.4		4.3		4.3				4.2
Haziran 25			4.5		4.5		4.4				4.2
Eylül 25			4.5		4.4		4.3		4.2		4.2
Aralık 25			4.5		4.4		4.2		4.2		4.2
Bir önceki toplantıya göre değişim		■	0.0	■	0.0	▼	-0.1	■	0.0	■	0.0
PCE											
Mart 25			2.7		2.2		2.0				2.0
Haziran 25			3.0		2.4		2.1				2.0
Eylül 25			3.0		2.6		2.1		2.0		2.0
Aralık 25			2.9		2.4		2.1		2.0		2.0
Bir önceki toplantıya göre değişim		▼	-0.1	▼	-0.2	■	0.0	■	0.0	■	0.0
Çekirdek PCE											
Mart 25			2.8		2.2		2.0				
Haziran 25			3.1		2.4		2.1				
Eylül 25			3.1		2.6		2.1		2.0		
Aralık 25			3.0		2.5		2.1		2.0		
Bir önceki toplantıya göre değişim		▼	-0.1	▼	-0.1	■	0.0	■	0.0		
F.F. Oranı											
Mart 25			3.9		3.4		3.1				3.0
Haziran 25			3.9		3.6		3.4				3.0
Eylül 25			3.6		3.4		3.1		3.1		3.0
Aralık 25			3.6		3.4		3.1		3.1		3.0
Bir önceki toplantıya göre değişim		■	0.0	■	0.0	■	0.0	■	0.0	■	0.0

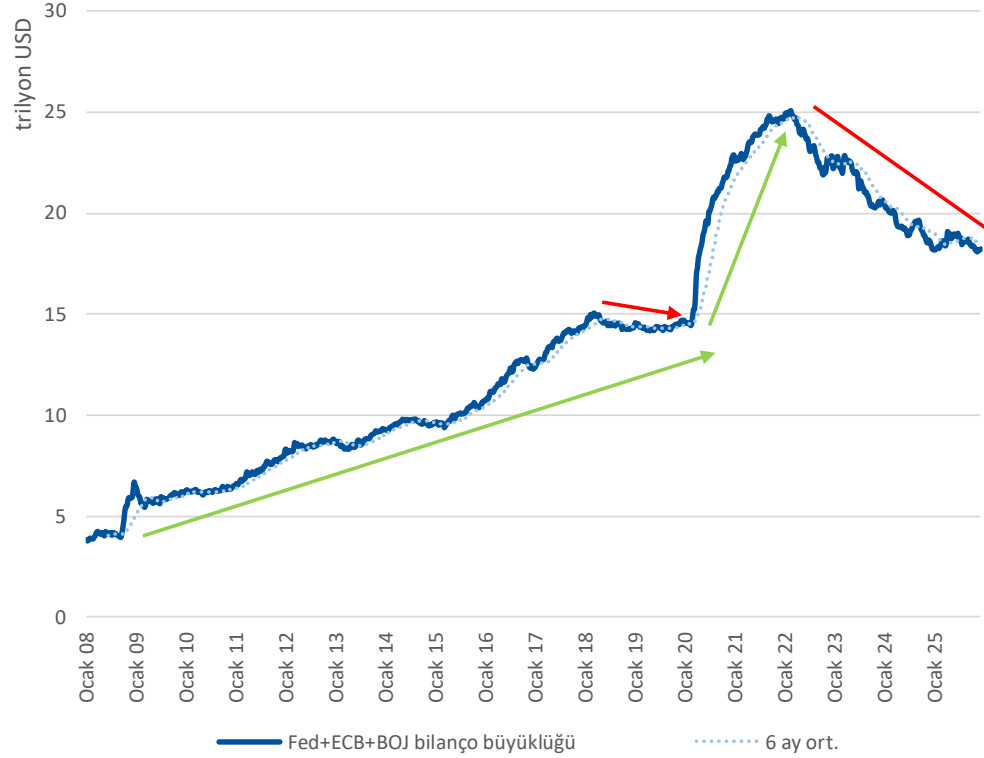
Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Değişimler, yüzde puan.

Küresel ekonomi/ABD

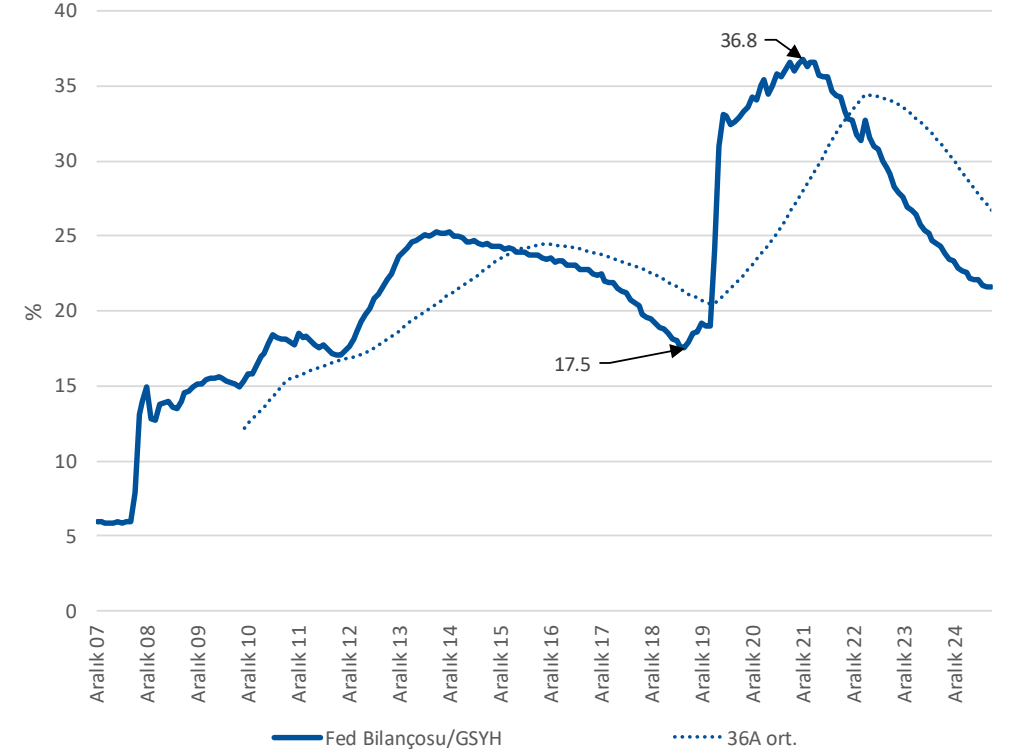
2025 başlangıcında Fed bilançosu için «6-6.5 trilyon dolar aralığına daralma» beklentisi paylaşmıştık. Fed, bu ekseninde hareket etti ve GSYH oranla bilançosunu 2019 seviyelerine yaklaştırdı. 3 büyük merkez bankasının toplam bilanço büyüklüğü ise zirve değer olan 25 trilyon dolardan 18 trilyon dolara dek geriledi. Global merkez bankaları bir sonraki kriz için bilanço ayarlamalarını çok büyük oranda tamamladılar.

Fed, ECB, BOJ bilanço büyüklükleri, kümülatifleştirilmiş



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Fed bilanço büyüklüğü/GSYH

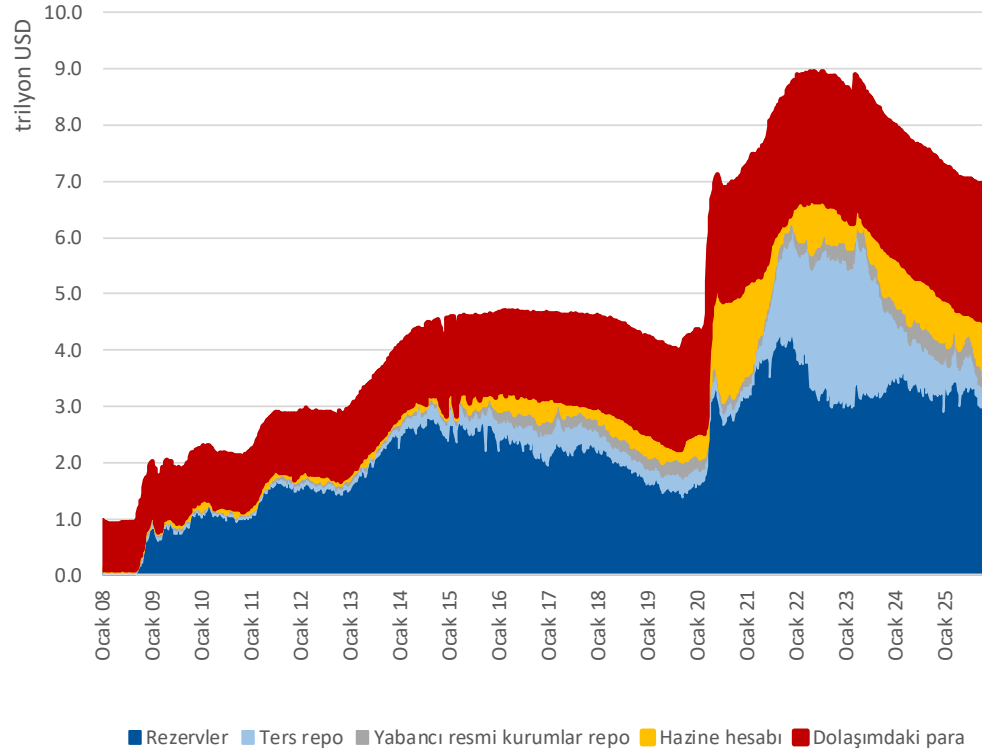


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

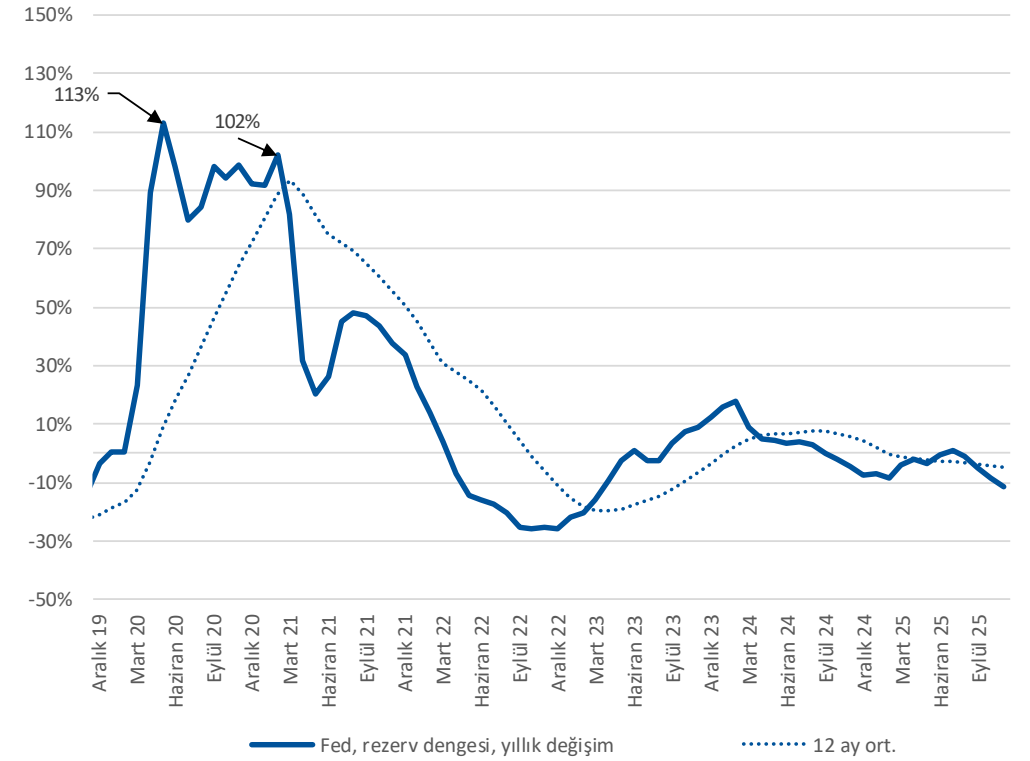
Fed'in 12 Aralık'tan geçerli Hazine kağıdı alımlarına başlamasının temel nedeni, sistemdeki rezervlerin belirli bir noktaya gelmesi ve likidite dengesini korumak istemesi. Bu ihtimal zaten bir süredir tartışılıyordu. Bilançodaki daralma çok yüksek oranda arzu edilen düzeye geldiği için Fed'in adım atması zor olmadı.

Fed bilançosu, seçilmiş yükümlülükler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Fed, rezerv dengesi, yıllık değişim

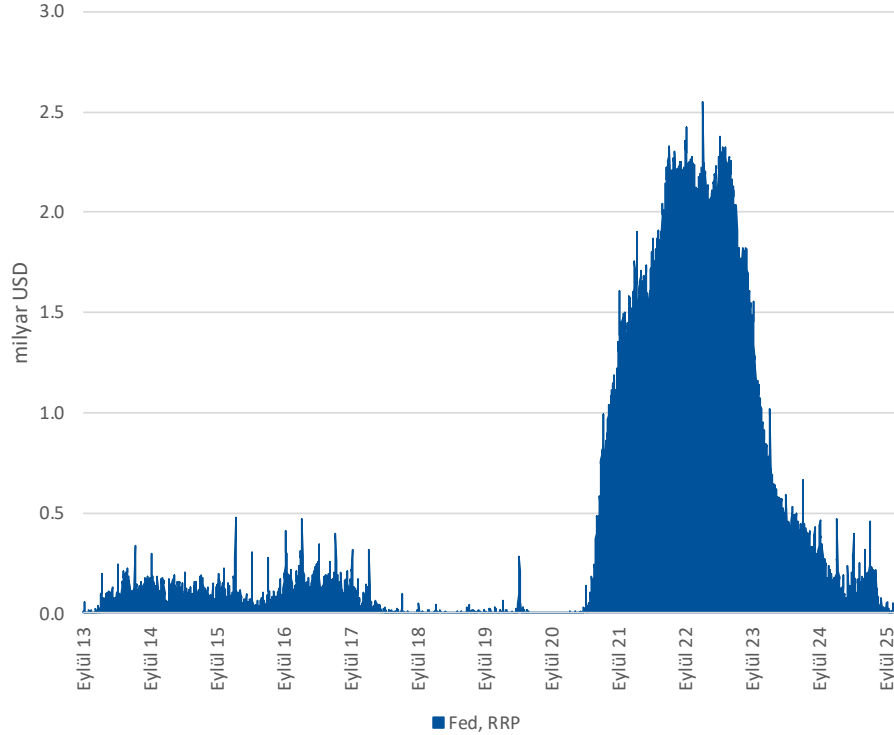


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

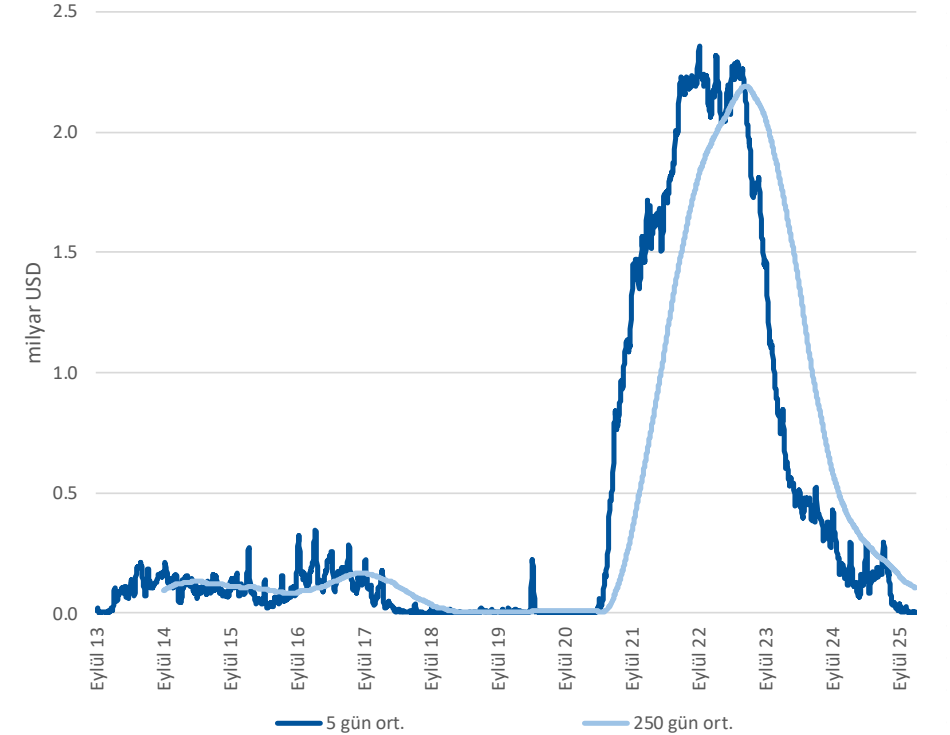
Doğal olarak Fed'in ters repo operasyonlarına olan ilgi de azaldı.

Fed, ters repo penceresi, toplam rakam



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Fed, ters repo penceresi, toplam rakam

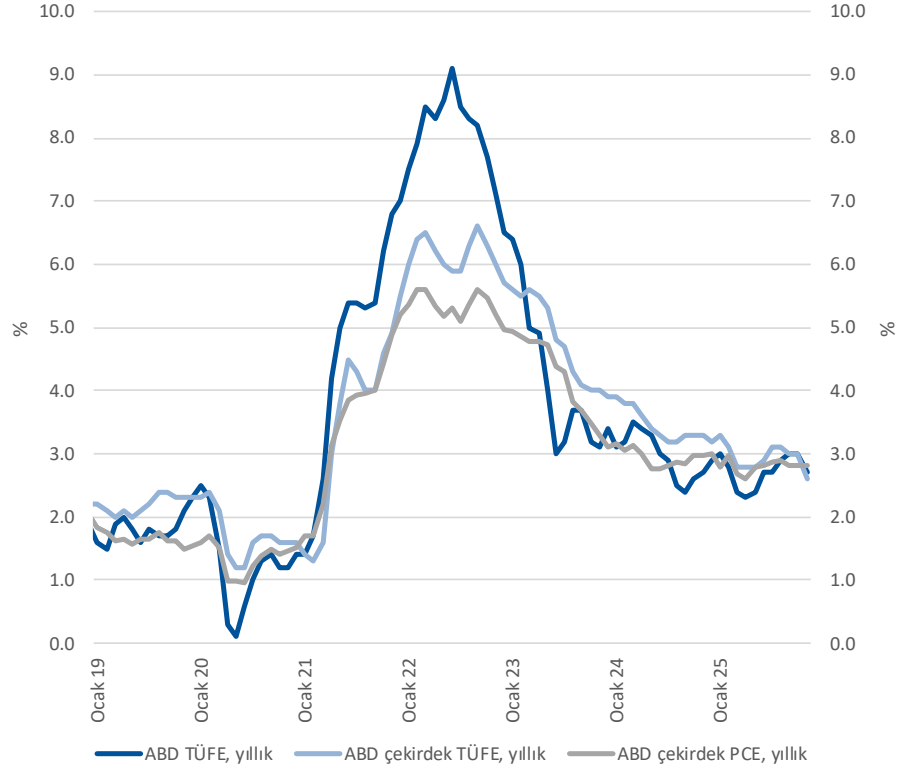


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

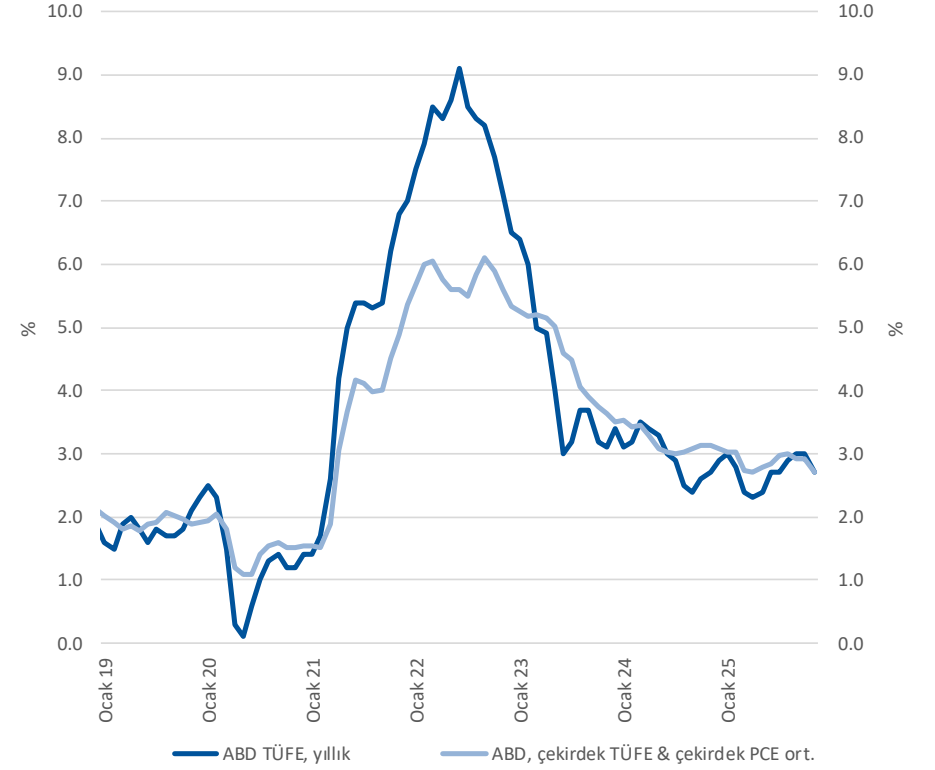
Hizmet tarafındaki zorlayıcı görüntü devam ederken, genel enflasyon seviyeleri Fed'in hedefi üzerinde kalır pozisyonunu koruyor.

ABD enflasyon göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD enflasyon göstergeleri, yıllık

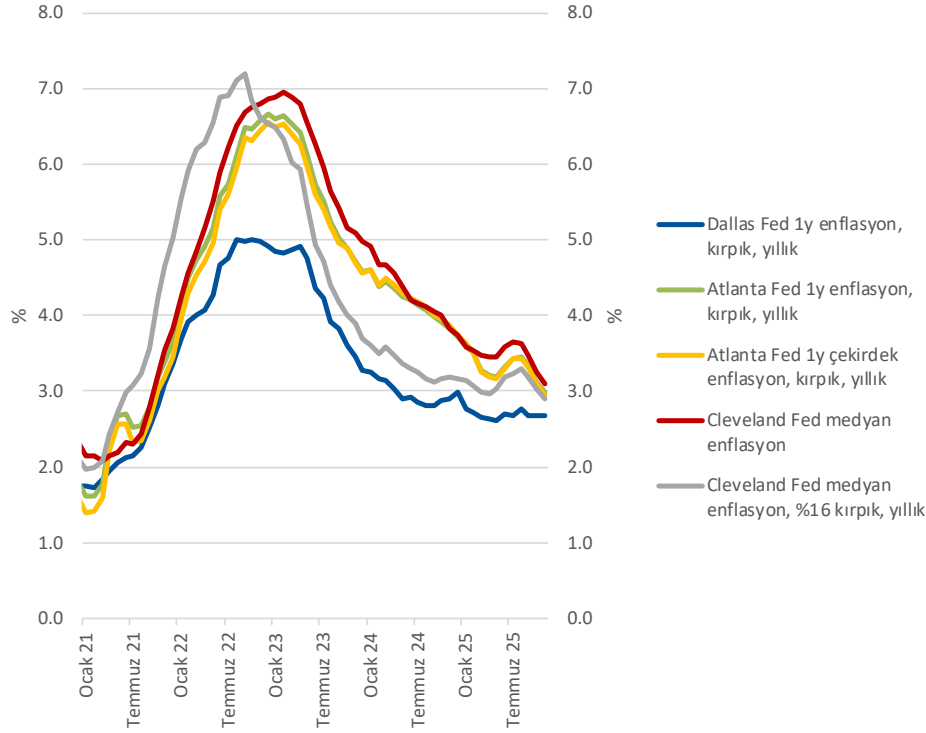


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

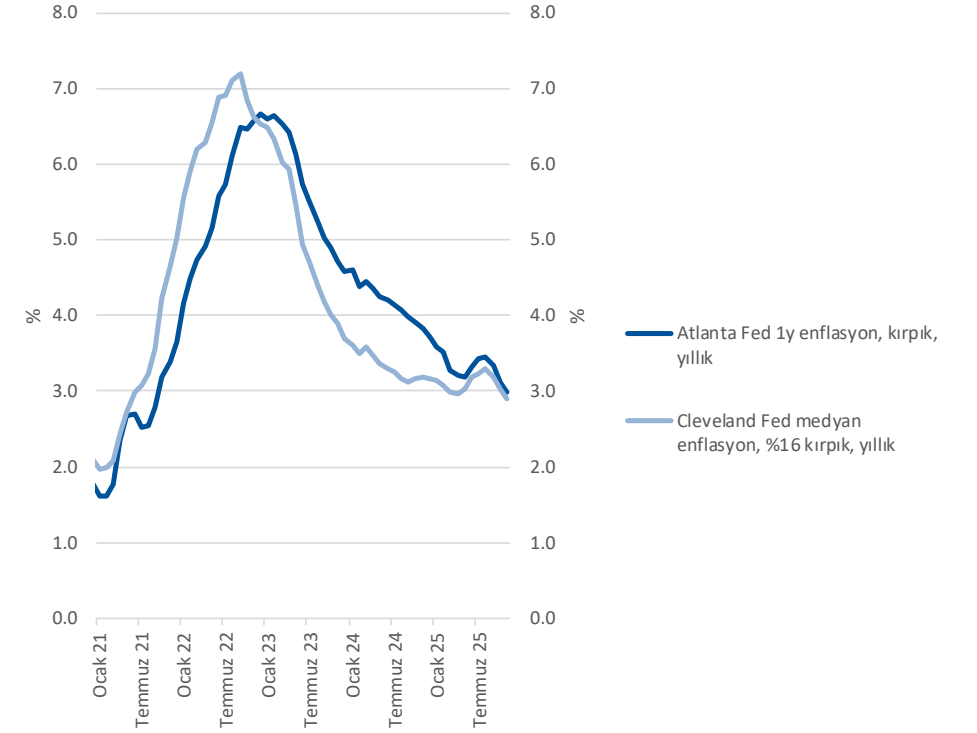
Benzer durum, beklentiler için de geçerli. Gerilemekle birlikte %3 etrafında ortalamalar söz konusu. Bu, aynı zamanda, 2026 sonuna dair Fed faiz beklentileri ile de paralel.

Bölgesel Fed şubelerinin ölçümledikleri özel enflasyon göstergeleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Bölgesel Fed şubelerinin ölçümledikleri özel enflasyon göstergeleri

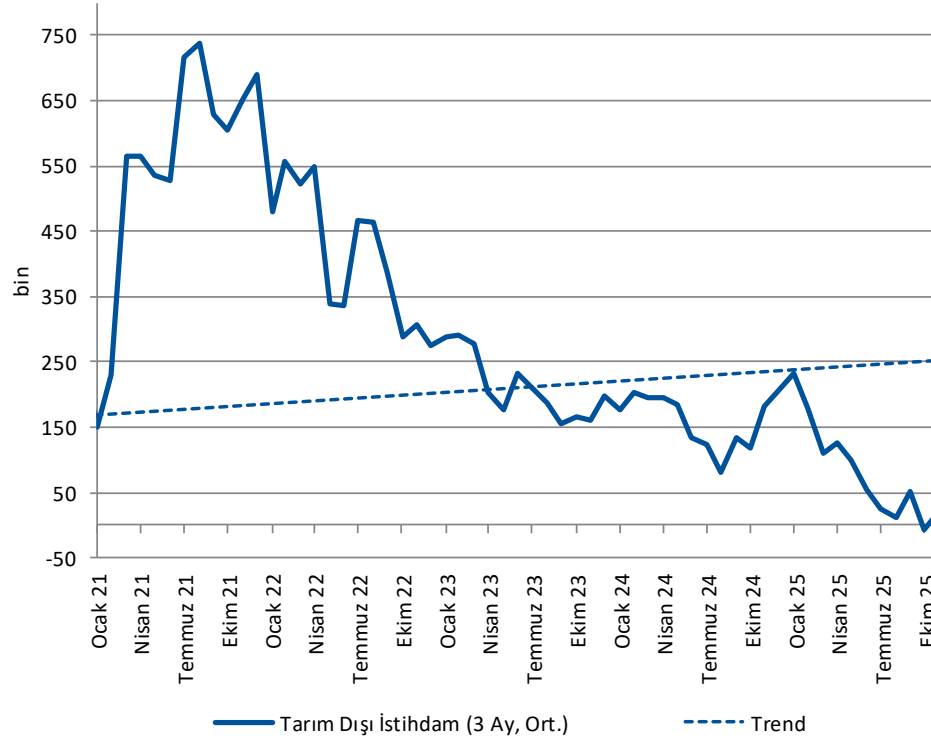


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

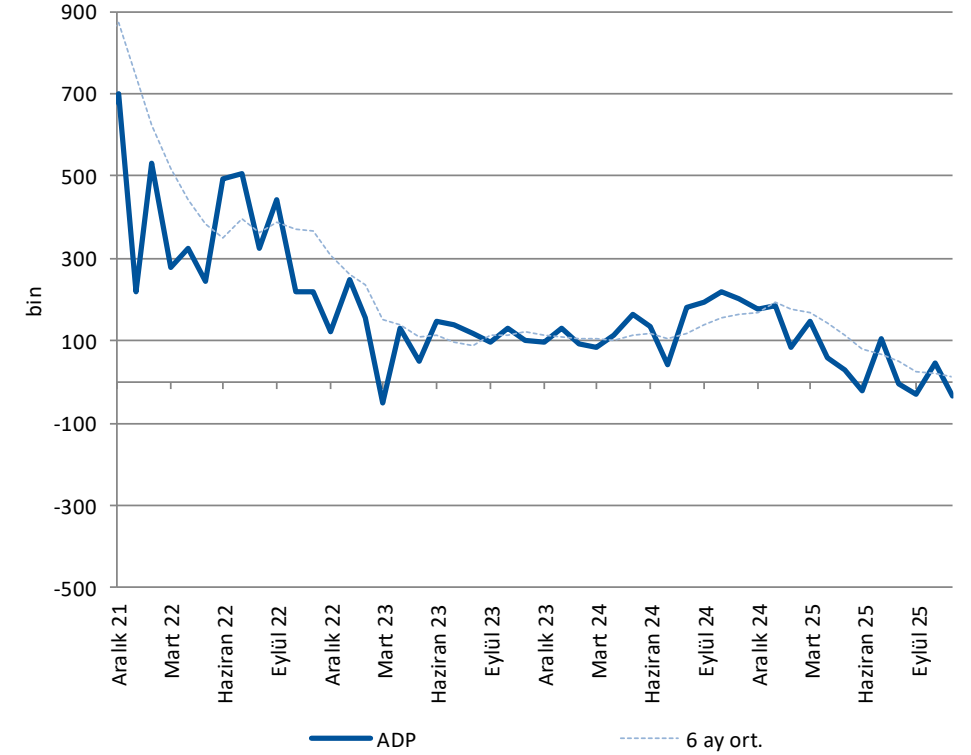
Amerikan ekonomisi, 2010-19 döneminde yıllık ortalama 2.2 milyon kişiyi tarım dışı sektörlerde istihdam ederken, pandemiden çıkıştaki artışı 2023-24 ortalamasında 2.3 milyon kişi civarında tutarak uzun dönem trendine yakınsamıştı. Ancak, 2025'te 11 aylık dönemde toplamda 610 bin, ortalama ise 55 bin kişi ile seyir izlendi. Zayıflama, hem arz hem de talep yönlü gerçekleşti.

ABD tarım dışı istihdam, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD ADP istihdamı

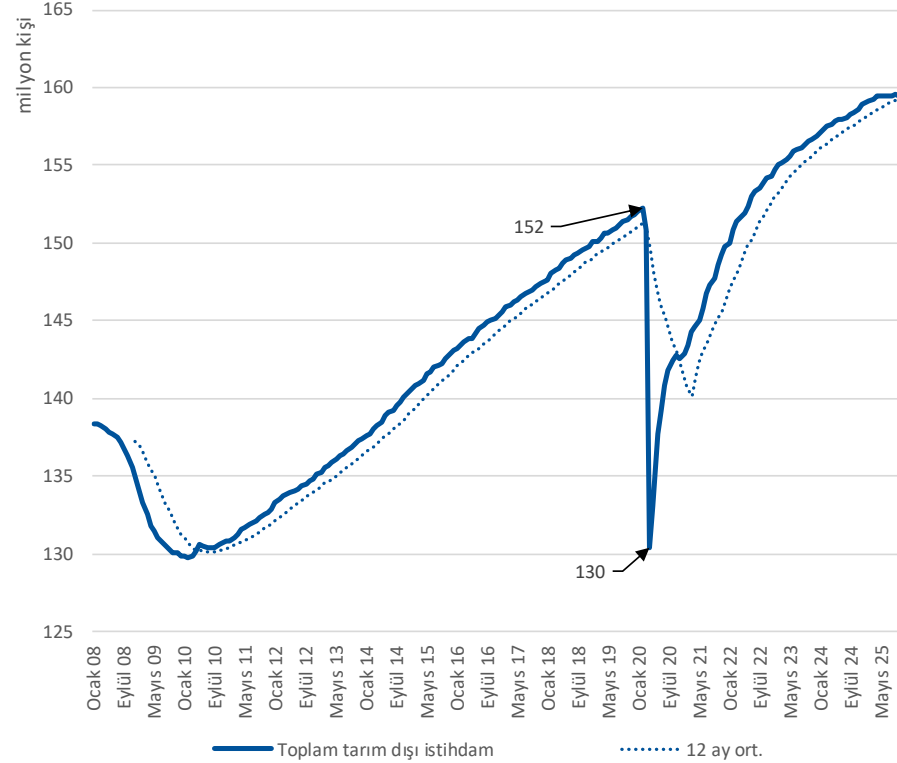


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

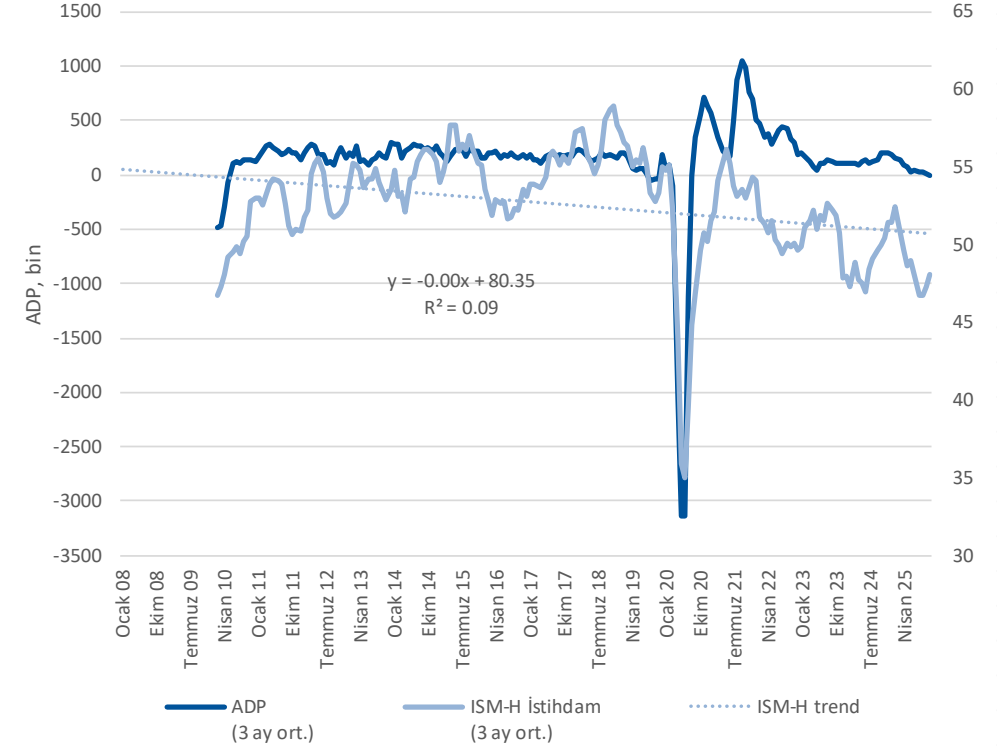
Tarım dışı istihdam zirve seviyelerde yatay seyredirken, özel sektör ve ISM gibi anket ölçümleri de zayıflama düşüncesini teyit ediyor.

ABD toplam tarım dışı istihdam



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

ADP & ISM-H istihdam

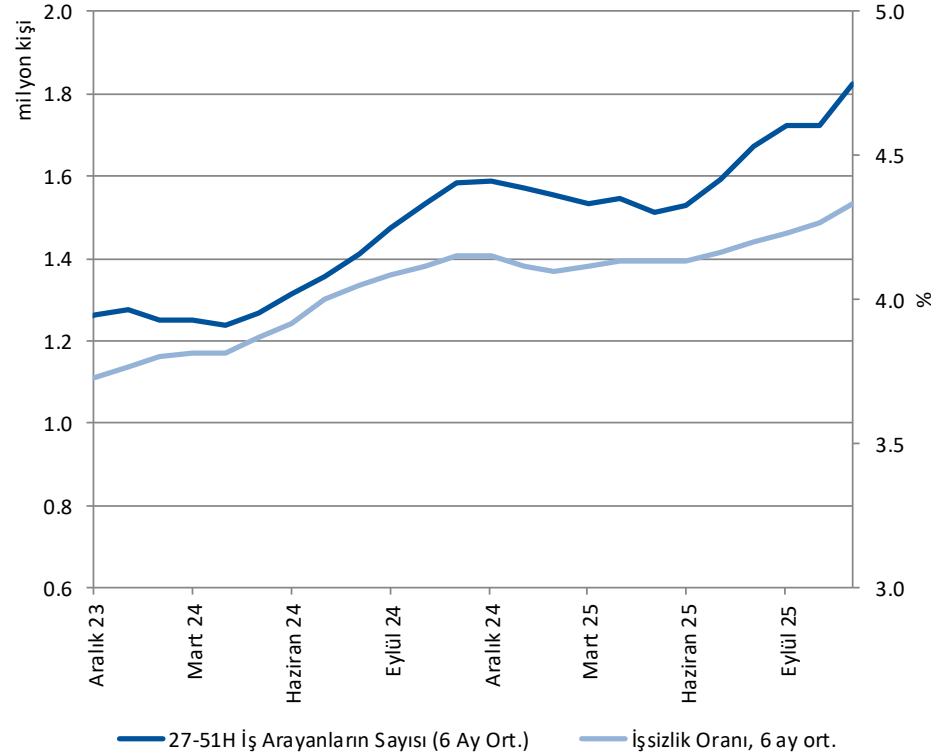


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

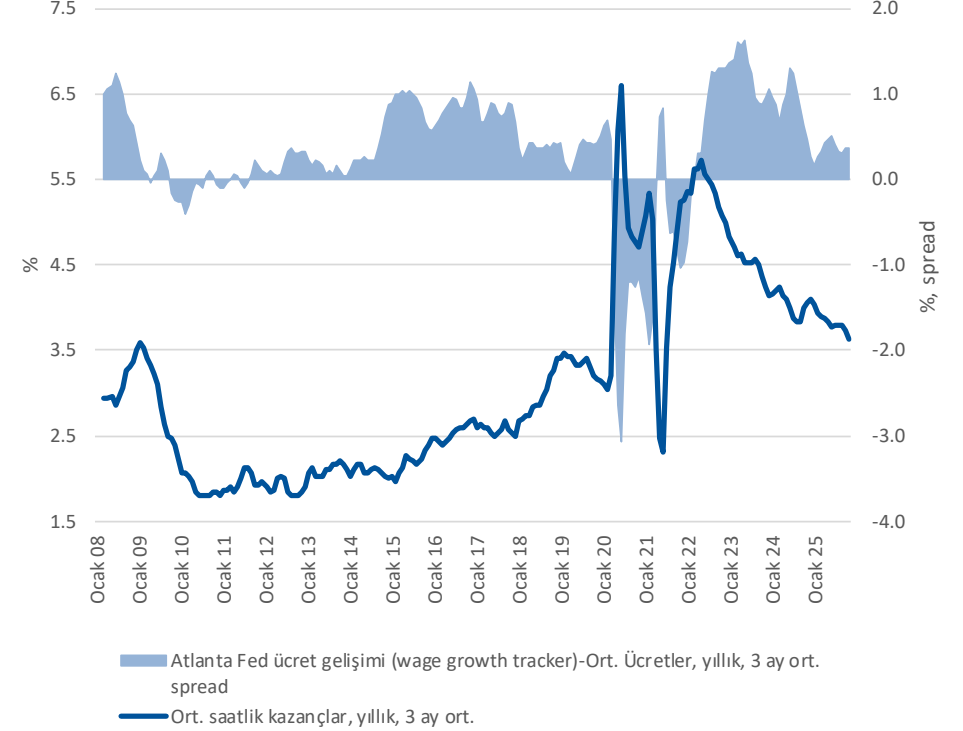
İş arayanların sayısı orta vade ortalamalarda yükselirken, ücretler tarafından enflasyon açısından ek risk söz konusu değil.

27-51H iş arayanların sayısı & işsizlik oranı, 6 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

ABD, ücret göstergeleri

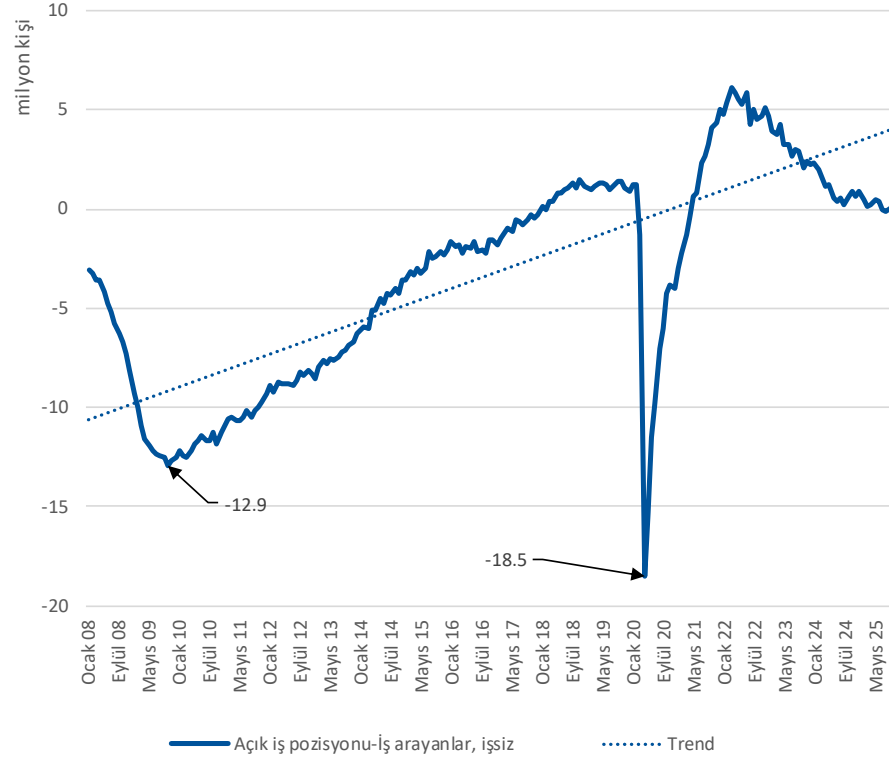


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

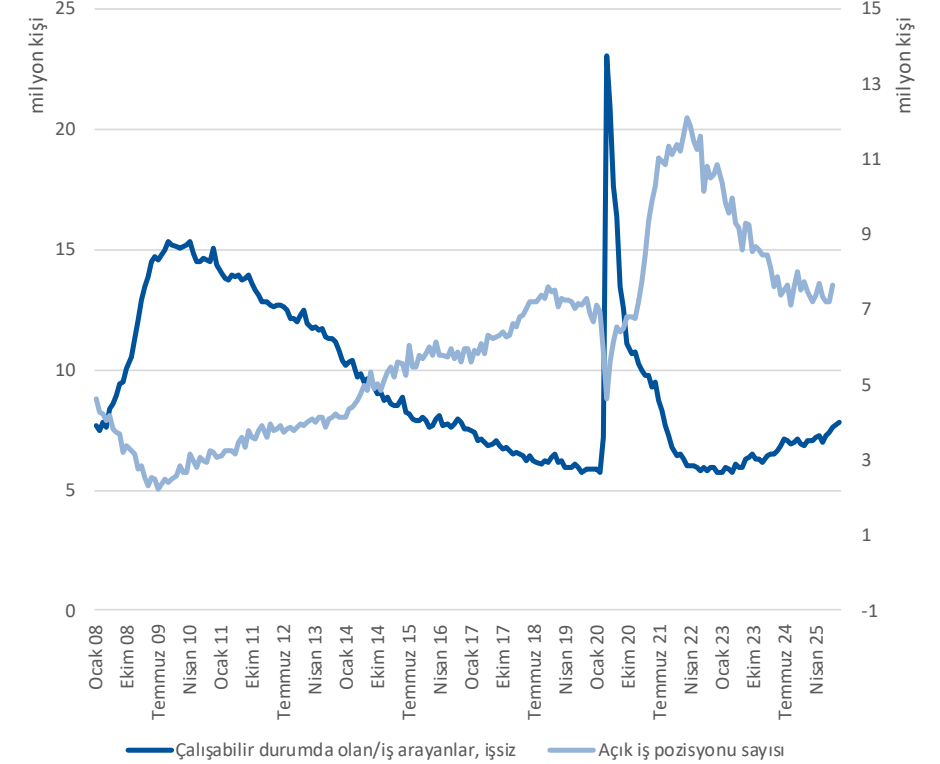
İstihdam piyasasında normalleşme, yerini, kısmen soğumaya bıraktı.

ABD, açık iş pozisyonu-iş arayanlar, işsiz



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, çalışabilir durumda olan iş arayanlar, açık iş pozisyonu sayısı

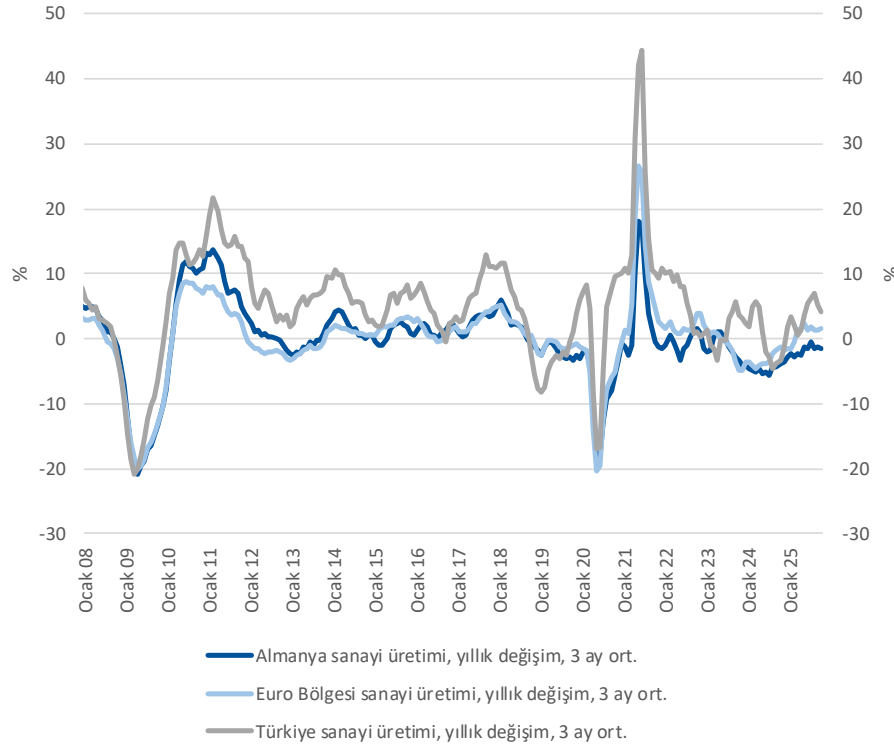


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi & Türkiye

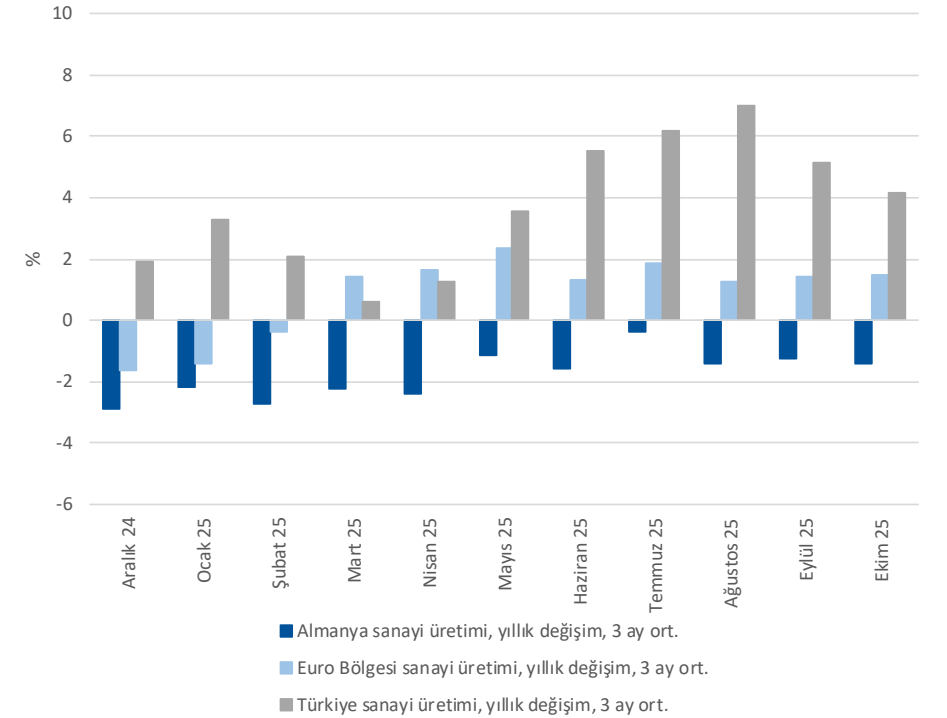
Avrupa'daki en kritik partnerimiz Almanya, 2025'i üretim tarafında zayıflama ile geçirdi. Euro Bölgesi ise Almanya'ya kıyasla daha güçlü kaldı. 2026'da harcama paketi ve değişen politikaların desteğiyle Almanya'nın «*geri dönüş*» hikayesi Türk ihracatçısı açısından oyun alanı açabilir.

Almanya, Euro Bölgesi, Türkiye, sanayi üretimi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Almanya, Euro Bölgesi, Türkiye, sanayi üretimi, yıllık değişim

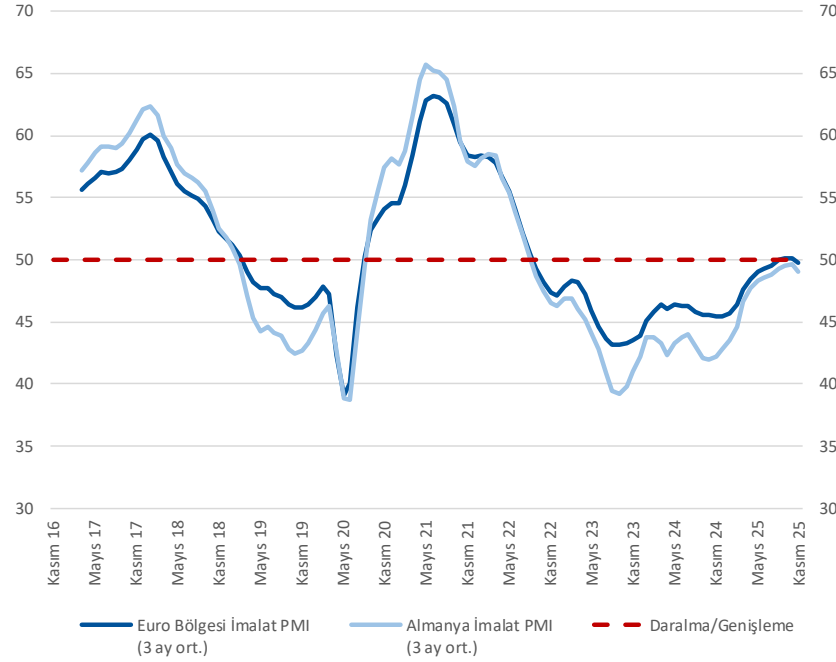


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

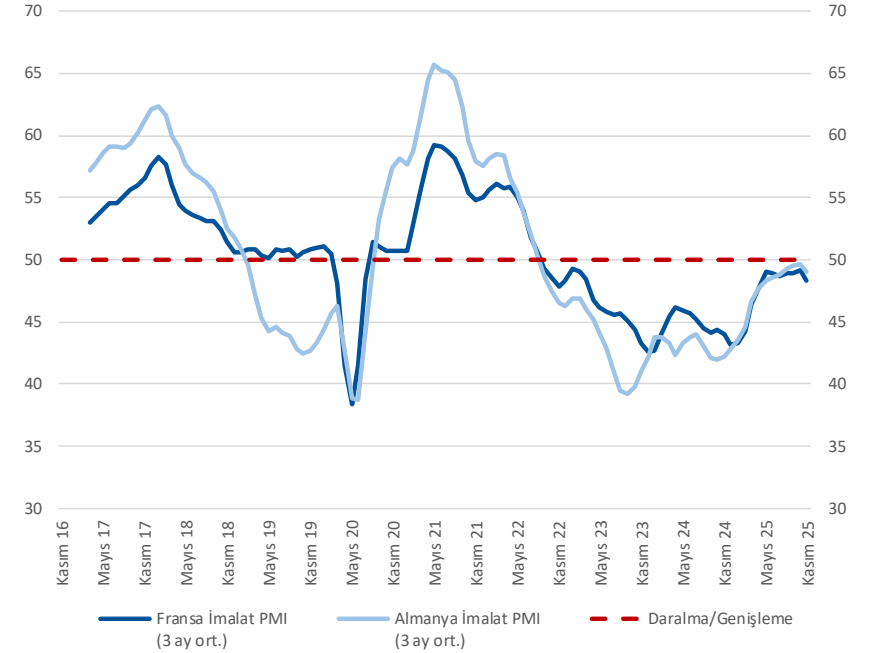
Kısa vadeli üretim göstergelerine ait trendler daralma bölgesinde kalırken, zayıf seyir, mevsimsellik etkisiyle yılın ilk çeyreğinde de devam edebilir. Güçlü EUR, Bölge imalatını artan Çin rekabeti karşısında zorluyor.

Euro Bölgesi & Almanya imalat PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Almanya & Fransa imalat PMI

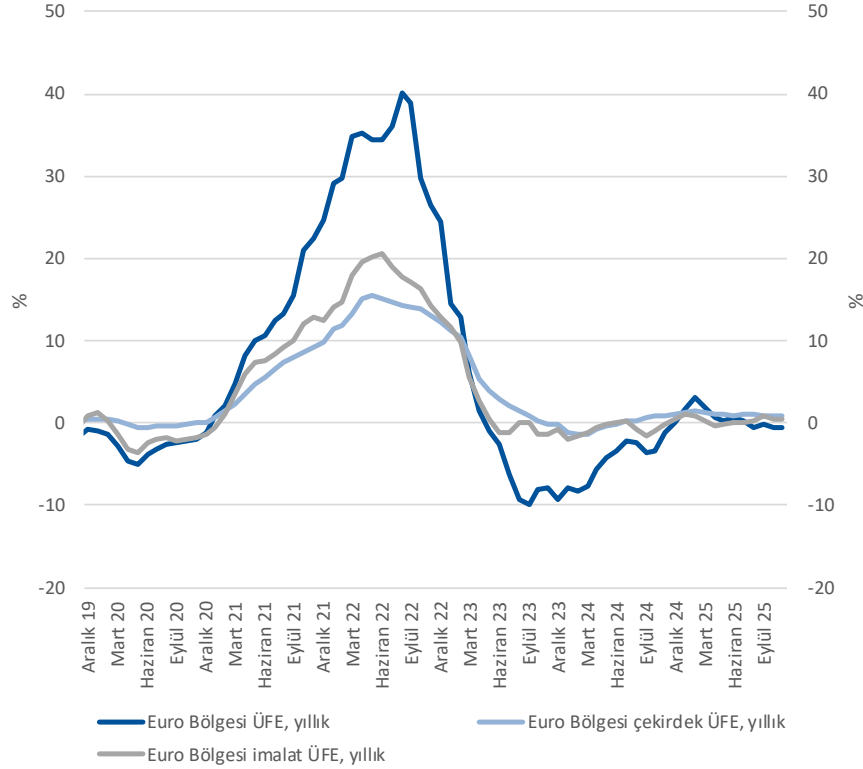


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

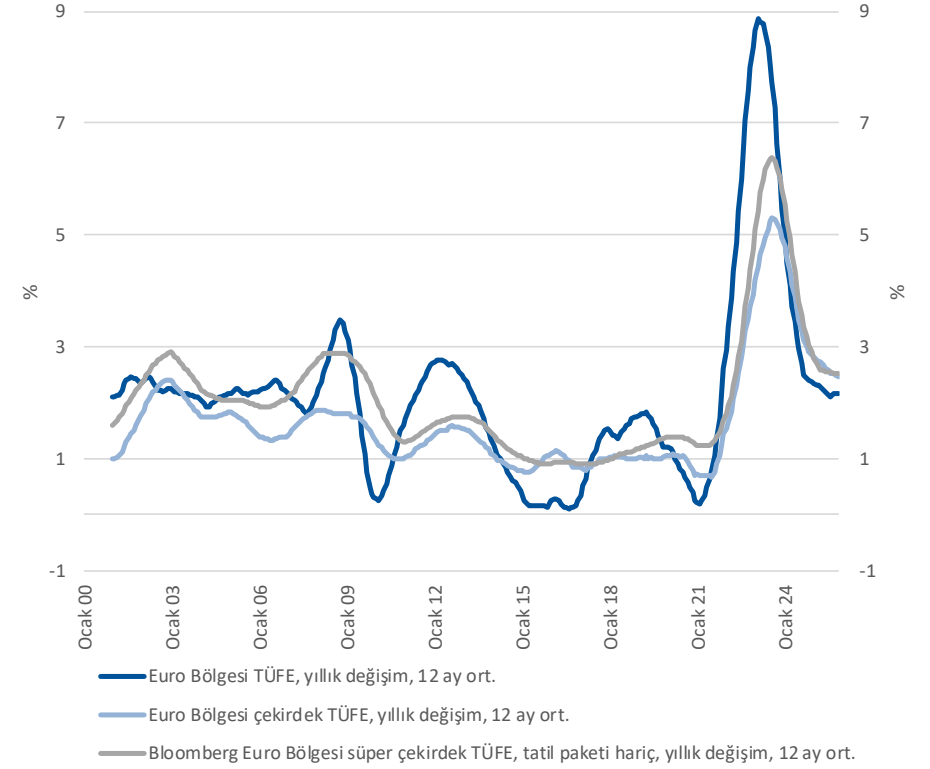
2025 genelinde Bölge ekonomisi açısından enflasyon önemli bir risk unsuru olarak belirmedi ve yakın gelecek için de bu tarz bir riske işaret etmiyor. Bu durum, ECB'nin de faiz indirim döngüsünü korumasına kolaylık sağladı.

Euro Bölgesi, üretici enflasyonu göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Euro Bölgesi, enflasyon göstergeleri, yıllık

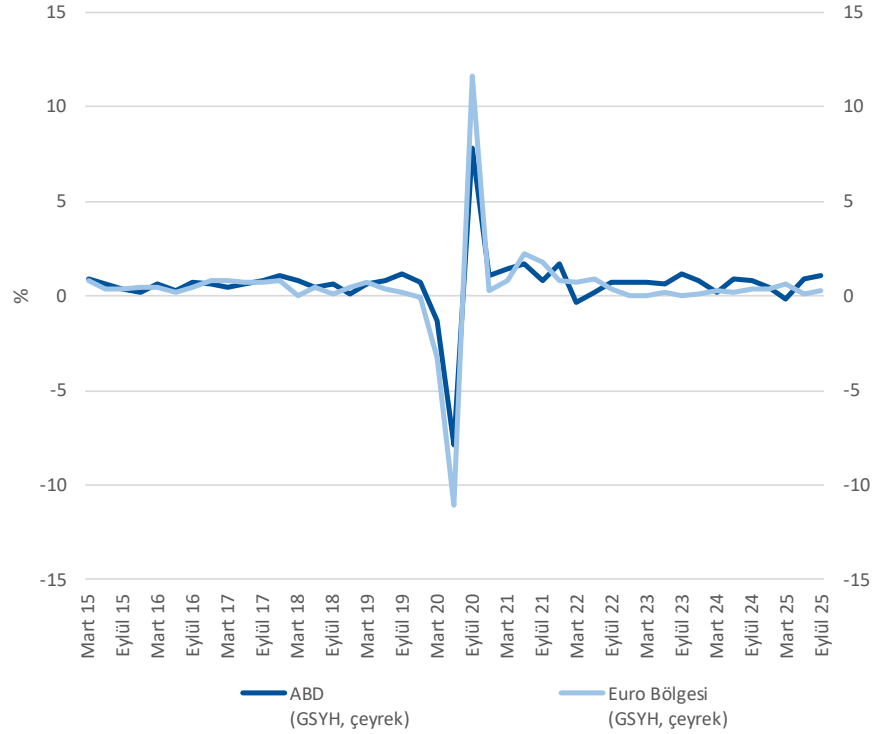


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD & Euro Bölgesi

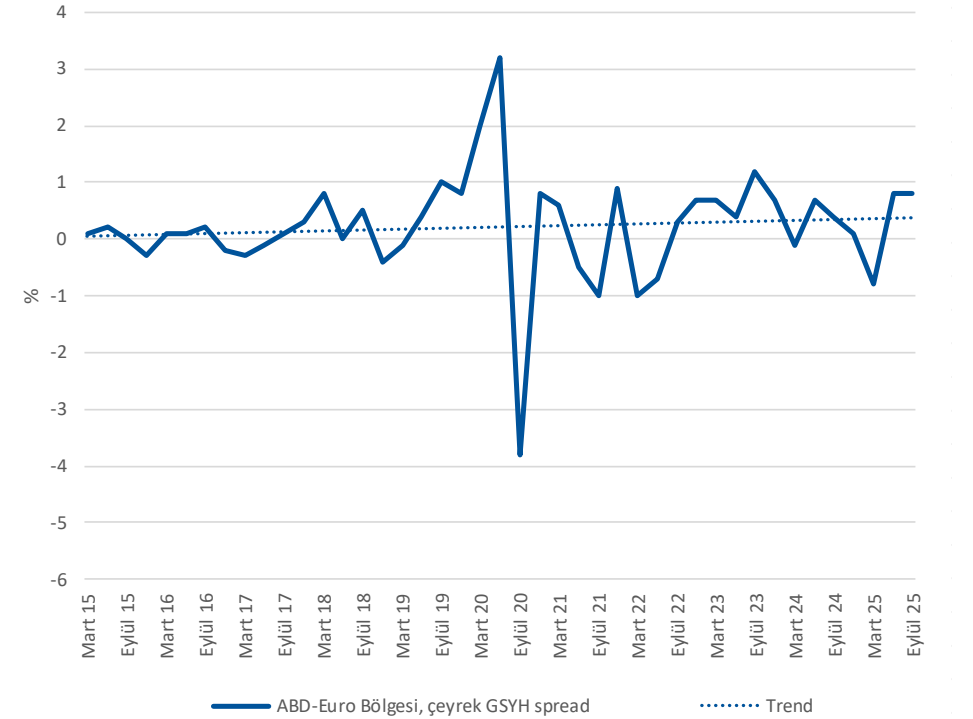
Yıl içerisindeki dalgalanma, tarife belirsizlikleri ve kapanma sürecine rağmen ABD ekonomisi büyümede Avrupa karşısında avantajlı durumda kalır pozisyonunu korumayı başardı.

ABD & Euro Bölgesi, GSYH, arındırılmış çeyrek dönem



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD & Euro Bölgesi, GSYH, arındırılmış çeyrek dönem

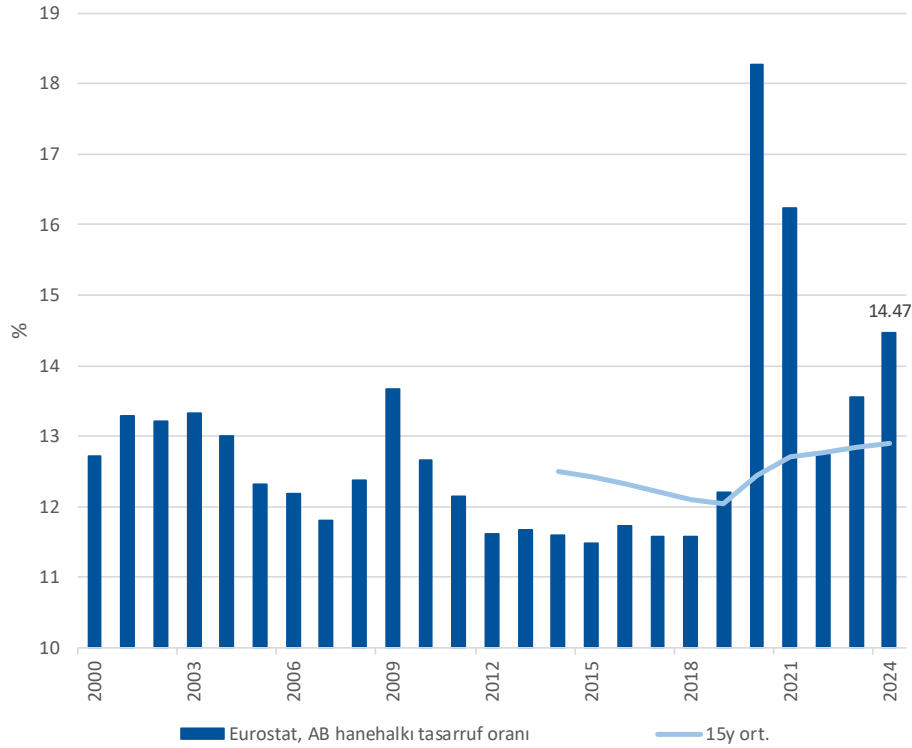


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Avrupa

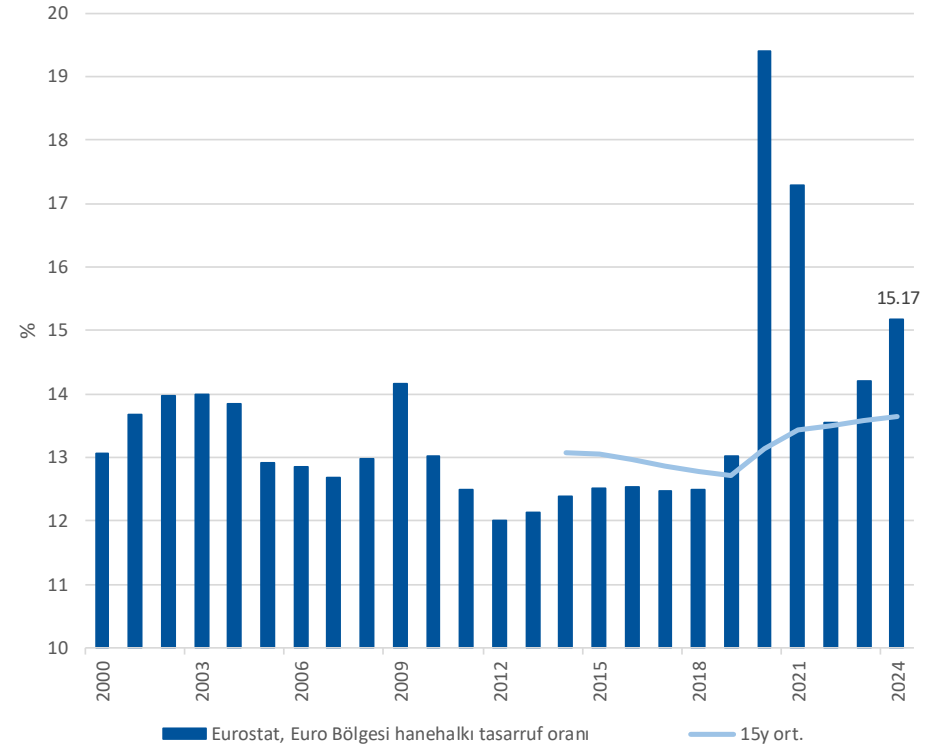
Avrupa'da tasarruf oranları pandemiden çıkış sürecinde son 3 yıldır yükseliyor.

Eurostat, AB hanehalkı tasarruf oranı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Eurostat, AB hanehalkı tasarruf oranı

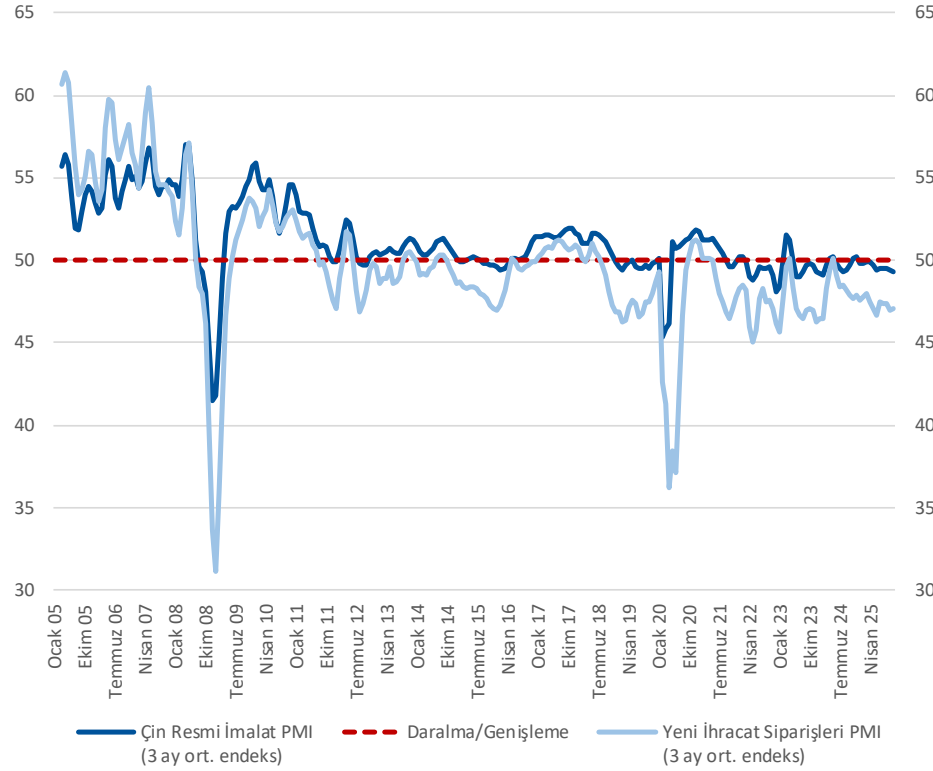


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

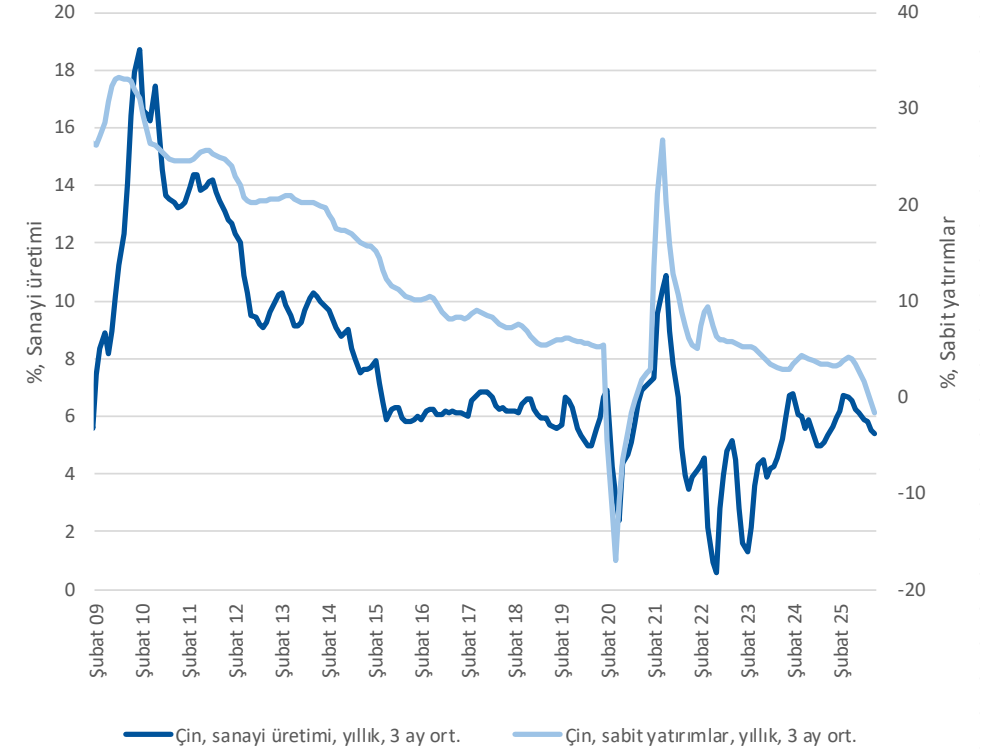
Çin ekonomisi 2025'i ağırlıklı dengelenme ve ticaret savaşlarından çıkış/yol arayışında geçirdi. Geride kalan yılın en dikkat çekici başlığı ise, yatırımlardaki azalış oldu. 2026'da çok yüksek oranda 2025'e paralel bir gidişat beklentisindeyiz.

Çin imalat & yeni ihracat siparişleri PMI, resmi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin, öncü göstergeler: Sanayi üretimi & sabit yatırımlar

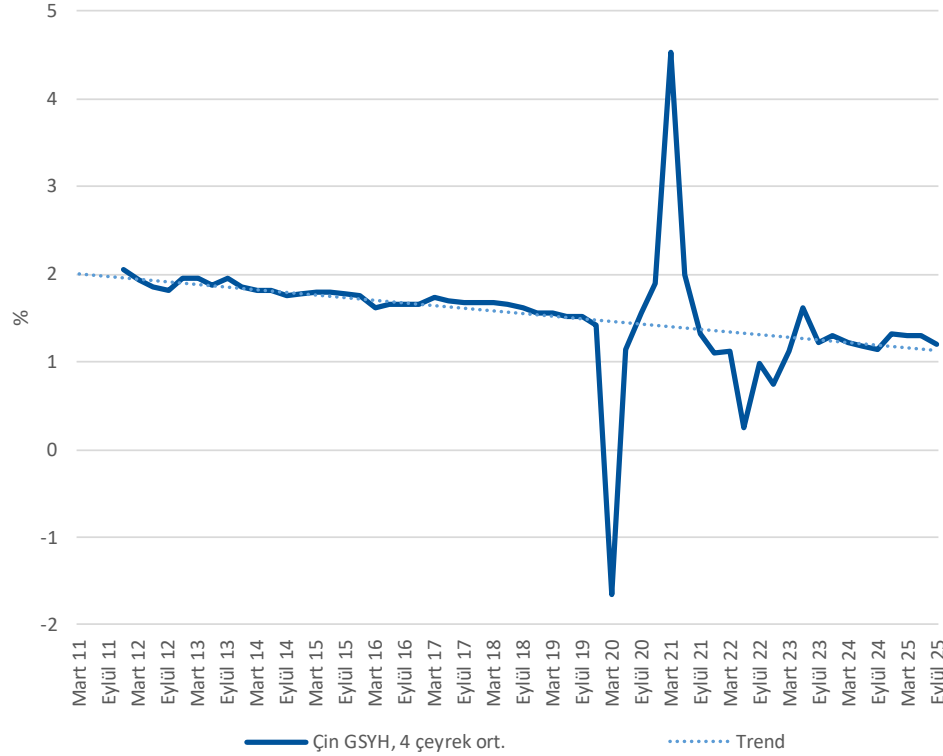


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

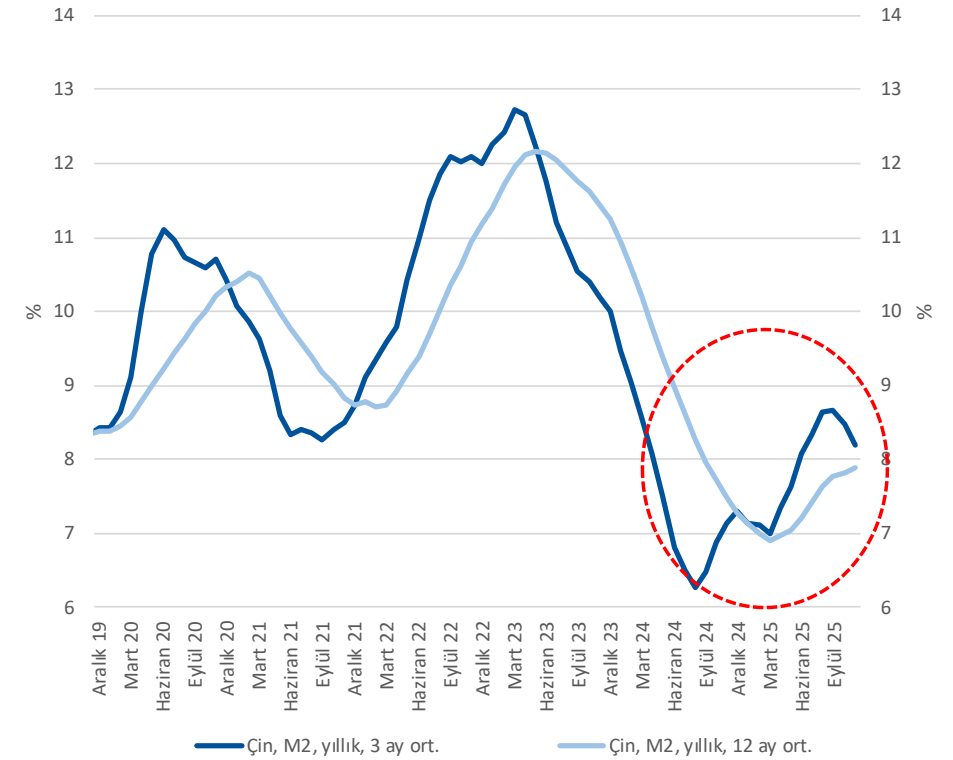
Büyüme, %4.5-5 aralığında şekillenmeye ve denge arayışına devam ediyor. Otoriteler, para politikalarındaki sınırlı oyun alanının farkında ve maliye tarafından destek vermeyi önceliklendiriyorlar. Deflasyon görülmesi, gevşek para politikası ile destekleme düşüncesini kolaylaştırıyor.

Çin GSYH, çeyrek



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çin, para arzı

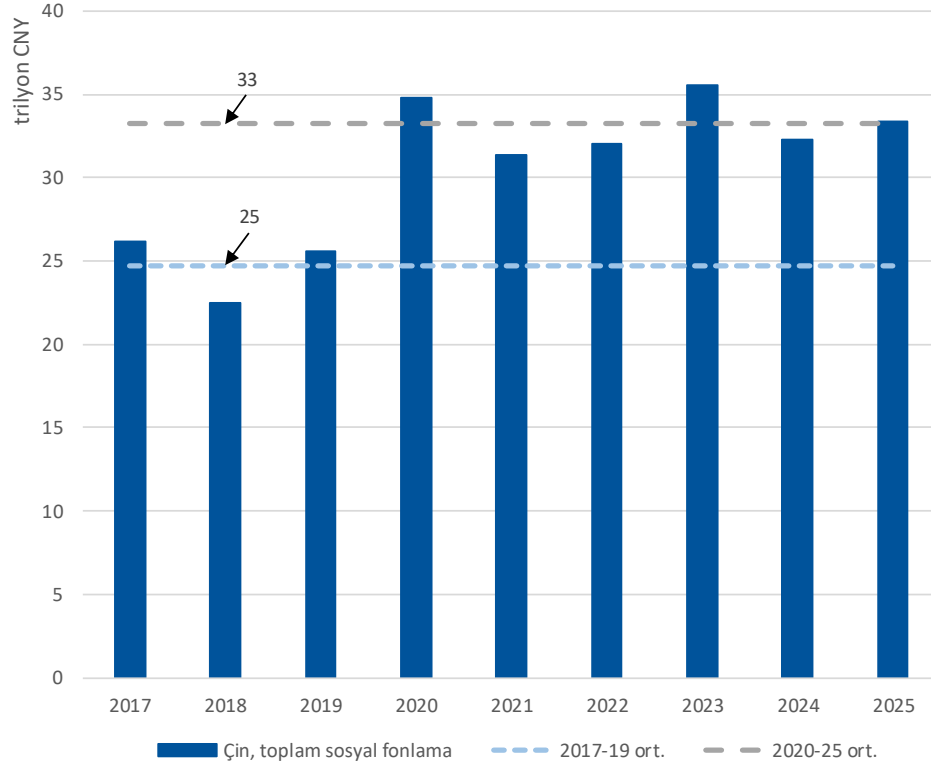


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

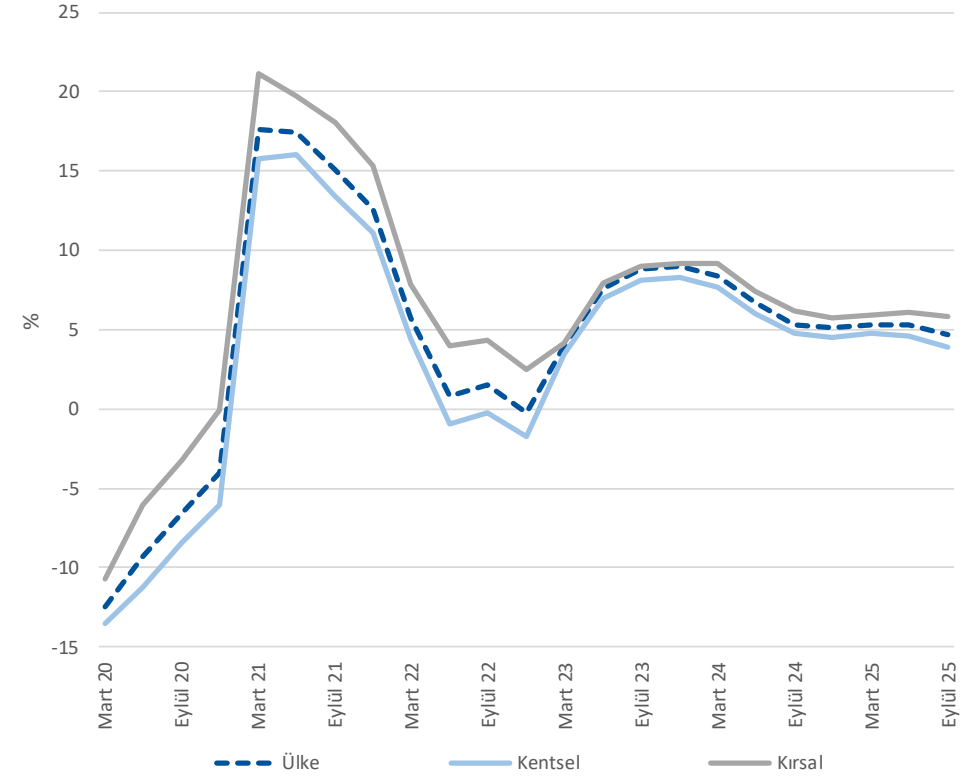
Devletin sağladığı destekler devam ederken, reel tüketici harcamaları 1 yıldır %5'lerde seyrediyor.

Çin, toplam sosyal fonlama, yıllık toplam



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel tüketici harcamaları, yıllık değişim

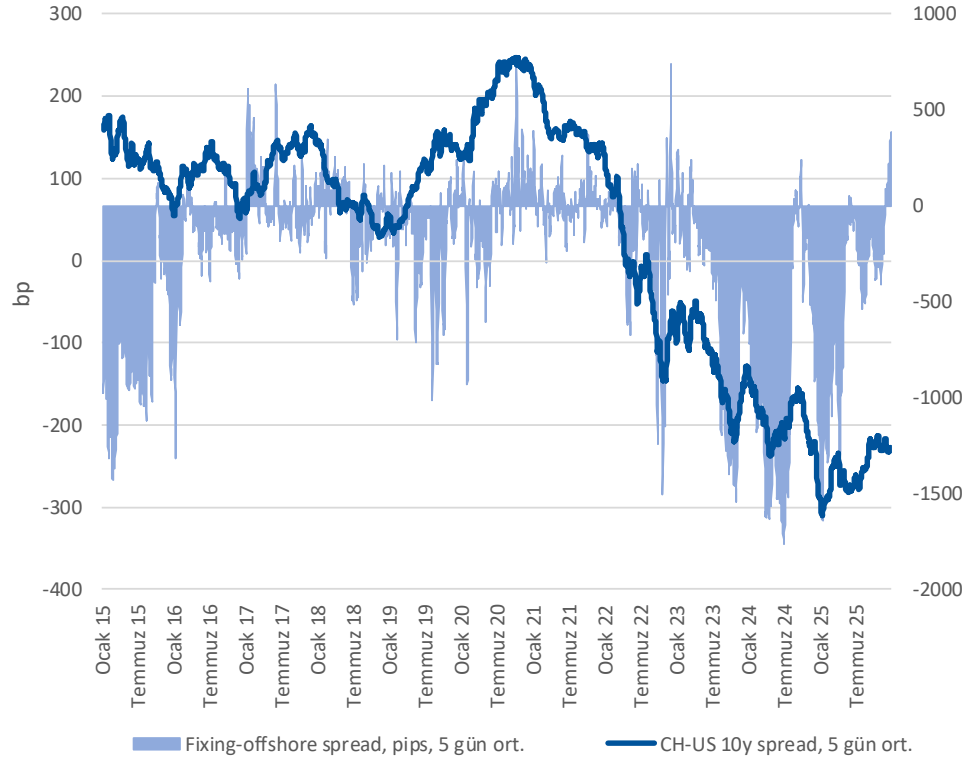


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

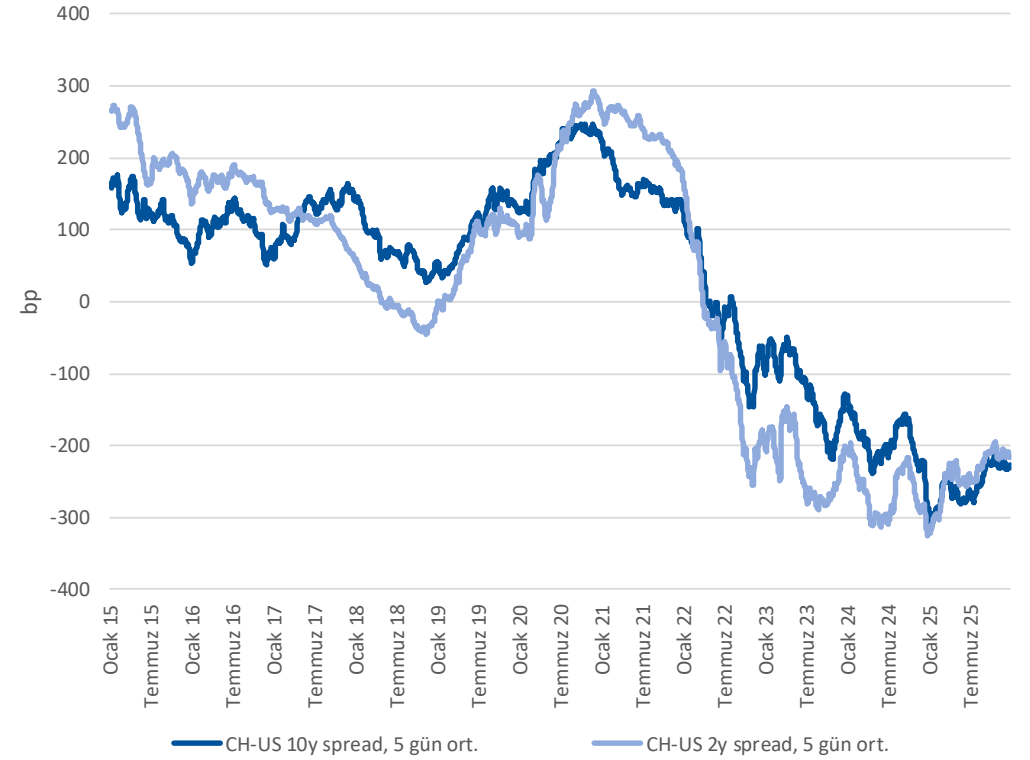
Çin ile ABD tahvilleri arasındaki spread son dönemde bir miktar kapandı. Yuan ise değer kazanıyor.

Çin-ABD tahvil spreadleri & fixing-offshore FX spreadleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin-ABD tahvil spreadleri

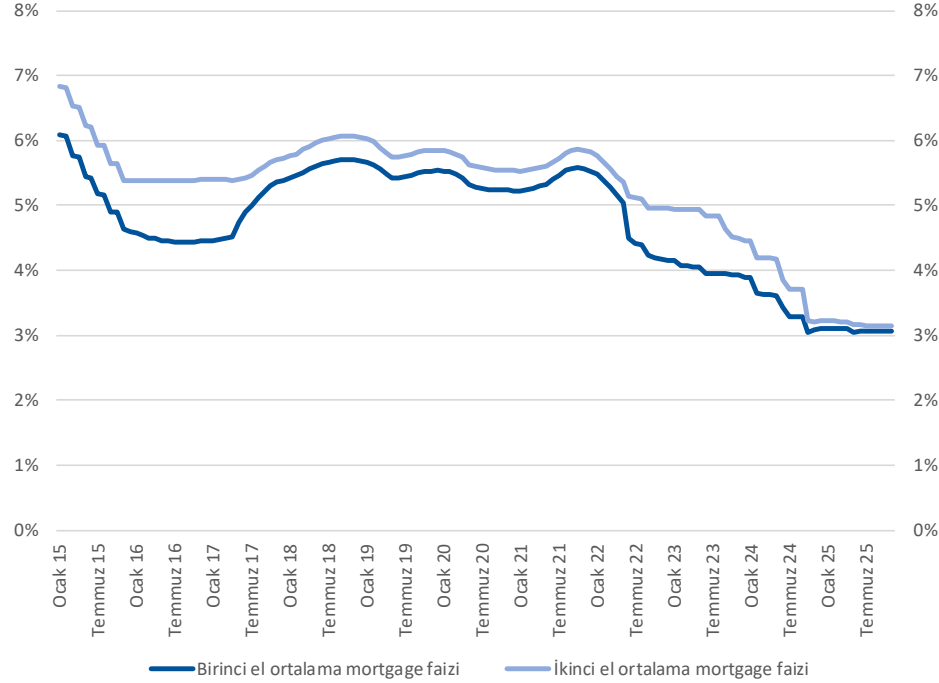


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

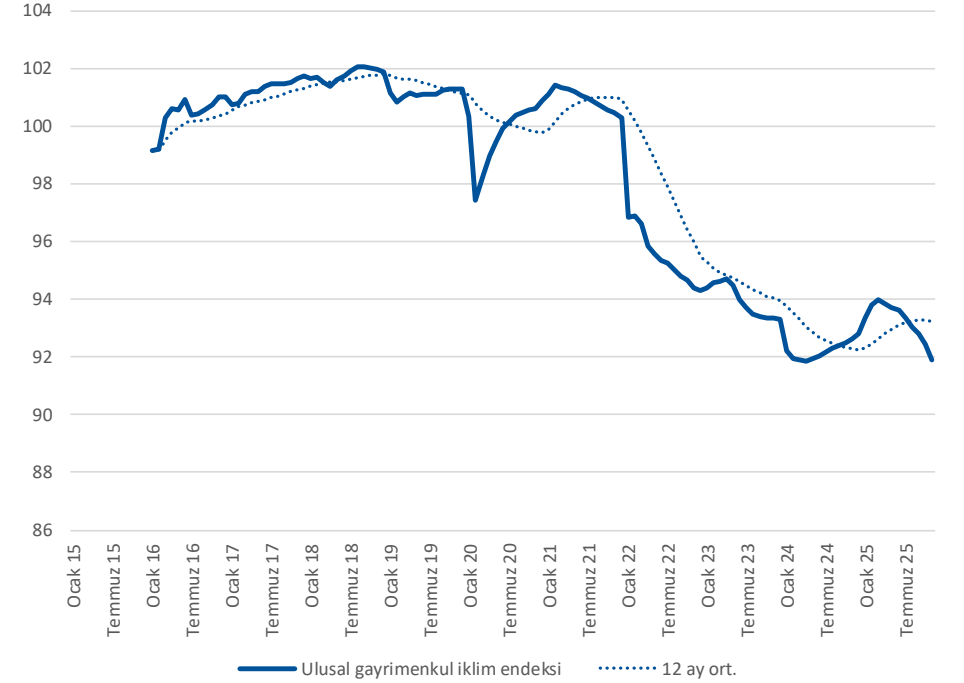
Şimdilerde «sorunlu» gayrimenkul sektörüne yönelik başlıklarda kısmen azalış olsa da genel görünüm hala kalıcı toparlanmadan uzak. Mortgage faizleri 2025'i son 3 yıldaki gerileme trendinin aksine %3'lerde yatay geçirdi.

Çin, mortgage faizleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Gayrimenkul piyasası beklentileri

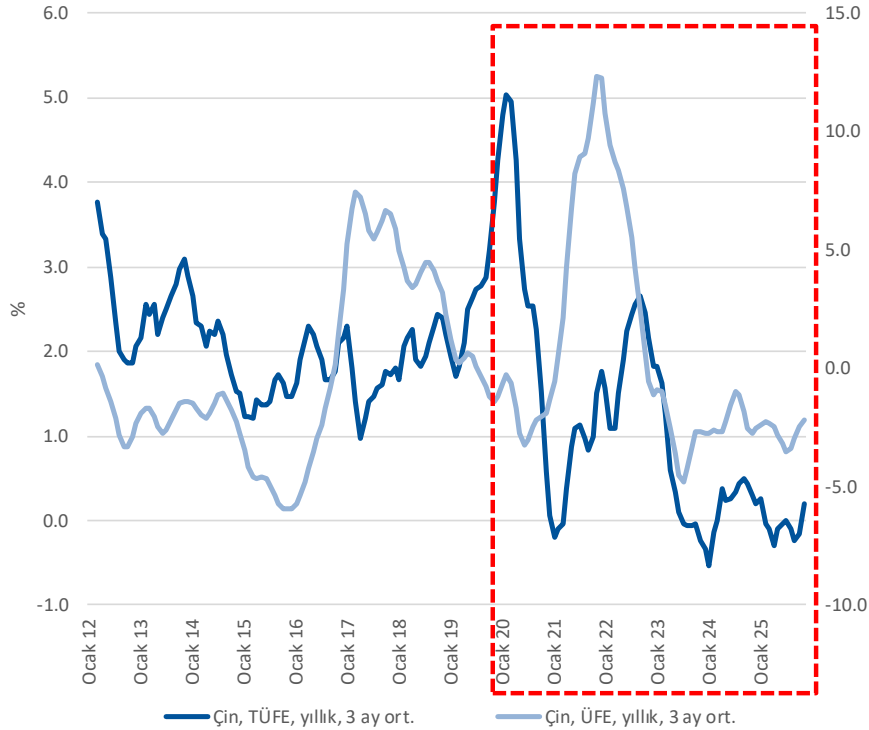


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

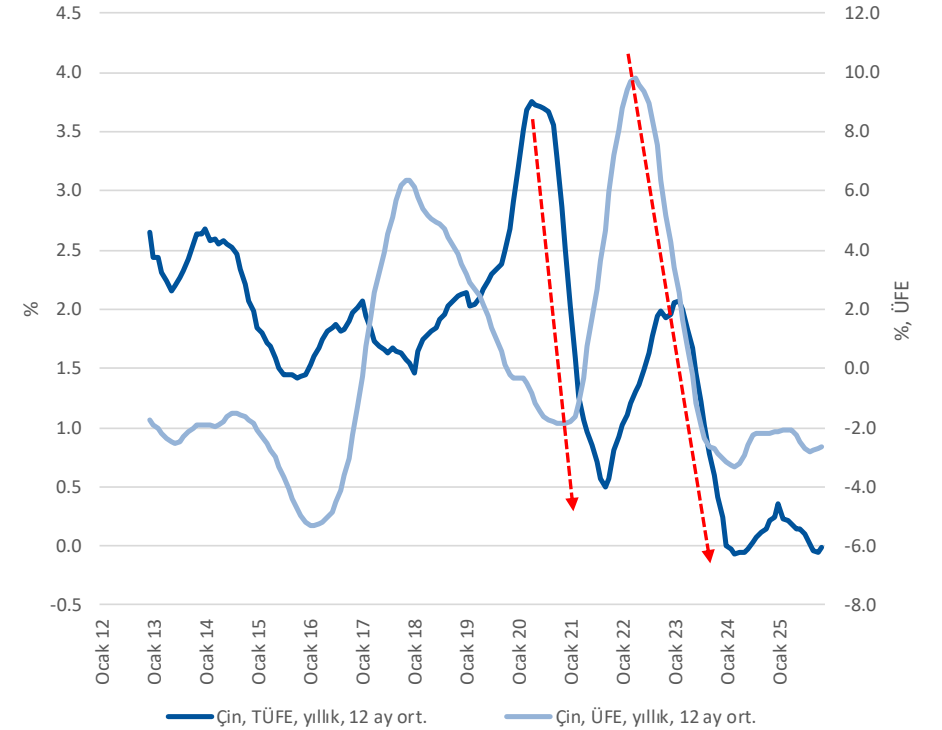
Düşük enflasyon (TÜFE) yıl genelinde etkili oldu ve ABD'den en önemli ayrışma olarak dikkat çekti. 2026'da negatif seyrin sınırlı düzelmesi ve aylık enflasyon rakamlarının yükselmesi bekleniyor. Ancak, bu, rahatsız edici düzeylerde olmayacak.

Çin, TÜFE & ÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin, TÜFE & ÜFE

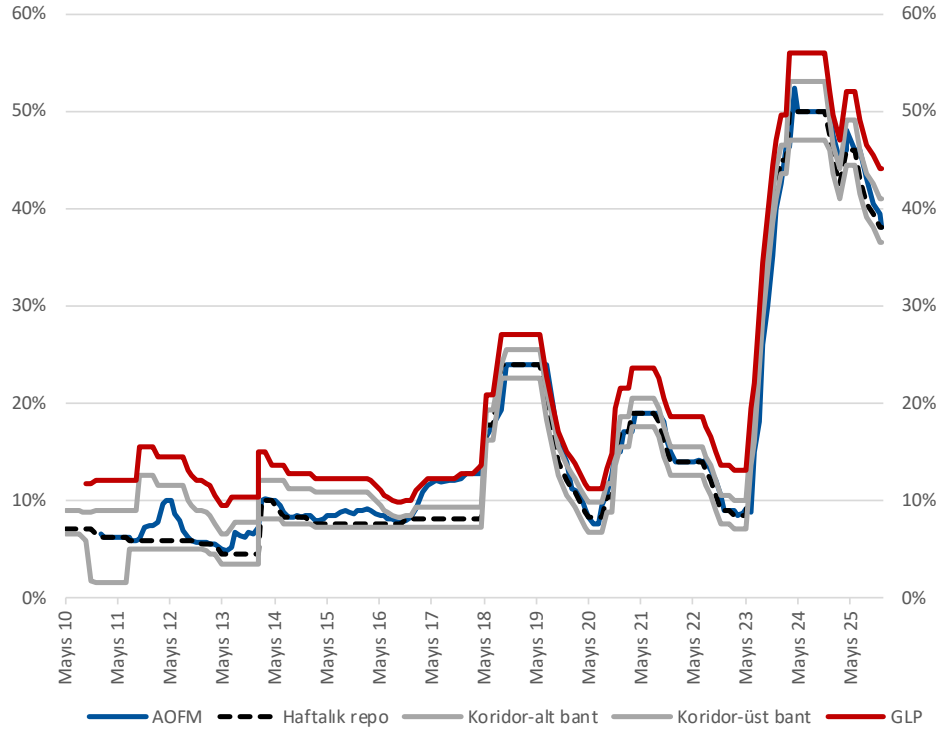


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye

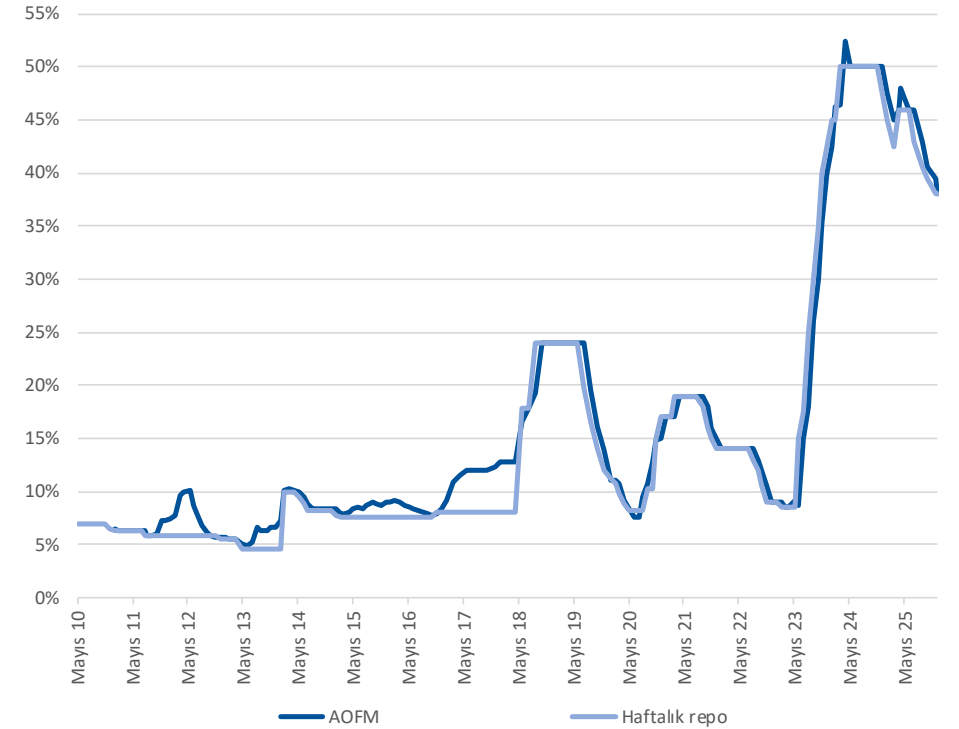
TCMB, gevşeme döngüsünün ortasında aniden beliren risklere karşı ek sıkılaştırma hamlesine giderek tartışmalara son verdi; yılın ikinci yarısında ise yeniden döngüyü devreye aldı. Politika faizi, %38 seviyesindeki kapanış ile birlikte yılı toplamda 950bp indirimle tamamladı. Beklentiler/beklentimiz, 2026'da her toplantıda döngünün devamı ve %30'a doğru ilerleme olması.

TCMB politika faizi seti



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

TCMB politika faizi seti

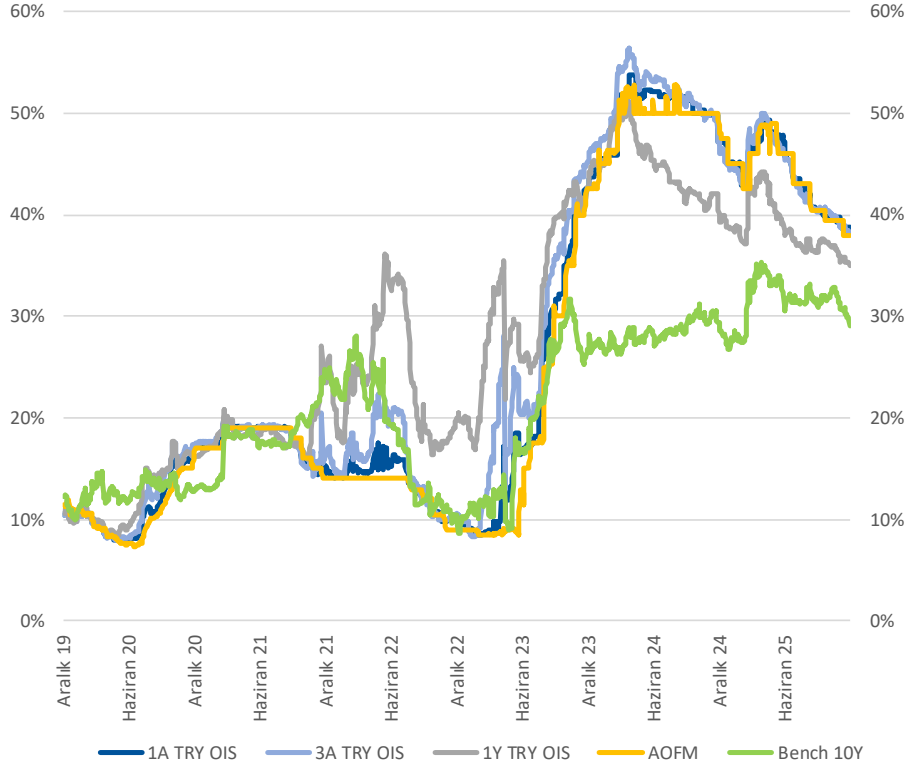


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye

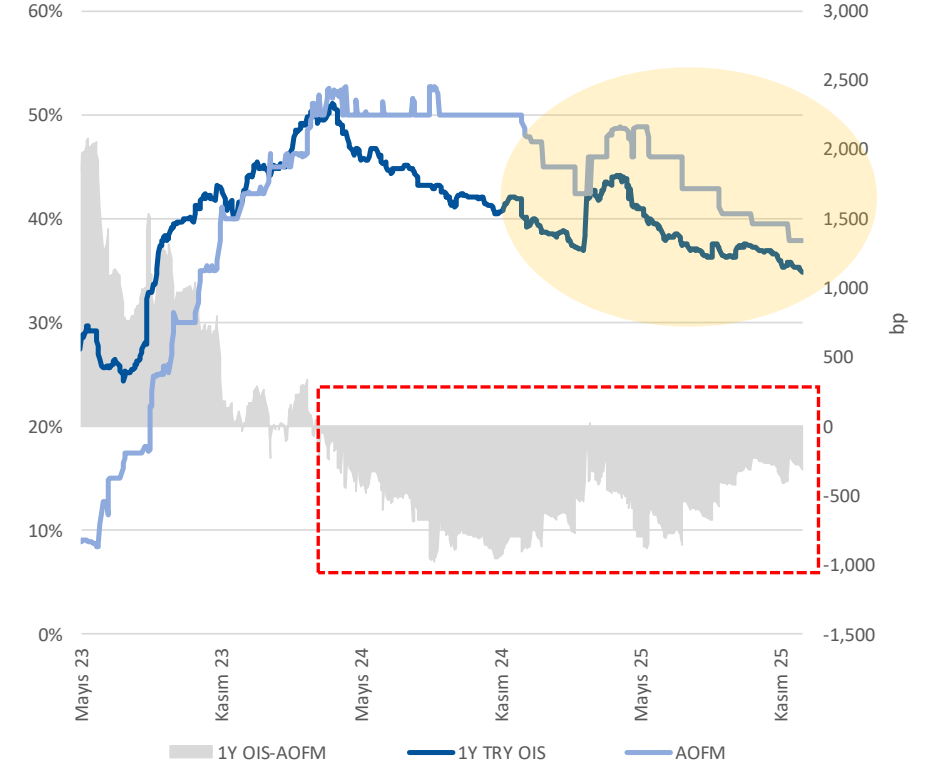
Faiz indirim döngüsü devam ederken, piyasa oyuncularının konumlanmaları da aynı beklenti koruyor. 1y OIS fiyatlamaları yıl sonu itibarıyla %35'lerde şekilleniyor. Politika faizindeki ayarlamalar ile birlikte buradaki seyir de aşağı gelecektir.

Seçilmiş vadelerde TRY OIS faizleri, AOFM, 10Y TRY tahvil



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş vadelerde TRY OIS faizleri, AOFM, spread

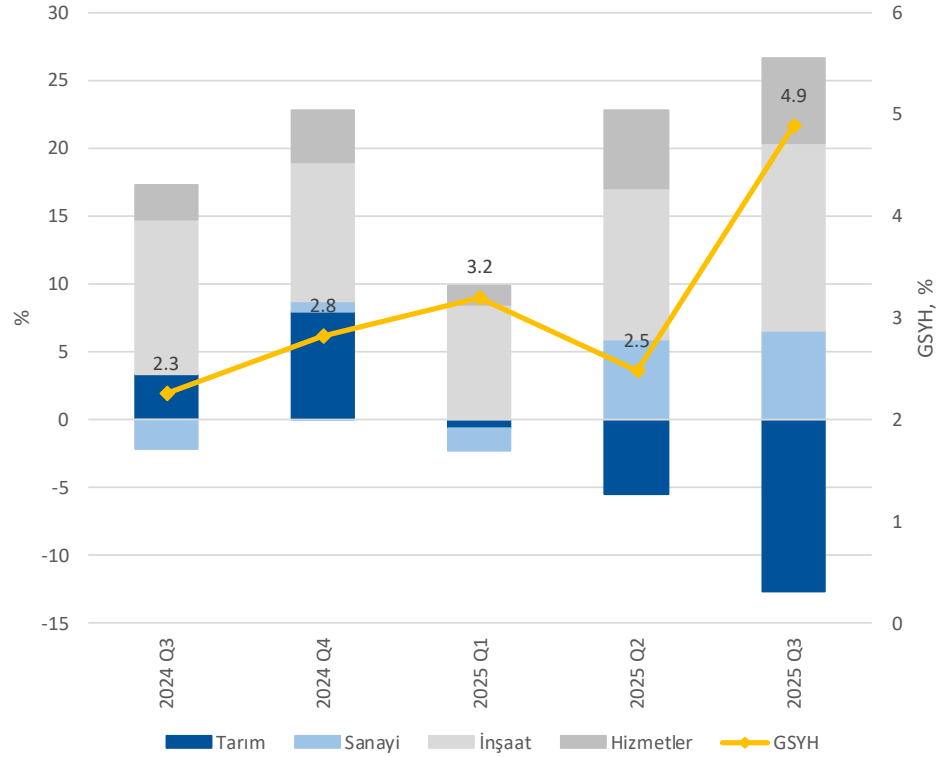


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye

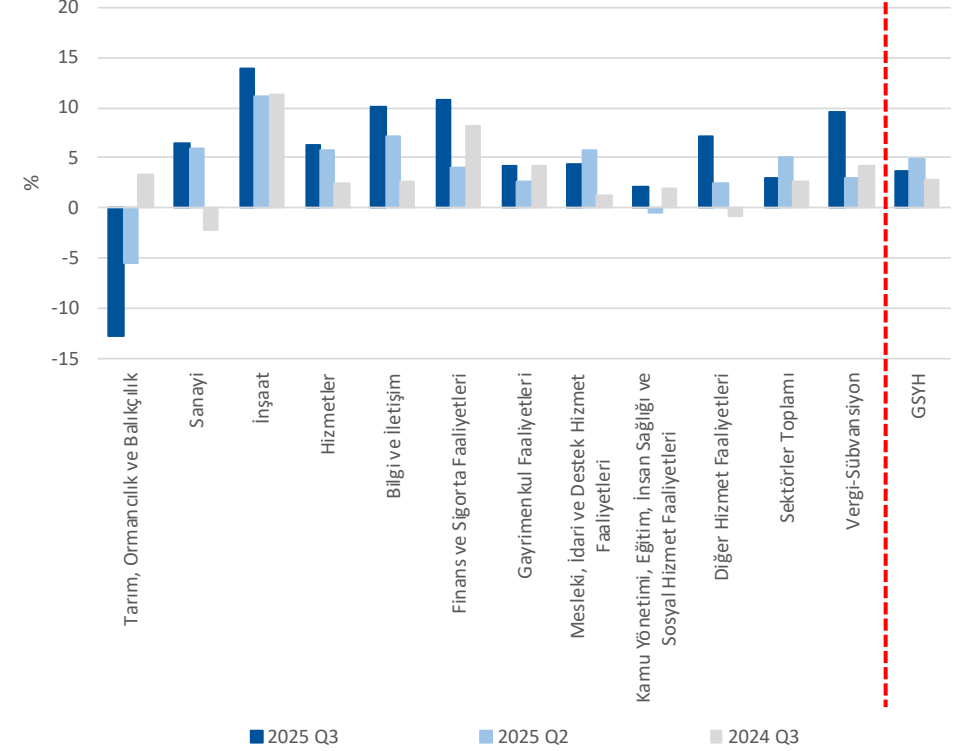
2025'te tarım sektörünün büyüme üzerindeki baskısı yüksekti. Yaşanan don felaketi nedeniyle 2Ç ve 3Ç dönemlerinde ciddi derecelerde daralmalar gözlemlendi. Yeni yılda, bu durumun, özellikle ikinci yarıda, baz etkisi kaynaklı büyümeye pozitif katkısı olacak. İnşaat sektöründen gelen katkı, deprem bölgesindeki hareketlilik kaynaklı, hizmetler ise güçlü kalmaya devam ediyor.

Seçilmiş iktisadi faaliyet kolları, GSYH performansı, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

İktisadi faaliyet kolları

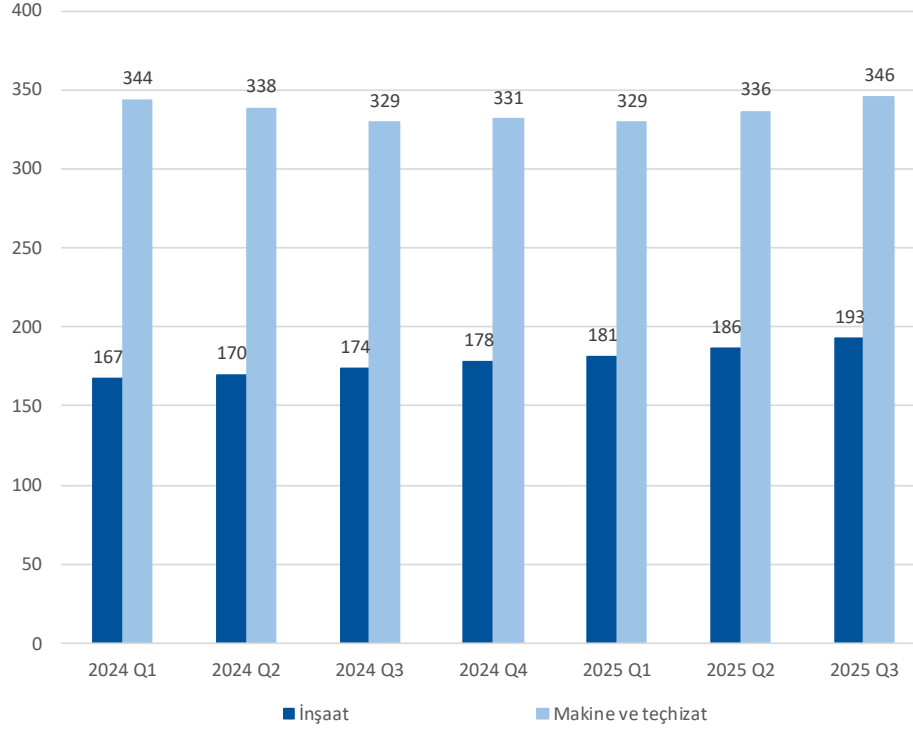


Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Türkiye

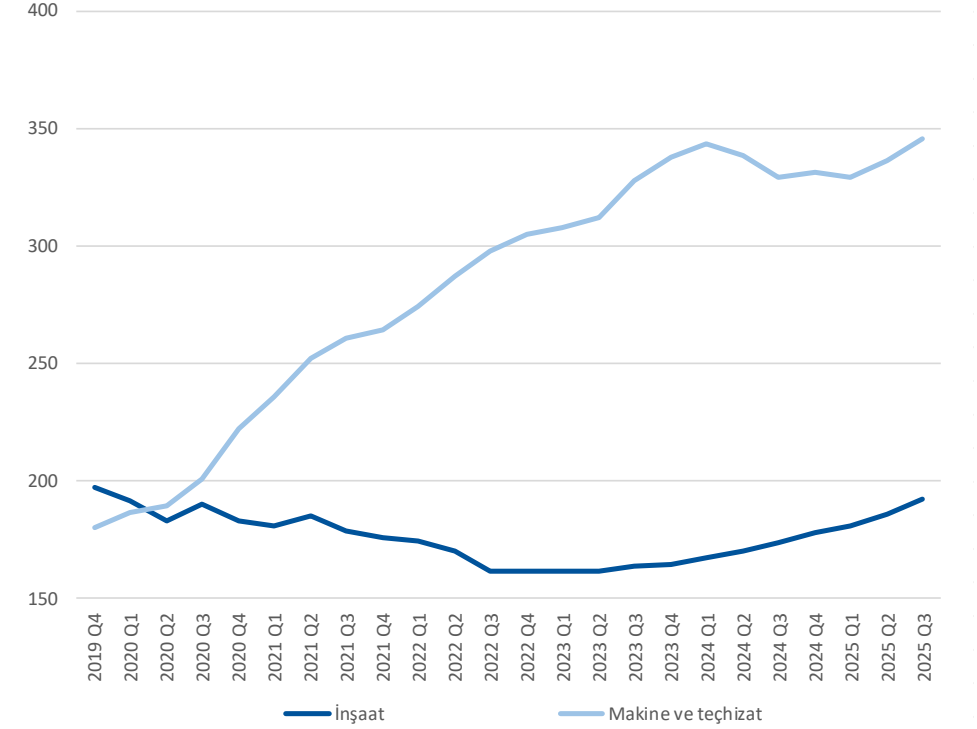
Yatırımlar, belirli düzeylerde seyrini koruyor.

GSYH, yatırım endeksleri, 4Ç ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

GSYH, yatırım endeksleri, 4Ç ort.

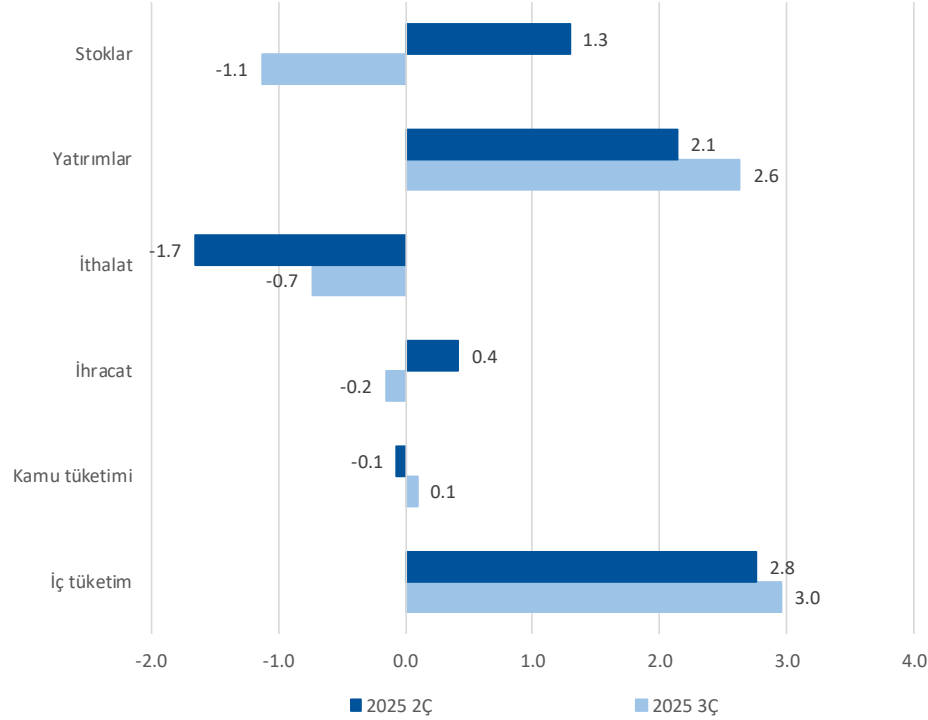


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

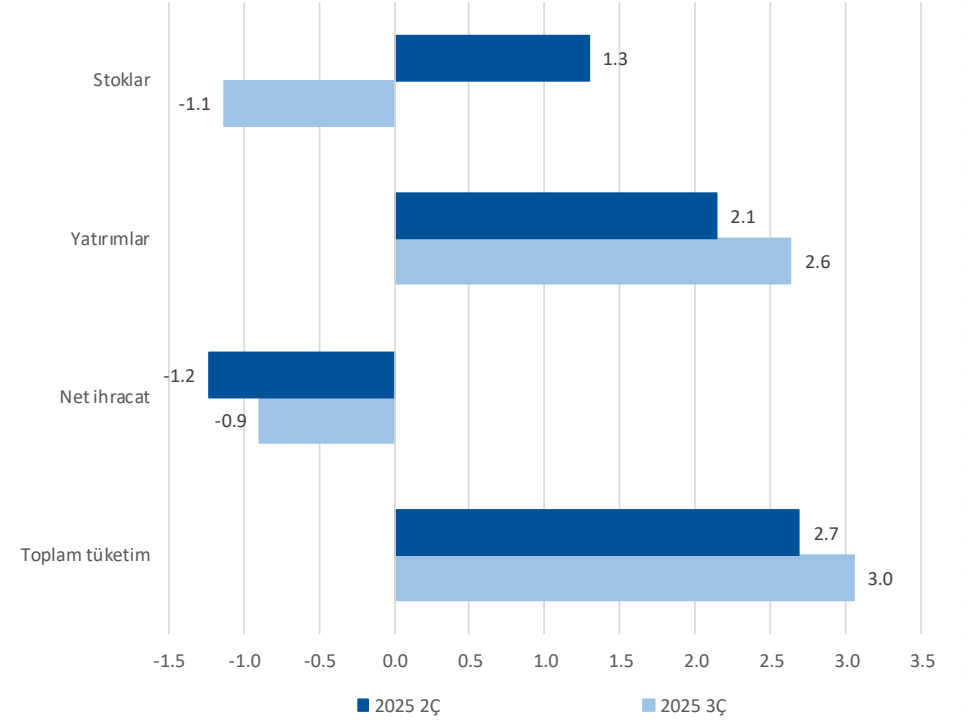
Büyümeye katkı açısından 3Ç itibarıyla tüketim ve yatırım öne çıkarken, stoklar ve net ihracat negatif tarafta yer aldı. İlk 9 aylık dönemde ise %3.7 seviyesindeki büyümede tüketim kalemi 2.7 puan katkı sunarken, kamu +0.1 puan ile son derece sınırlı kaldı ve özel tüketim belirleyici oldu.

GSYH, katkı puan, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

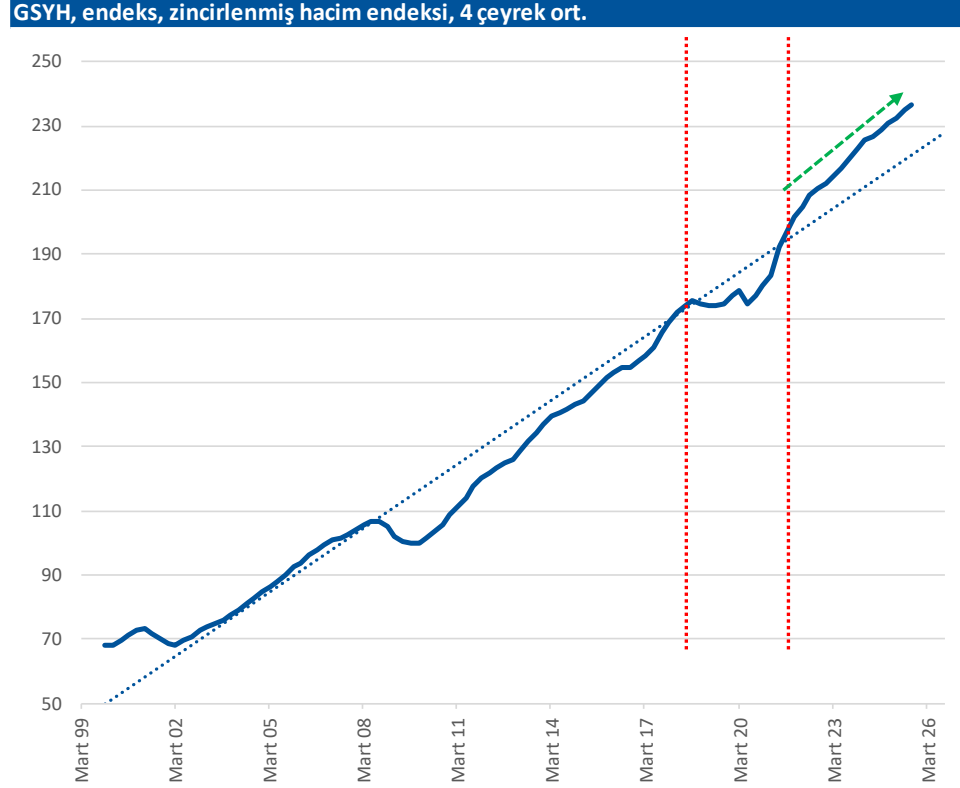
GSYH, katkı puan, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

Uzun dönem GSYH trendi.

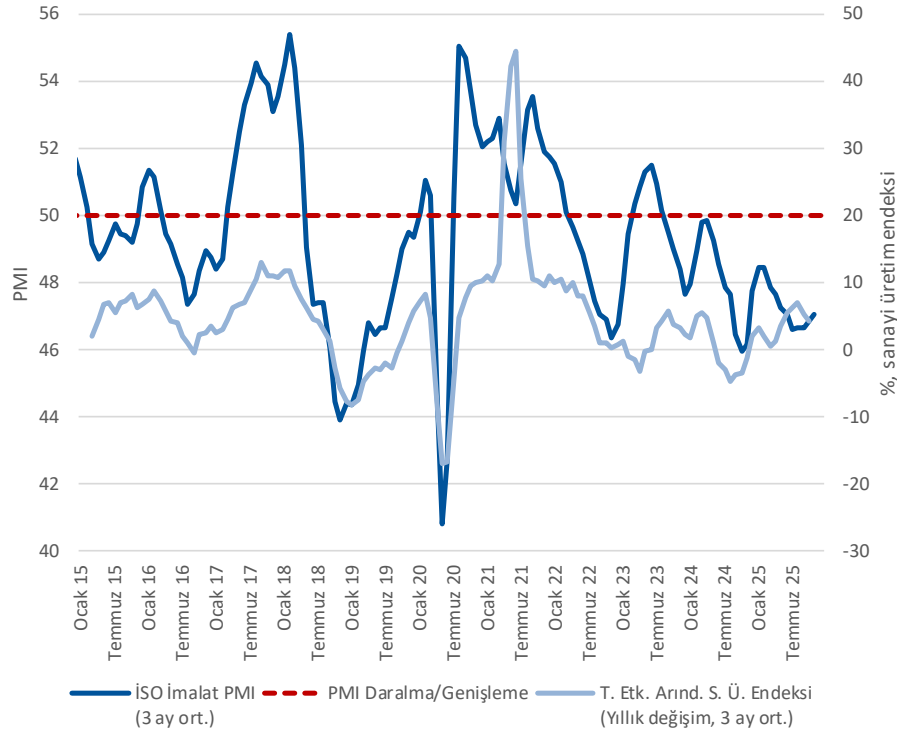


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK
Linear trend 12 çeyrek sonrasına gitmektedir.

Türkiye

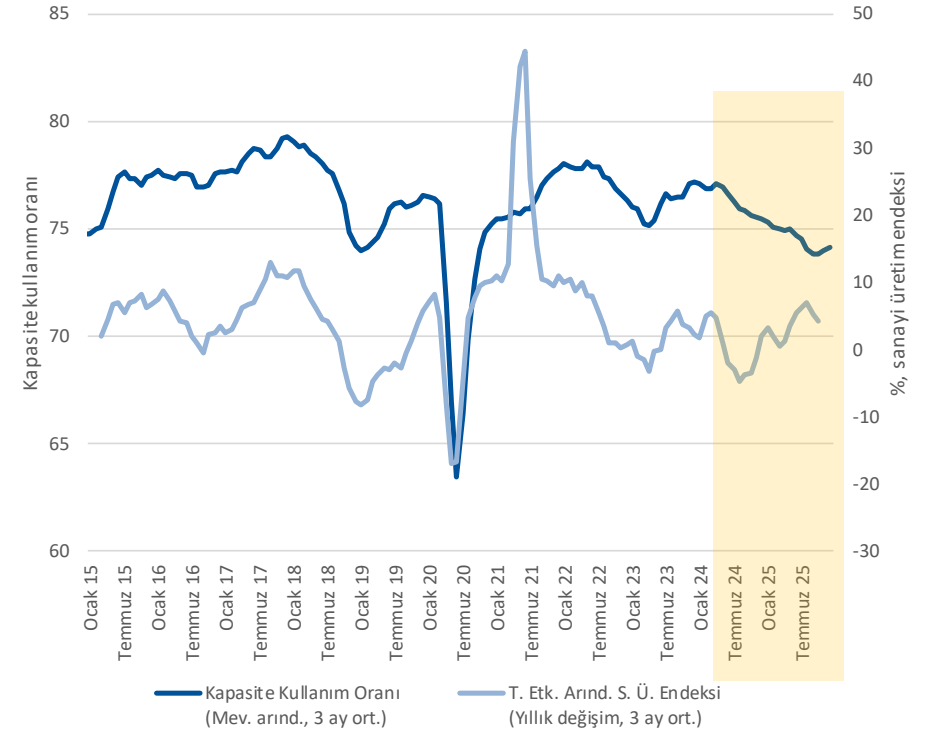
Türkiye'ye dair yakından izlenen öncü göstergelerin başında gelen PMI datası, 3 ay ortalama izlediğimiz göstergede 28 aydır daralma bölgesinde hareket ederken, kapasite kullanım oranı, aynı hesaplama yaklaşımı ile son 20 ayda 3 puan geriledi.

Türkiye özel sektör imalat PMI & Sanayi üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, İSO, TÜİK

Türkiye kapasite kullanım oranı & Sanayi üretimi

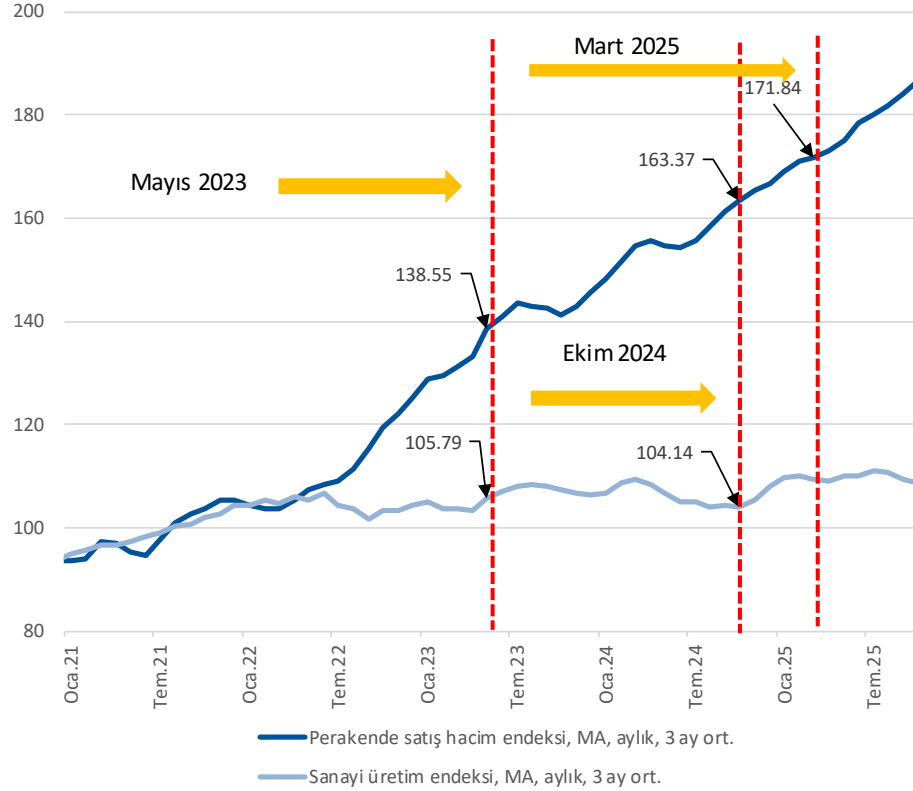


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

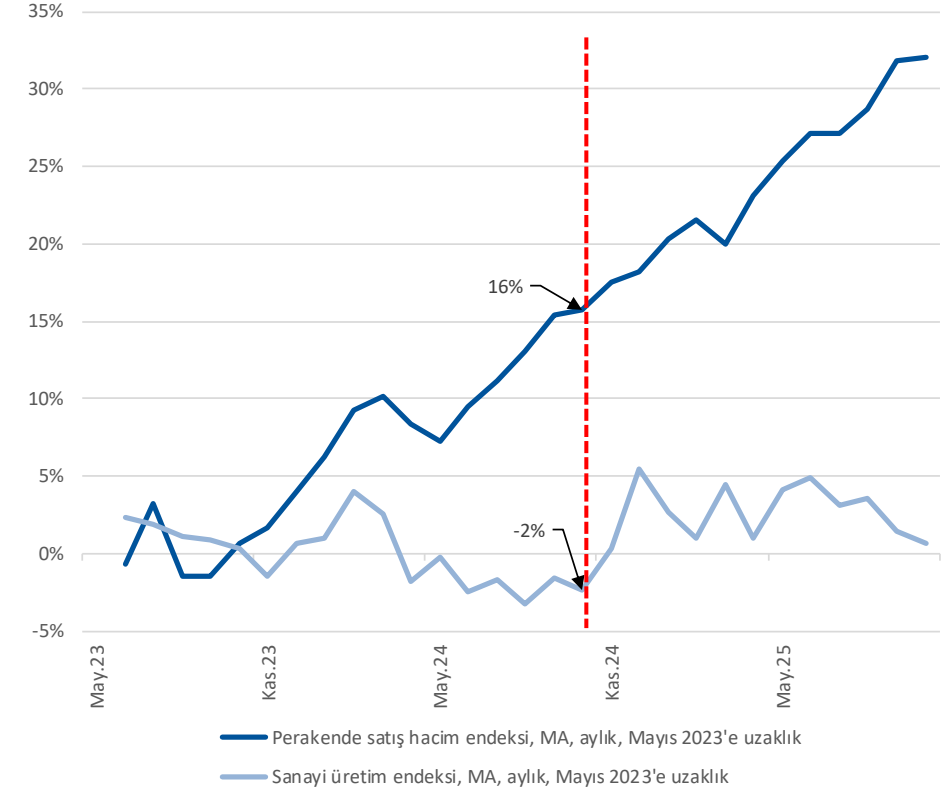
Tıpkı 2025 başlangıcında olduğu üzere, 2026'ya da perakende-sanayi ayrışması ile giriyoruz. Geçtiğimiz yıl paylaştığımız gerekçeler aynı şekilde devam ediyor. İç talep, canlılığını koruyor.

Perakende satış hacim endeksi & sanayi üretim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK Ekim 2024 datası, 2025 Strateji Raporu'ndaki son datayı ifade etmektedir.

Perakende satış hacim endeksi & sanayi üretim endeksi

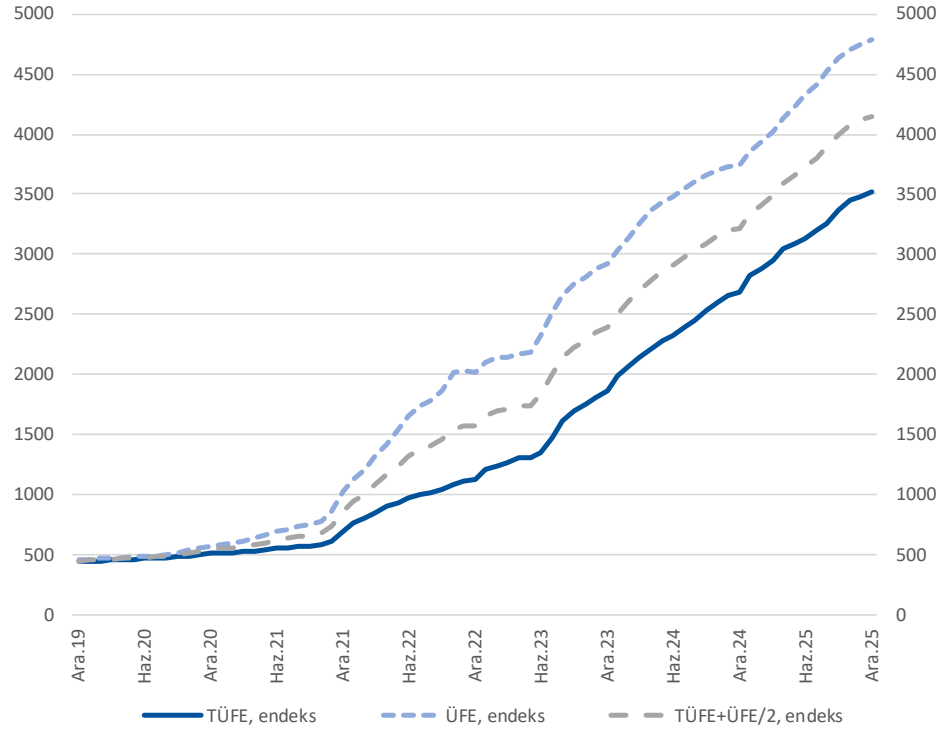


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK Ekim 2024 datası, 2025 Strateji Raporu'ndaki son datayı ifade etmektedir.

Türkiye

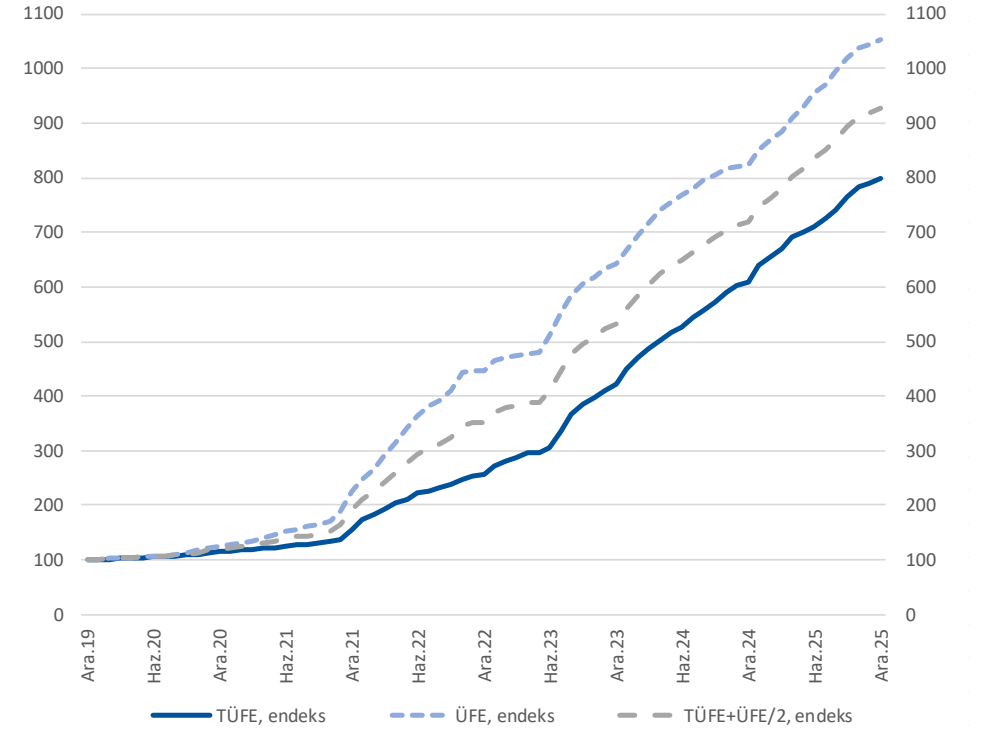
Enflasyon, büyük oranda beklentilere paralel seyretti ve %30'lu seviyelerin alt bandına doğru geriledi. Daha önemlisi, aylık artış hızı ivme kaybetmeye başladı. Ancak, yakın geçmişin yükü ve hizmet enflasyonunun kimi alt kalemlerindeki birikimli etkiler, gündelik hayatta hissedilen etkinin daha yüksek kalmasına neden oldu.

TÜFE & ÜFE endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

TÜFE & ÜFE endeksleri, Aralık 2019 = 100, kümülatif enflasyon seyri

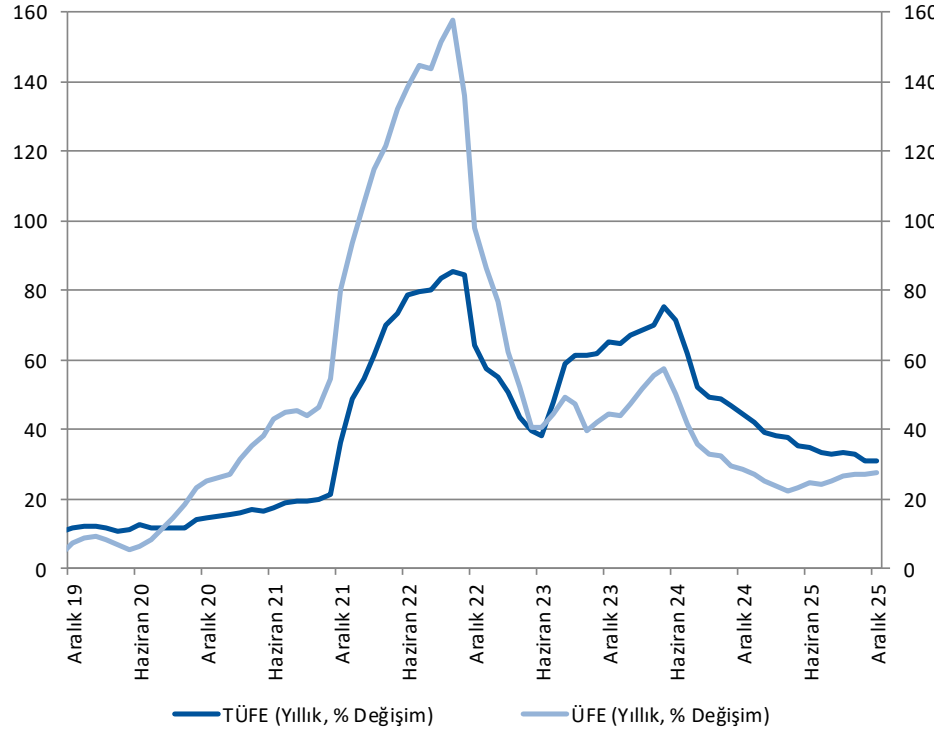


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

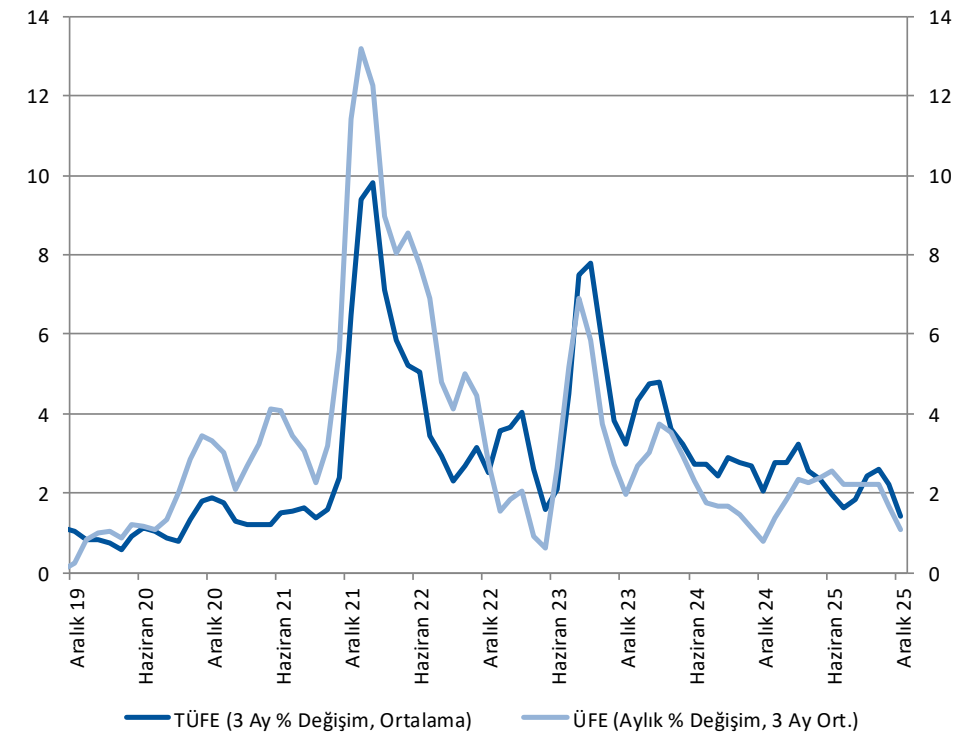
Türkiye ekonomisi, geride kalan 8 yılı çift hane enflasyon ile geçirdi. Mayıs 2023 sonrası devreye alınan para ve maliye politikaları değişim sürecini genel hatlarıyla olumlu ve doğru bulduğumuzu, enflasyon rejiminin –hala daha yüksek olmakla birlikte- %30’lu seviyelerin aşağısına doğru ilerlemesine imkan tanınmasını olumlu okuduğumuzu önemle belirtmek isteriz.

TÜFE & ÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

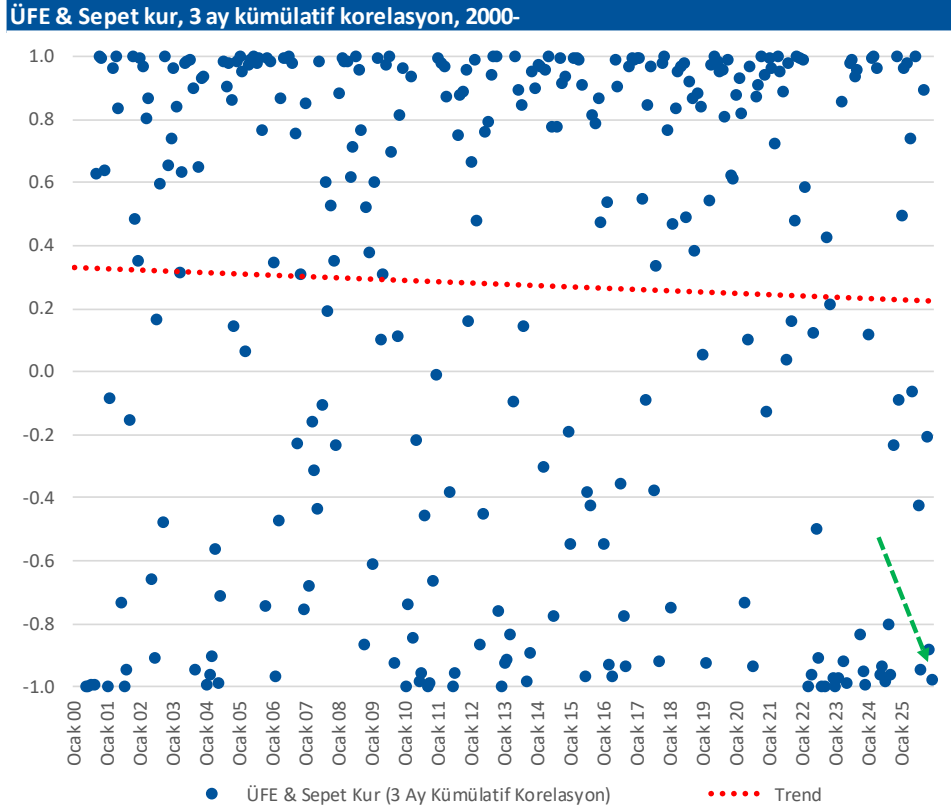
TÜFE & ÜFE ortalama değişimler



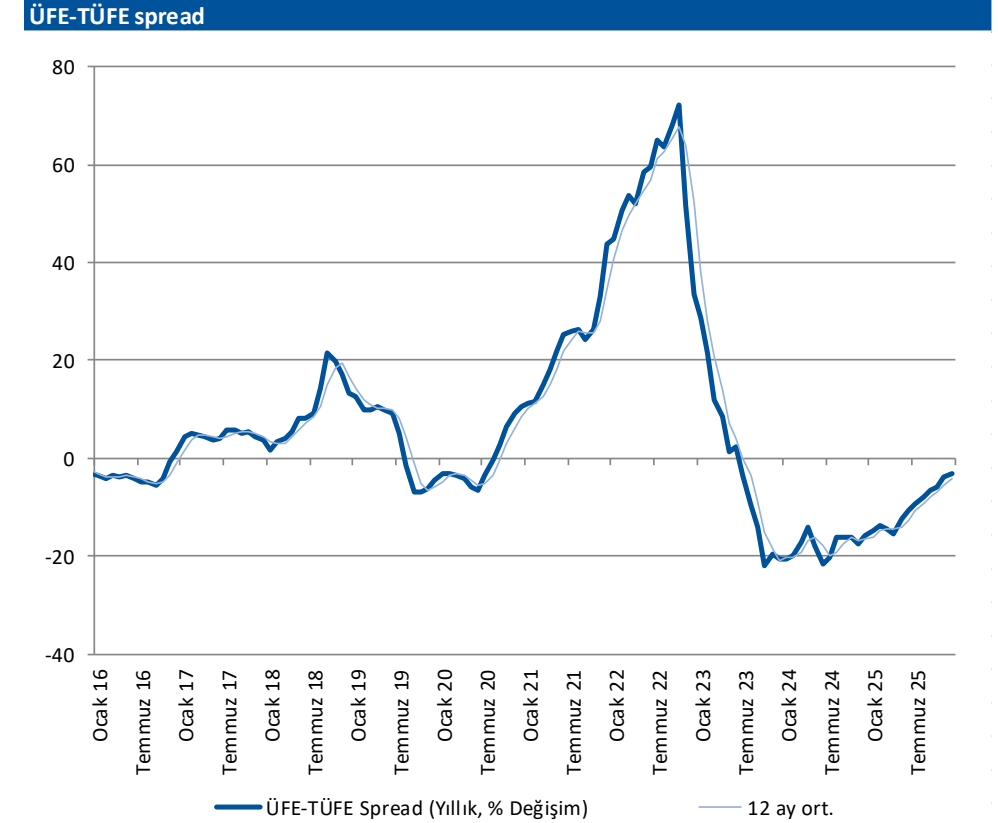
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

Liranın reel bazda değeri, mal grubu üzerinden maliyet girdilerinin belirli bir patikaya yerleşmesine imkan tanıdı. Kuşkusuz bu süreçte global emtia fiyatlarının seyri de katkı sundu. ÜFE-TÜFE spreadi (yıllık) son 5 ayda yeniden kapanma eğiliminde.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

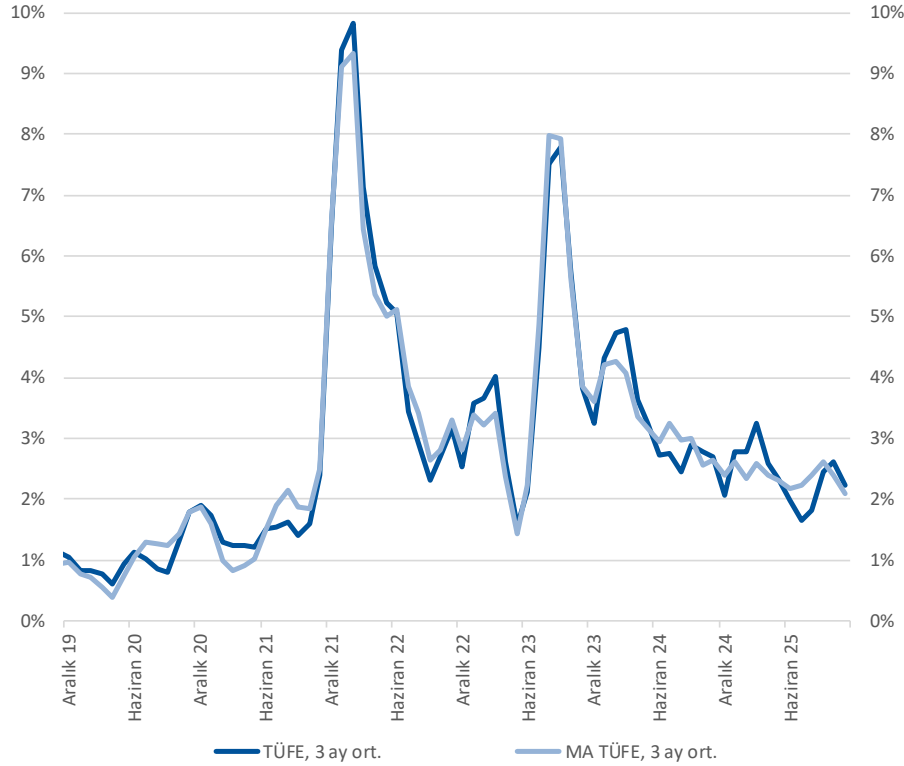


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

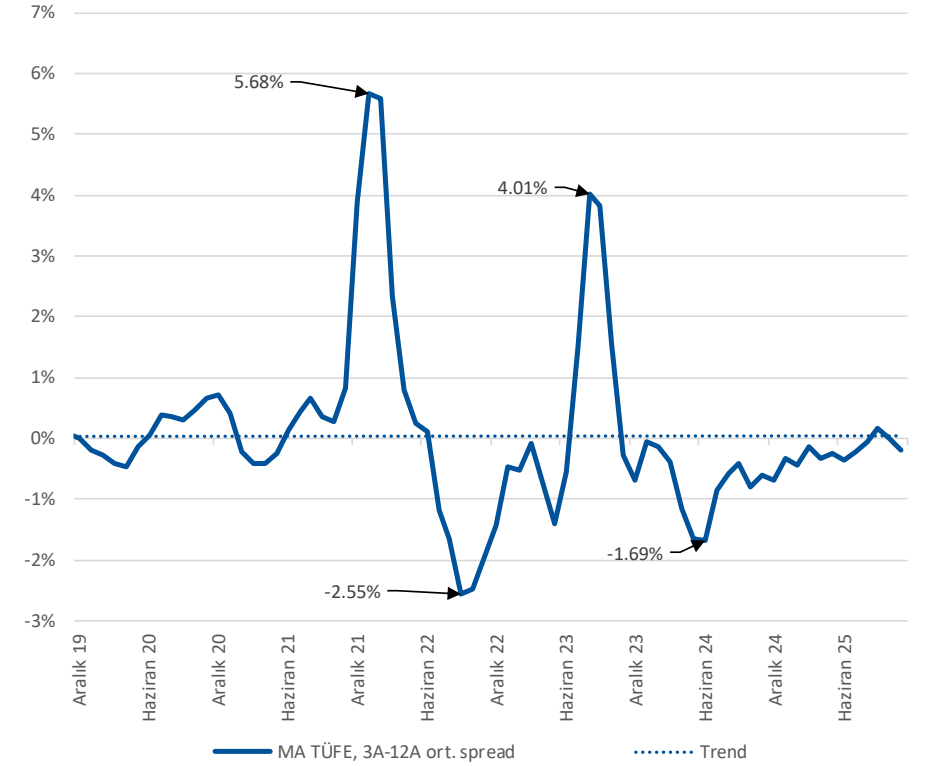
Mevsimsellikten arındırılmış (MA) serilerin kamuoyu ile düzenli paylaşılmaya başlaması, analiz açısından işimizi kolaylaştırıyor. MA seri, kısa vadeli trendini %2'lere çekerken, yıla %4'lü seviyelerde başladığı uzun vadeli (12A) ortalama ise kısa vadeli ile neredeyse eşitlendi. Bu da eğilimin düzelme patikasında yoluna devam ettiğini gösteriyor. Ancak, trendin %1.50-1.75 aralığına gerilemesi olmazsa olmaz.

TÜFE & mevsimsellikten arındırılmış TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

MA TÜFE, farklı vadelerde spreadler

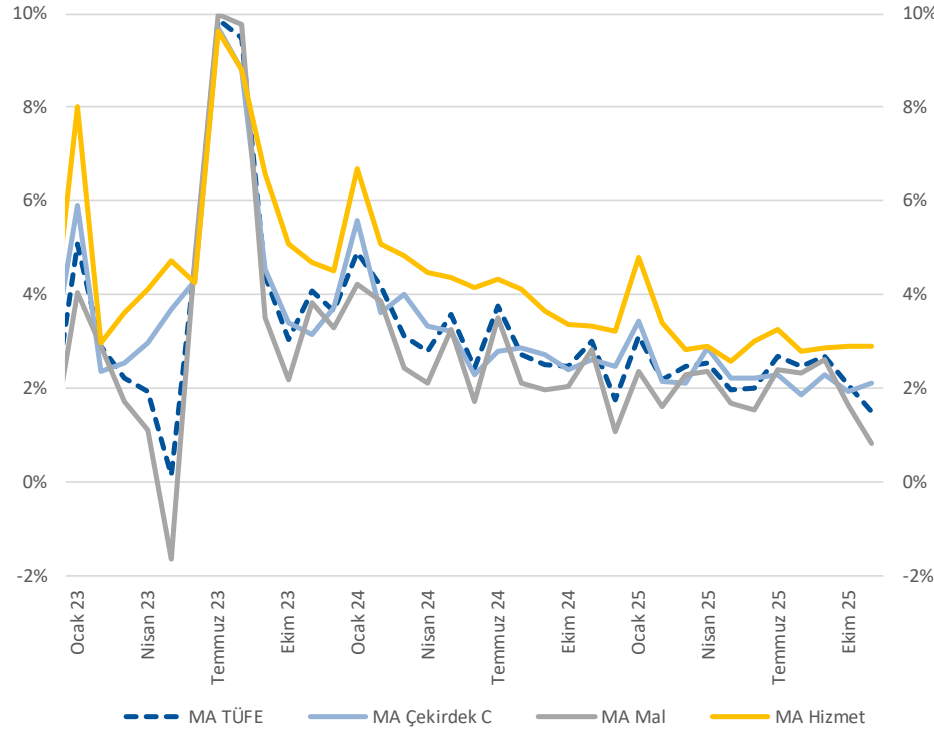


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

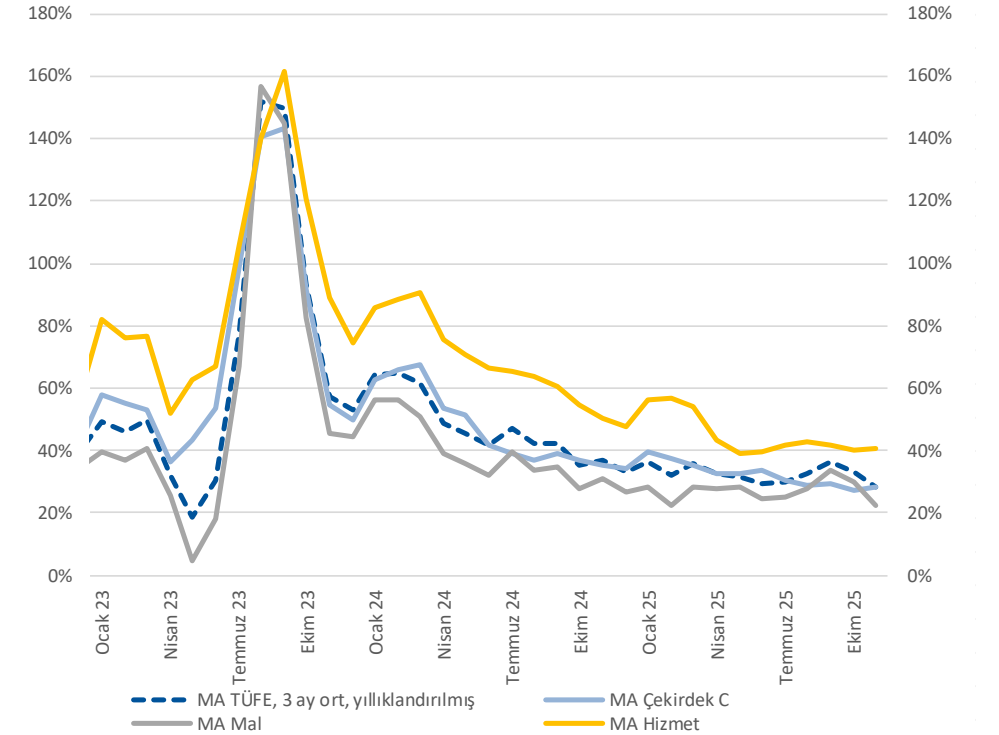
Hizmet tarafı maalesef son derece yapışkan ve inatçı. Bu da geriden gelme ile fiyatlama isteğinin sürmesini sağlıyor. Ancak, bir miktar momentum kaybı var. Yeni yıl öncesi planlanan kamu çıkışlı fiyat zamlarının beklentiler paralelinde gerçekleşmesi, zaman içerisinde hizmetteki katılığın biraz daha çözülmesine zemin hazırlayacak.

Seçilmiş enflasyon göstergeleri, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Seçilmiş enflasyon göstergeleri, aylık değişim

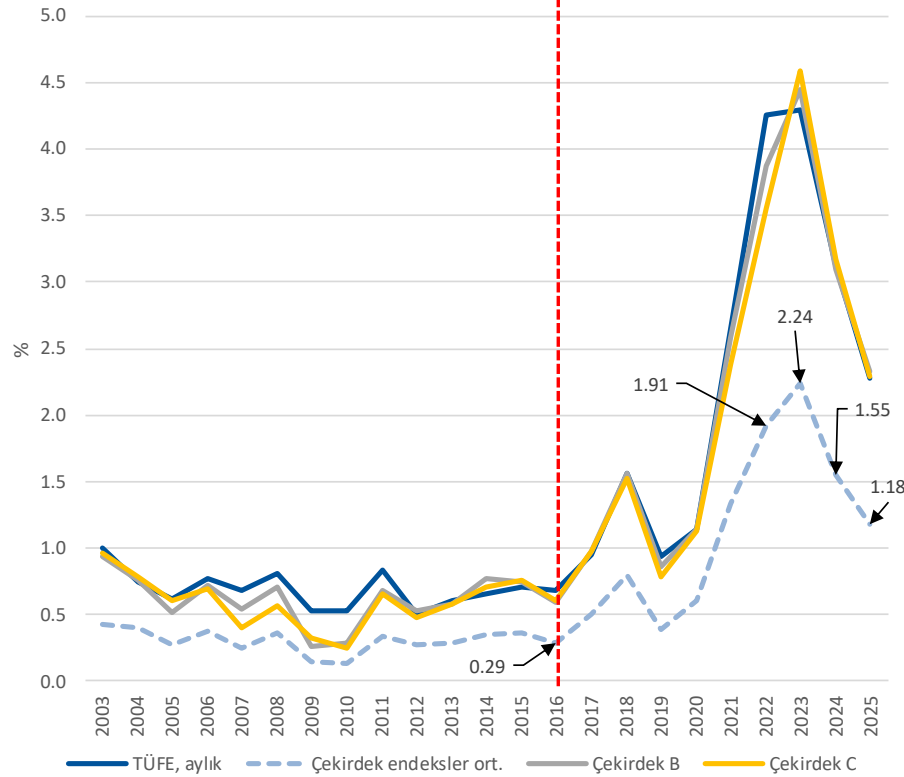


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

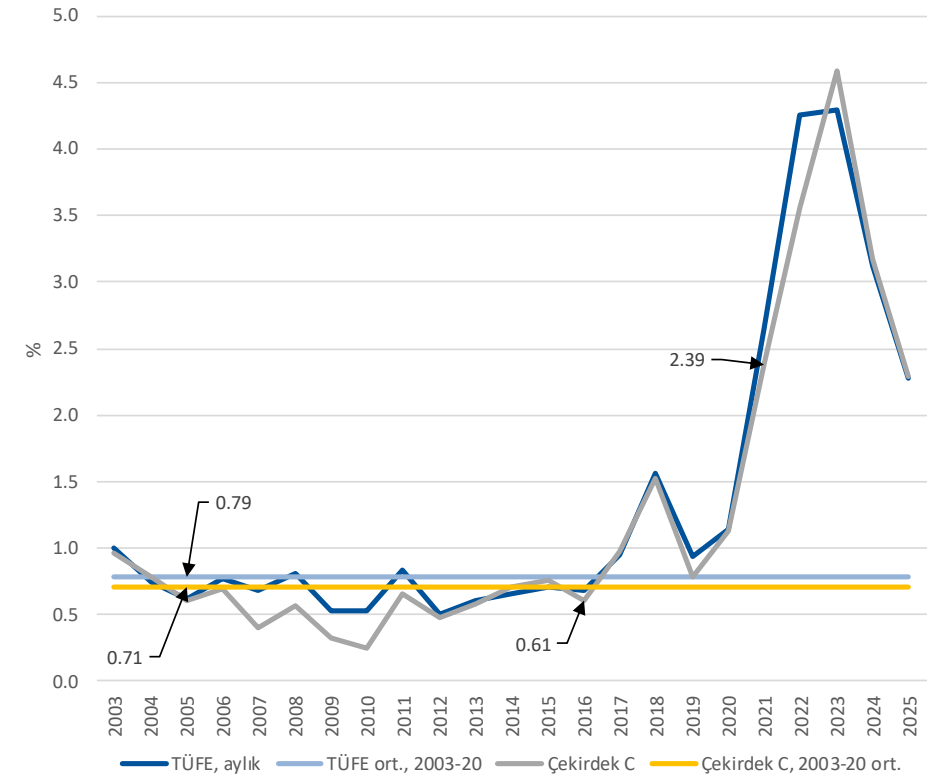
Momentum kaybı, çekirdek kalemlerin yıllık performansı üzerinden de görülebiliyor.

TÜFE & seçilmiş çekirdek seriler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK Yıl ortalamaları üzerinden hesaplama yapılmıştır.

TÜFE, çekirdek C endeks, ortalamalar

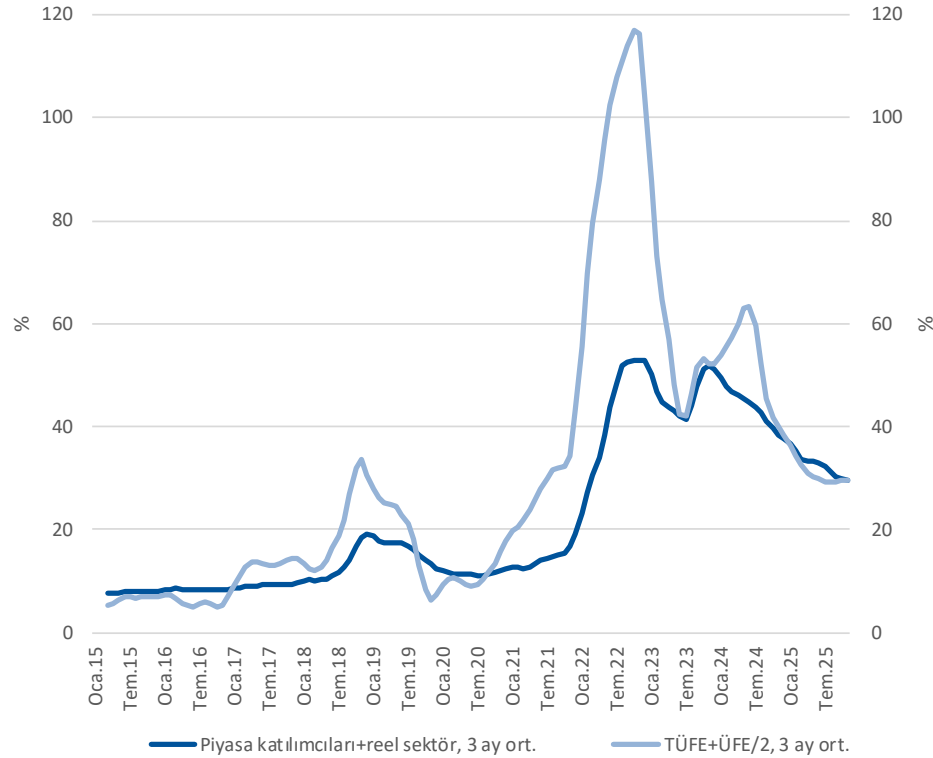


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK Yıl ortalamaları üzerinden hesaplama yapılmıştır.

Türkiye

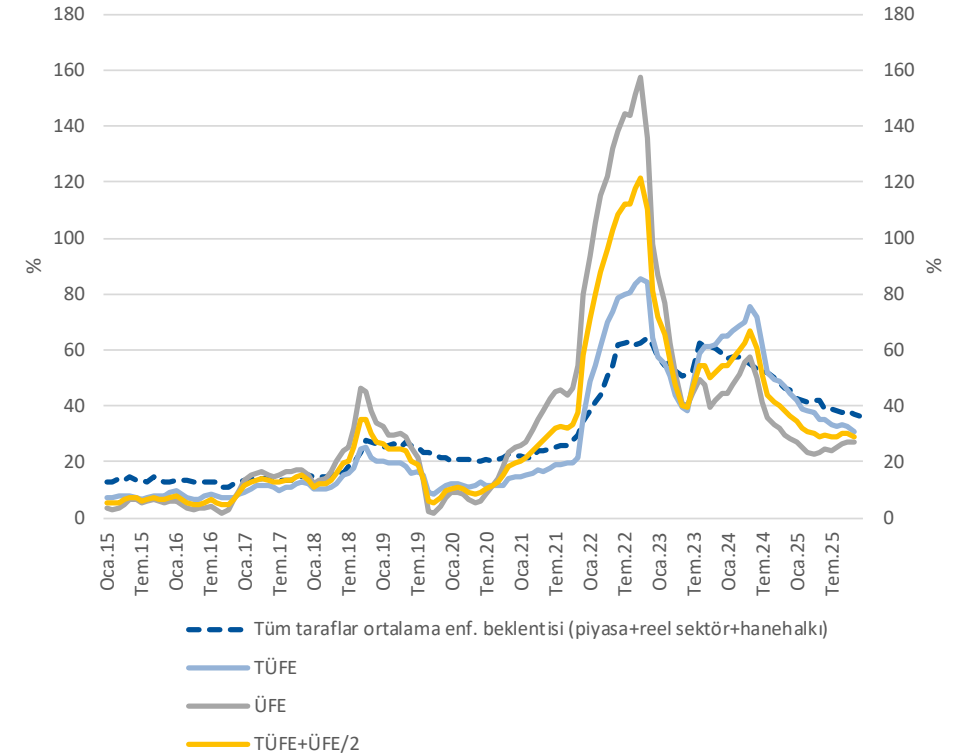
Piyasa katılımcılarının 1y sonrası için enflasyon beklentisi Aralık itibarıyla %23.35, reel sektörün %34.80, hanehalkının ise %50.90. Hanehalkı tarafını çok daha fazla «*hissedilen*» enflasyon olarak değerlendirdiğimizde, 2025'te 12 puanlık düşüş olmasını sınırlı-olumlu okuyoruz. Profesyonellerin ortalaması %29 (piyasa katılımcıları+reel sektör). Yıl içerisinde tüm beklentilerde veriye paralel gevşeme görebiliriz.

Sektörel enflasyon beklentileri & TÜFE & ÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Sektörel enflasyon beklentileri & farklı enflasyon göstergeleri

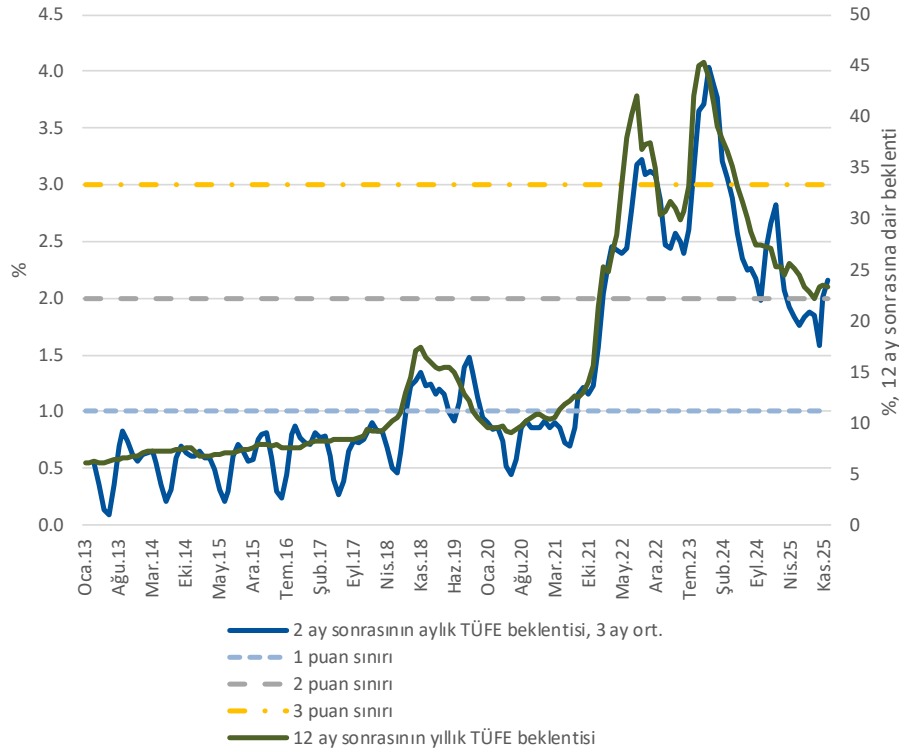


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Türkiye

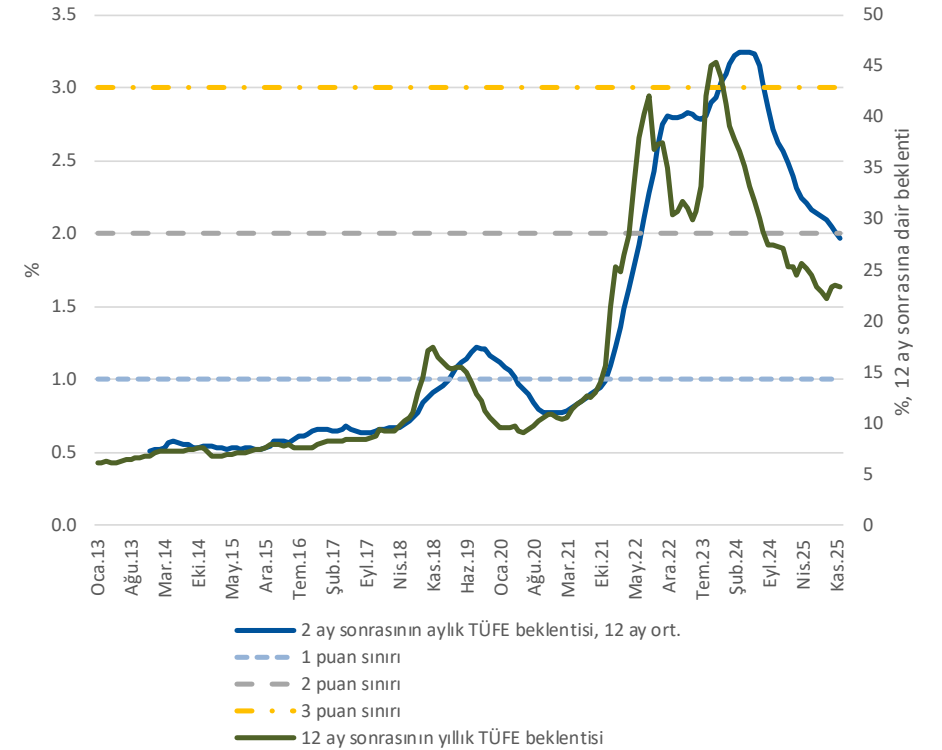
Yakından izlediğimiz 2 ay sonrasının enflasyon beklentisi kademeli şekilde azalışını 2025'te devam ettirdi. 2021 öncesi dönemde kısa vadeli ortalamalar %1 etrafında oluşuyordu.

2 ay & 12 ay sonrasının TÜFE beklentileri, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

2 ay & 12 ay sonrasının TÜFE beklentileri, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi

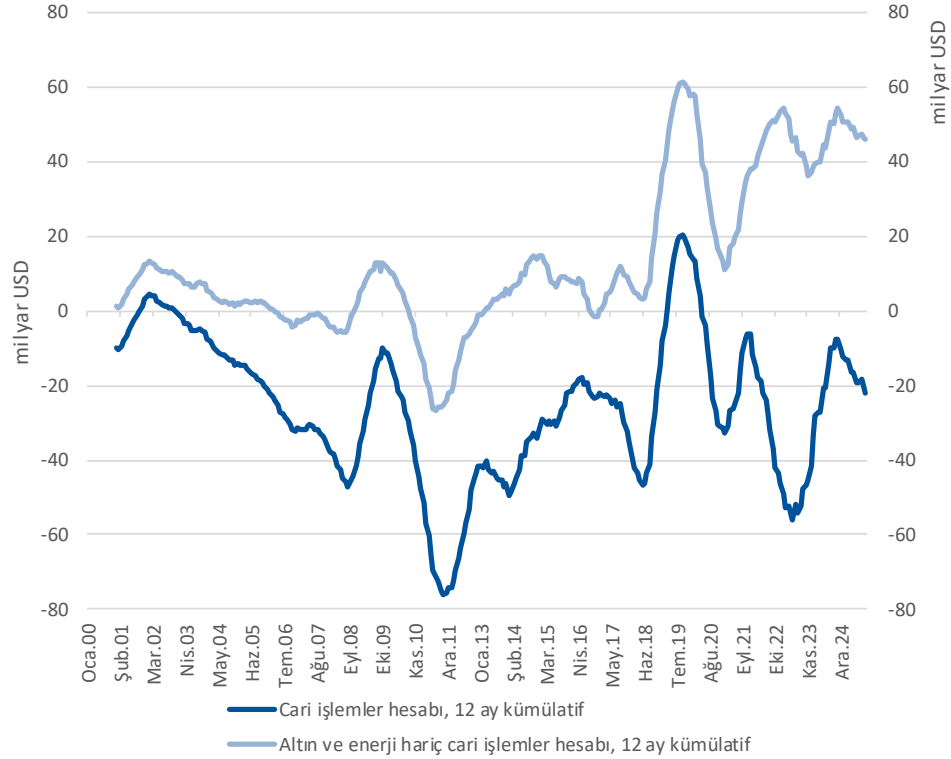


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

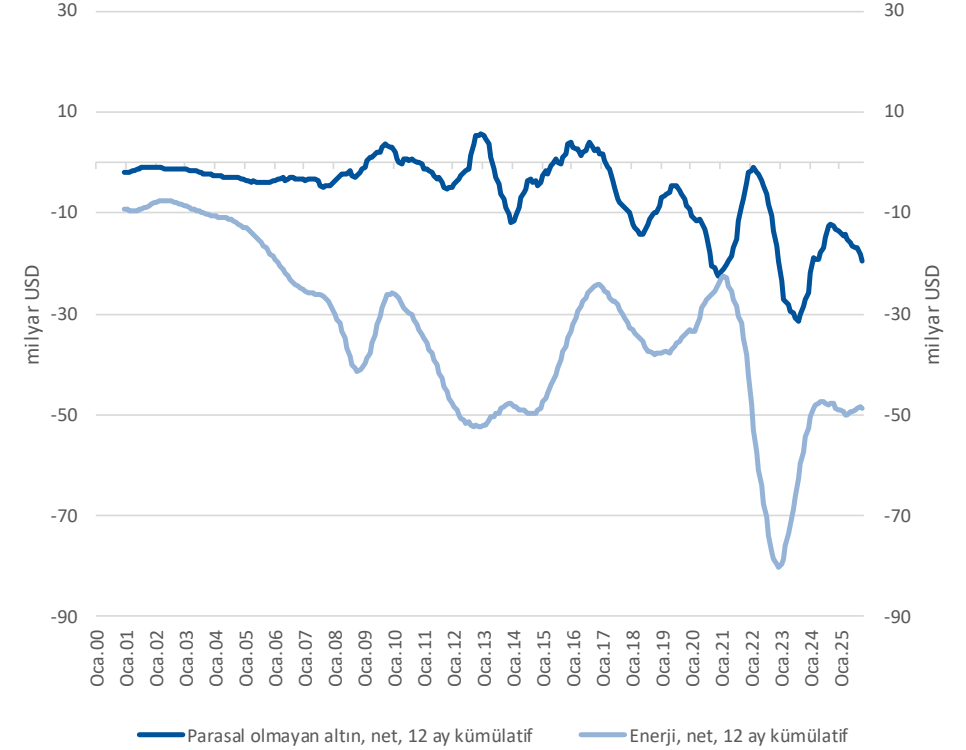
Geride kalan yılda, globalde değerli metal rallisinin aksine, enerji fiyatları ve genel emtia grubundaki baskılanma, cari denge açısından destekleyici konumda yer aldı. Öte yandan alınan önlemler, sıkı para politikası uygulaması ve dış finansmana erişimdeki kolay ortam, fonlamada elimizi rahatlatmış. 50 milyar dolar civarındaki net enerji hesabı, en önemli katkıyı sunan kalem oldu.

Cari işlemler & çekirdek cari işlemler hesapları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Parasal olmayan altın net kalem & enerji ithalatı net kalem

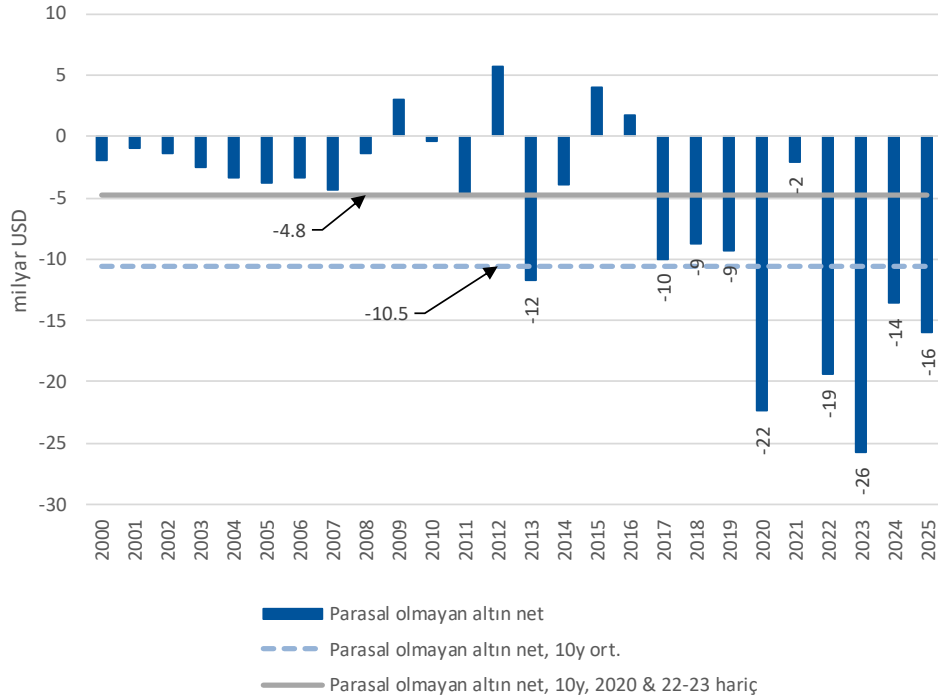


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

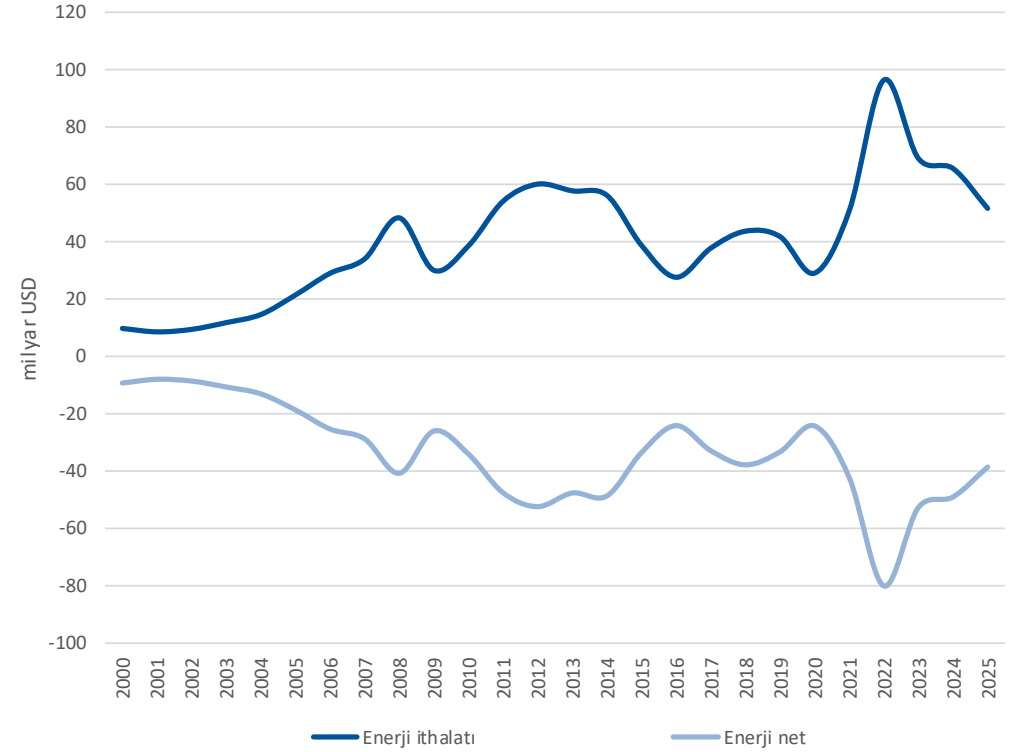
Alınan önlemler ve içeride reel faiz düzeyinin tatmin edici konumda olması, net parasal olmayan altın hesabının 2024'ün hafif üzerinde açık vermesine imkan tanıdı.

Parasal olmayan altın yıllık & 10y ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Enerji kalemi rakamları & cari denge

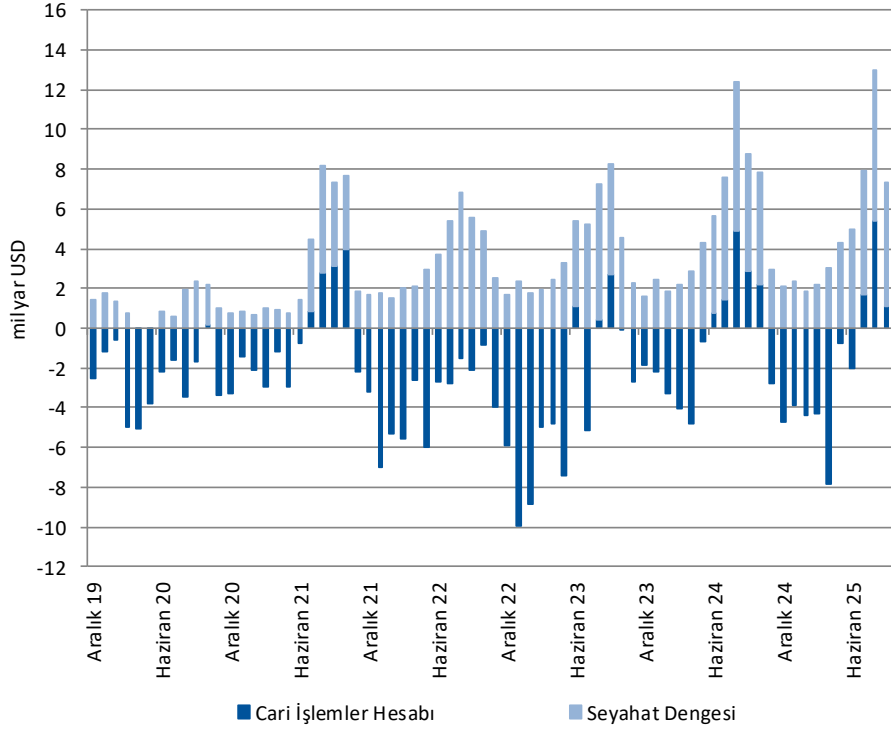


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

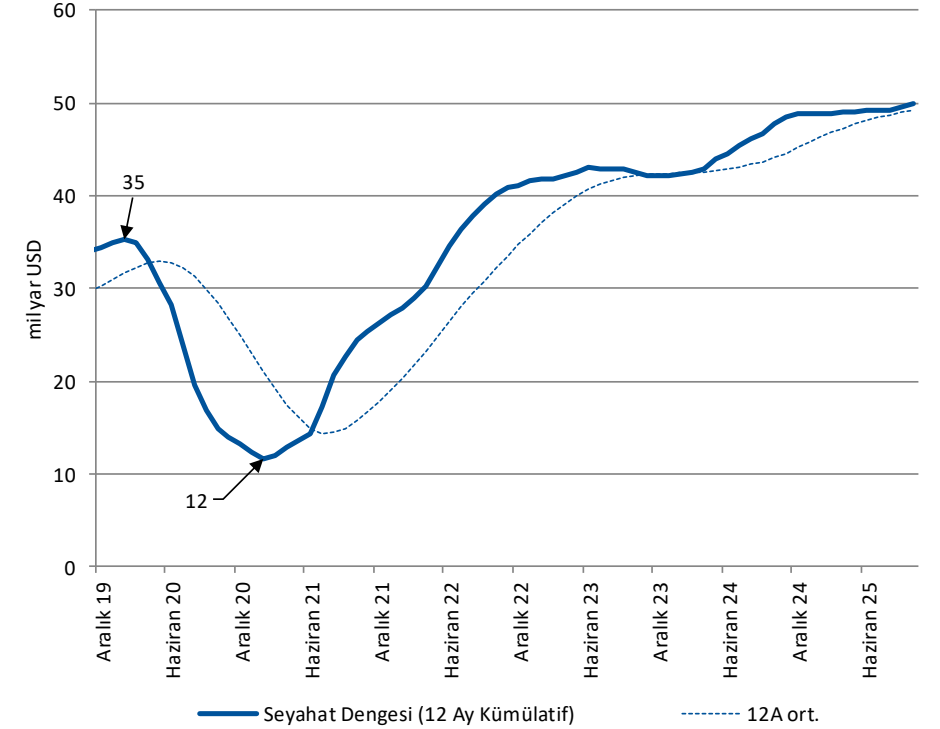
Kümülatif net seyahat dengesi seyri yaklaşık 1 yıldır aynı seviyelerde.

Cari işlemler hesabı & seyahat dengesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Seyahat dengesi

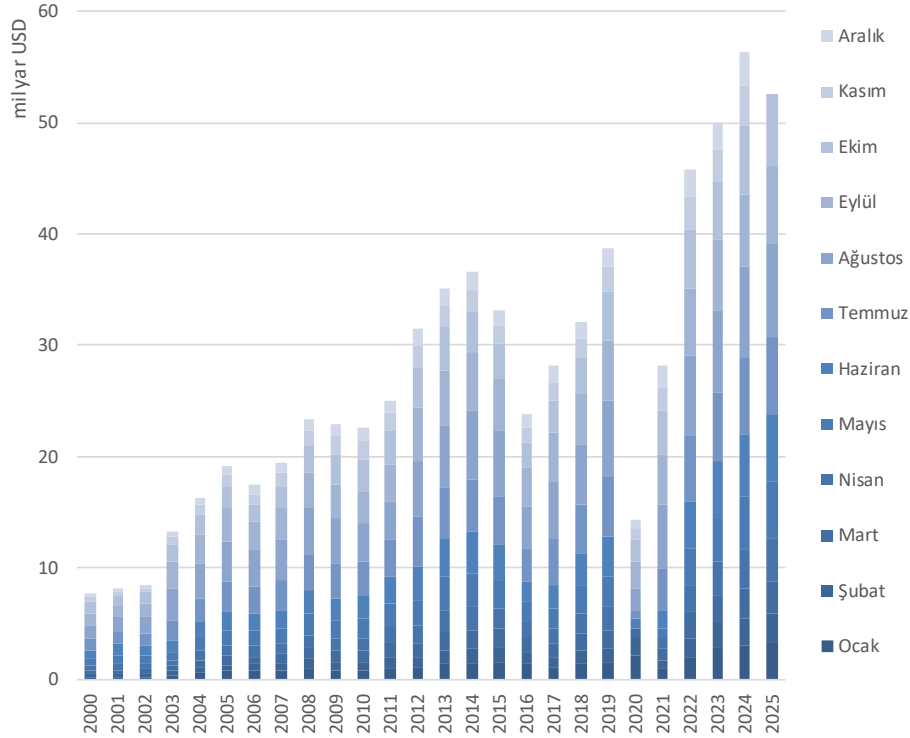


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

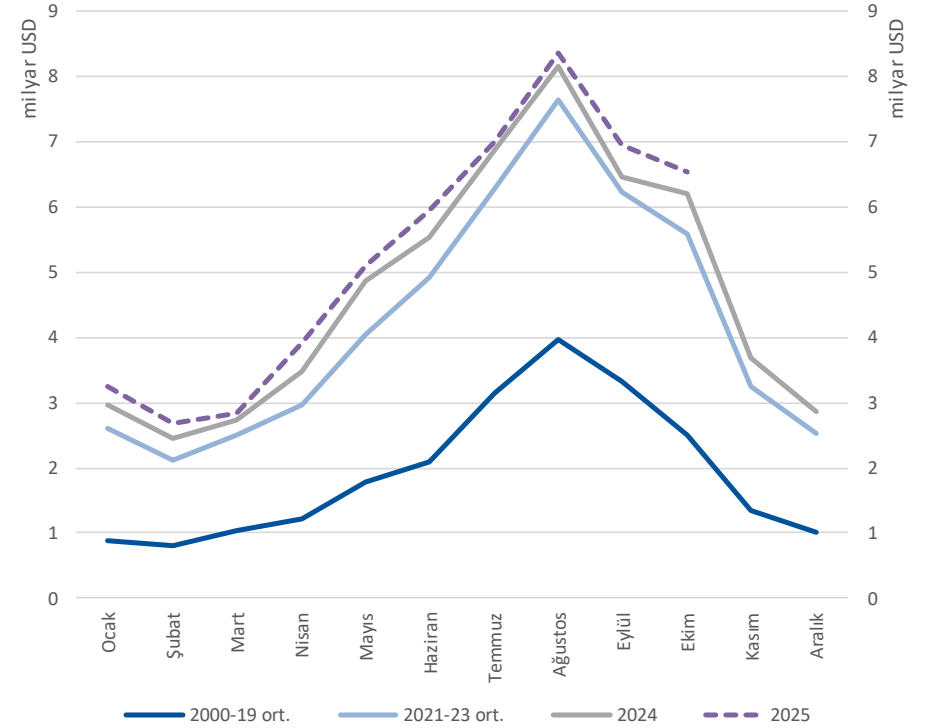
Aylık gelirler, 2024'ün hafif üzerinde seyretmekle birlikte, 2026 için yakından izlenmesi gerektiği sinyali veriyor.

Seyahat gelirlerinin yıllık bazda aylık kırılımı



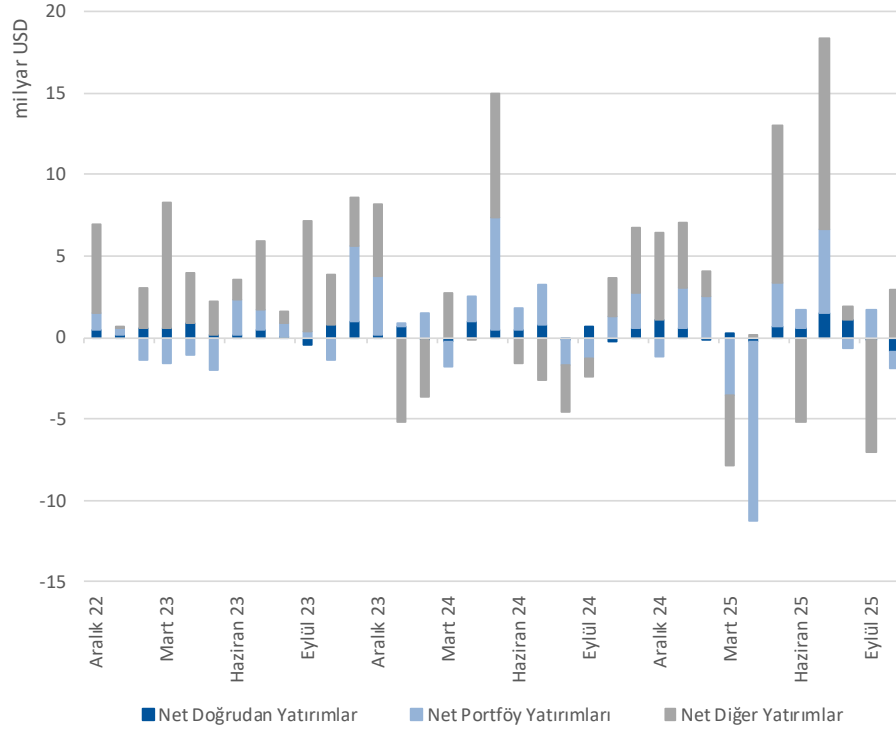
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Dönemler bazında aylık seyahat gelirlerinin seyri



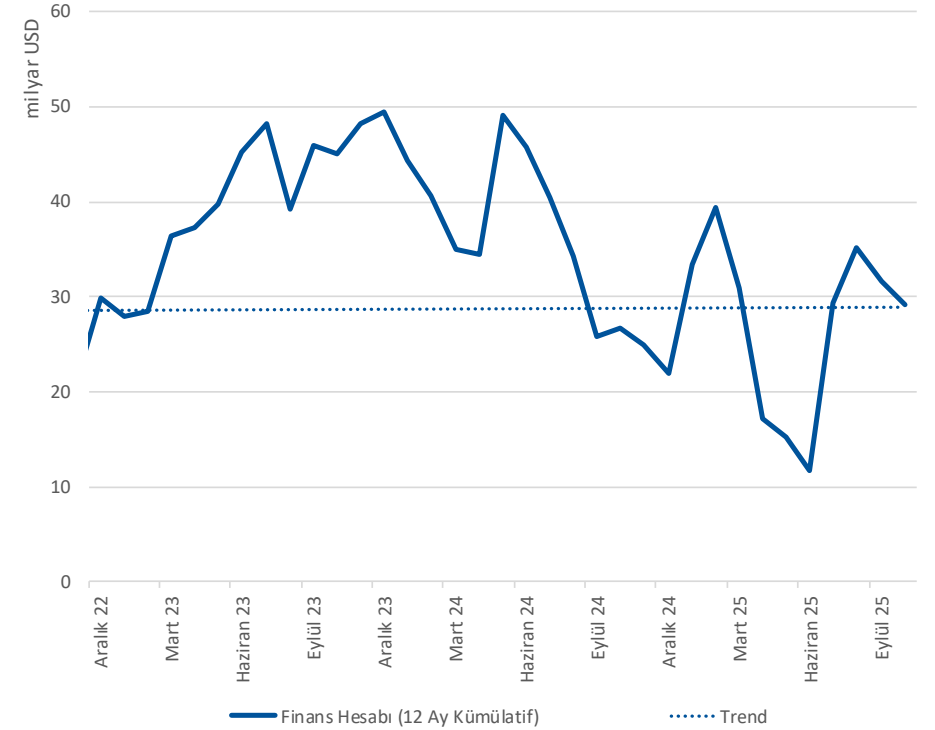
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Ödemeler dengesi, finans hesabı alt kırılımları, aylık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Ödemeler dengesi, finans hesabı

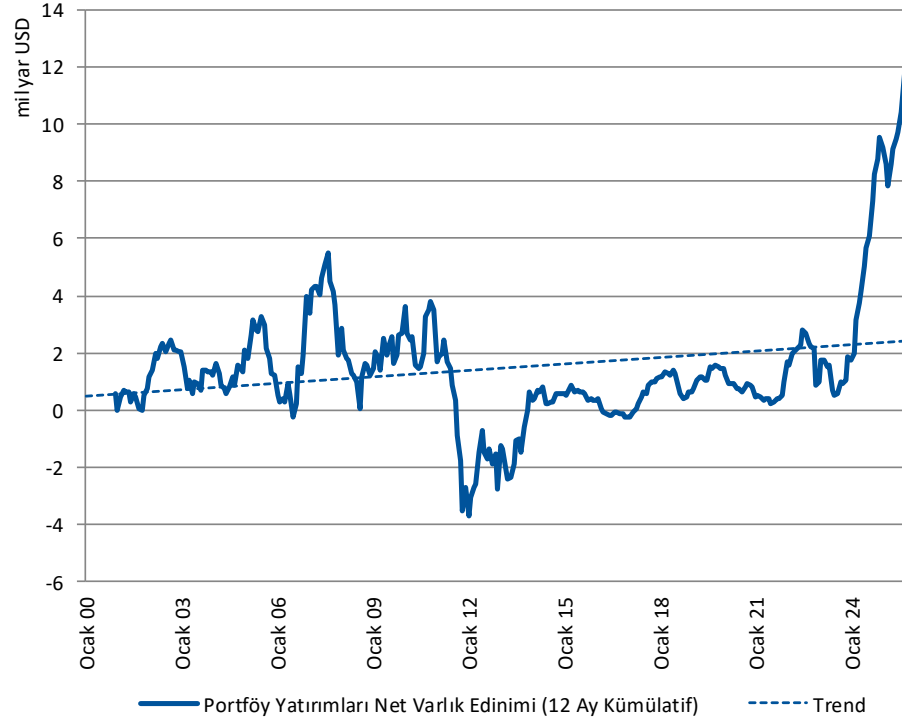


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

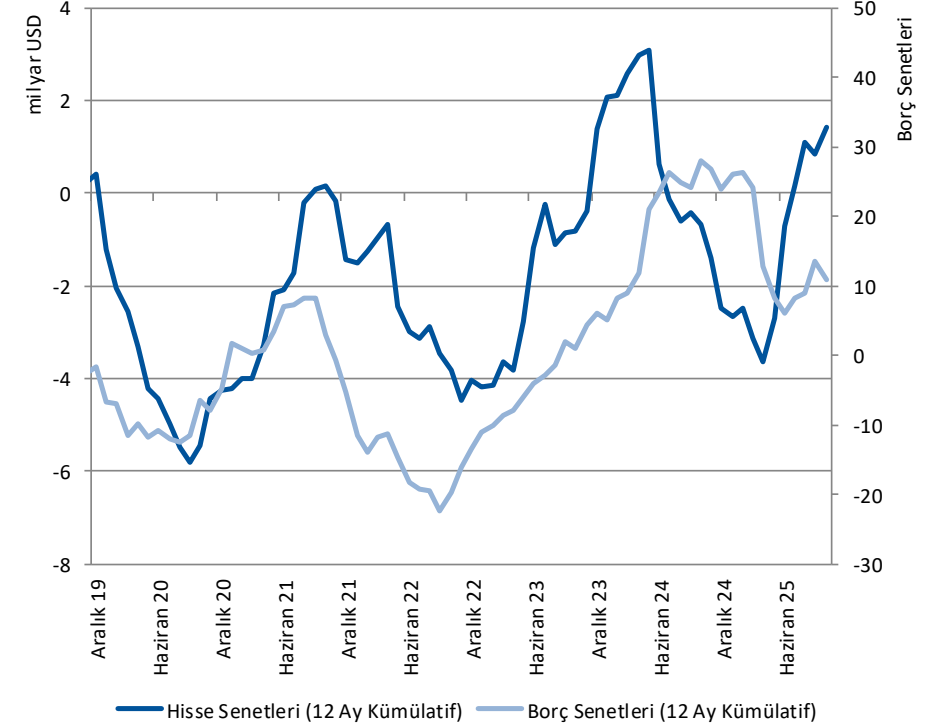
Portföy yatırımları tarafında borç senetlerinin ağırlığı devam ediyor. 12A kümülatif hesaplamada, yılın ilk çeyreğinde 26-27 milyar dolar seviyelerine dek yükselen rakam, Nisan'da 12.8 milyar dolara gerilemesinin ardından, Ekim itibarıyla yaklaşık 11 milyar dolar olarak karşımıza çıkıyor. Hisse senetleri ise çok sınırlı, 1.4 milyar dolar.

Portföy yatırımları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Portföy yatırımları, 12 ay kümülatif

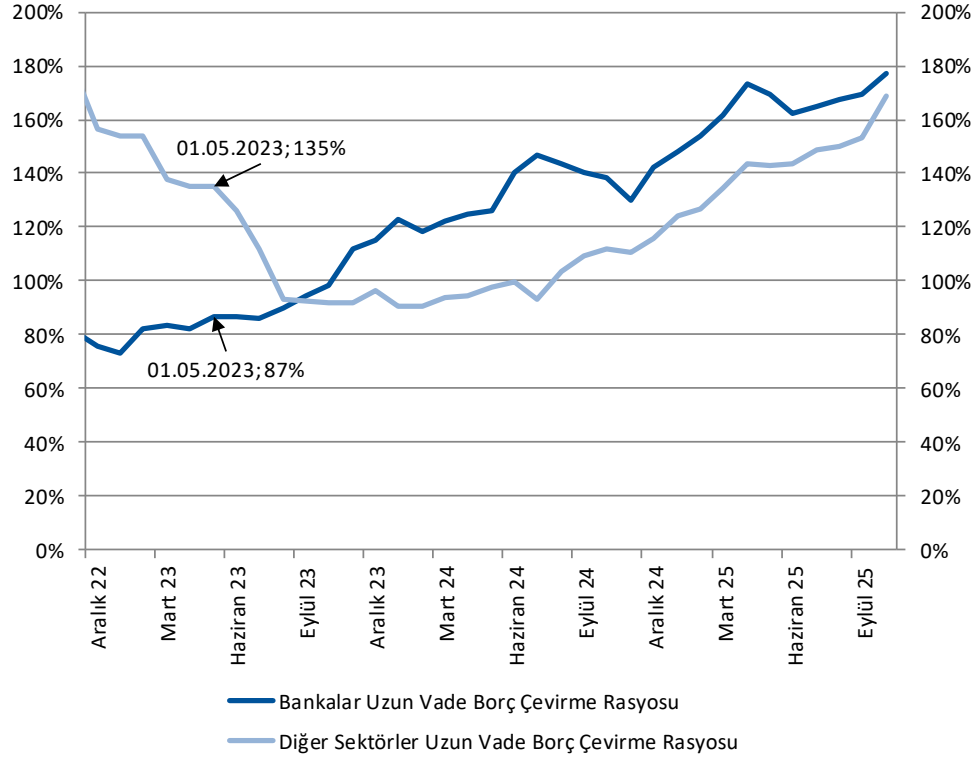


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

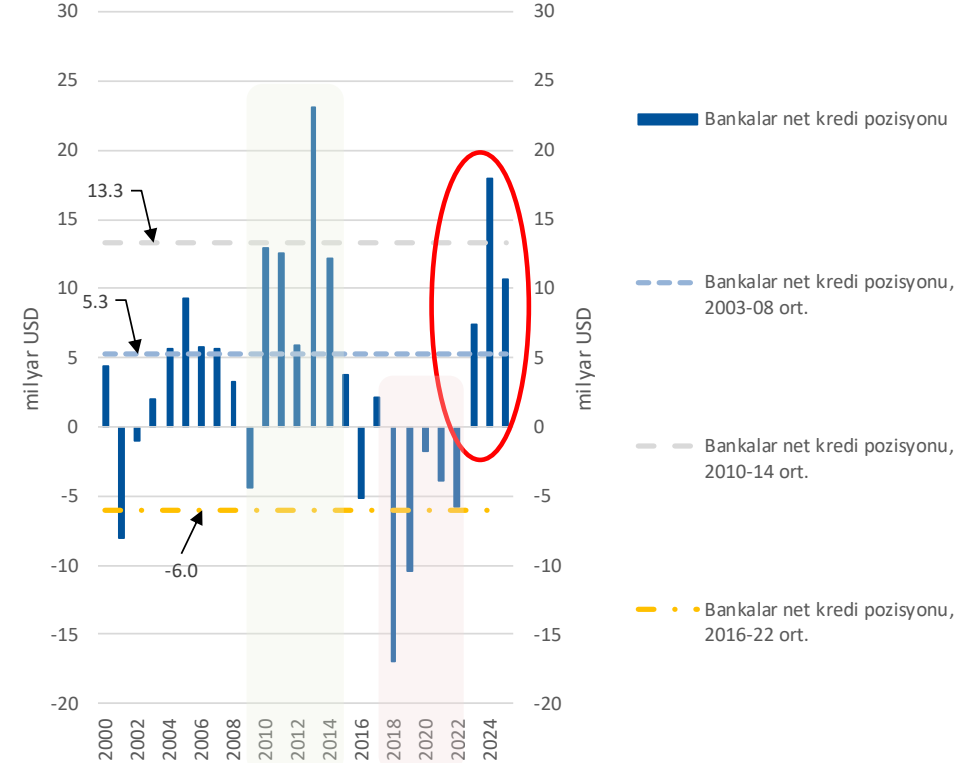
Uzun vade borç çevirme rasyoları bankalar ve özel sektörde ciddi anlamda arttı. Bankalarda net kredi pozisyonları 3 yıldır pozitifte.

Bankalar & diğer sektörler borç çevirme rasyosu, uzun vade



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Bankalar net kredi pozisyonu (yıl toplamaları) & yıl ortalamaları

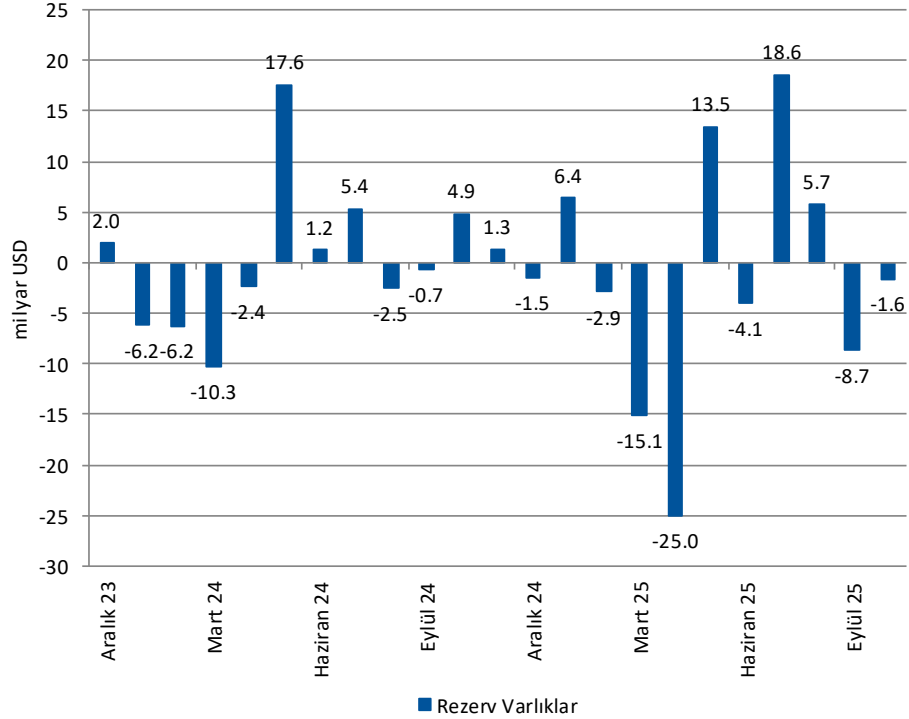


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

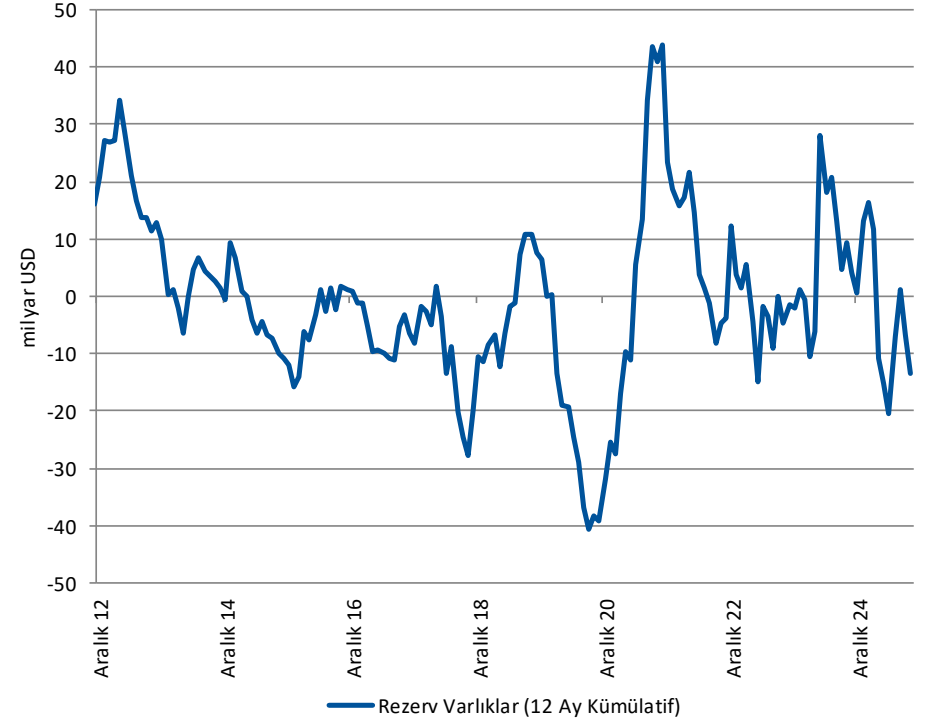
Yıl içerisindeki dalgalanmaya rağmen resmi rezervler toparlandı.

Rezerv varlıklar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Rezerv varlıklar

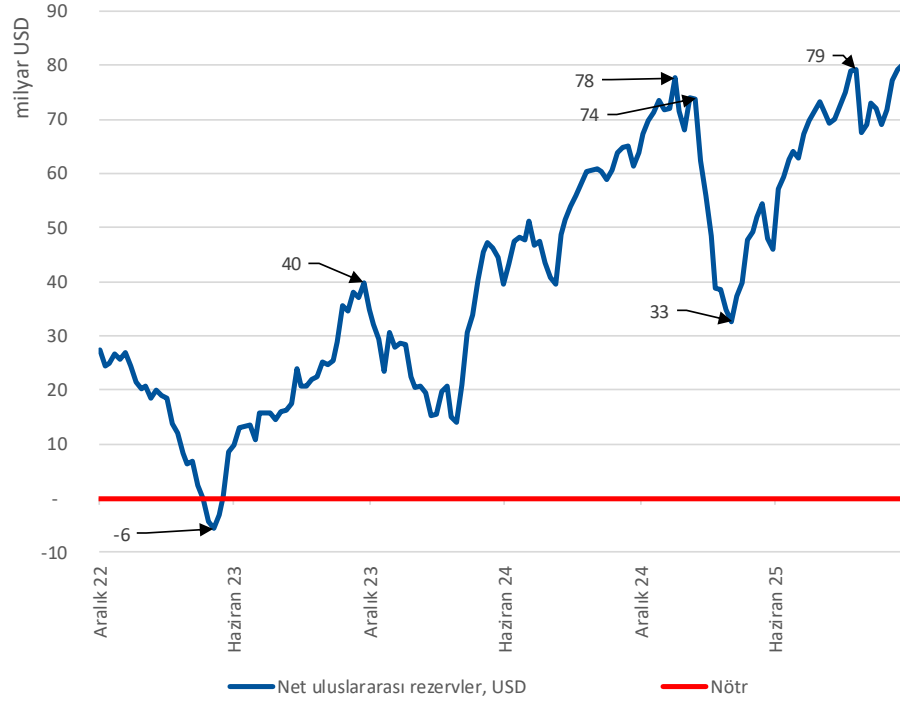


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

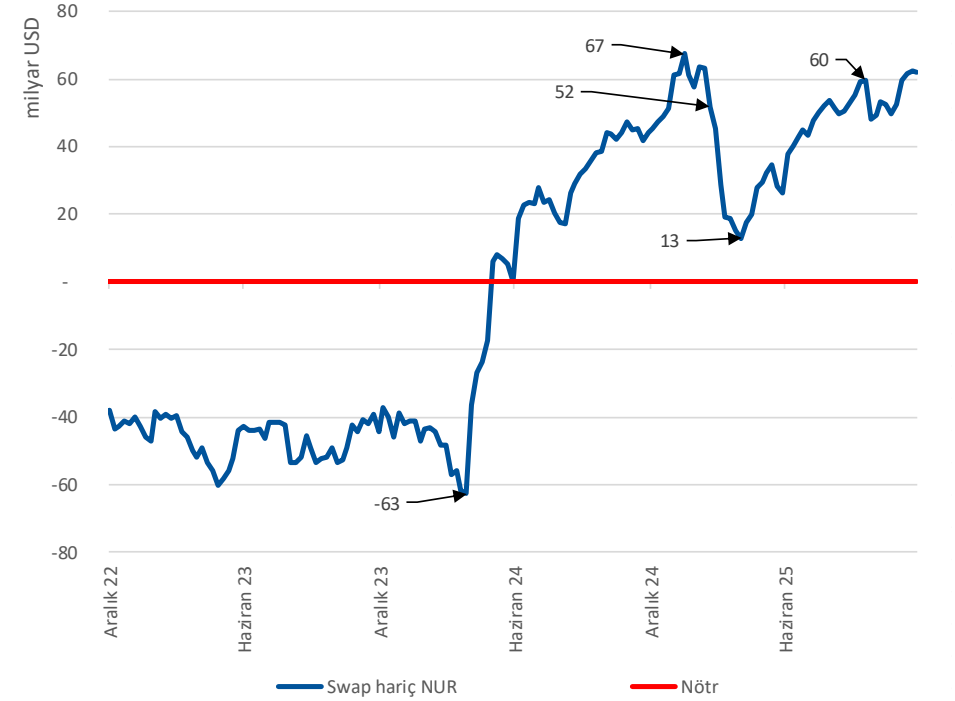
IMF tanımlı rezerv rakamı ciddi toparlanma gösterdi.

Net uluslararası rezervler, IMF tanımlı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Net uluslararası rezervler, IMF tanımlı, swap hariç

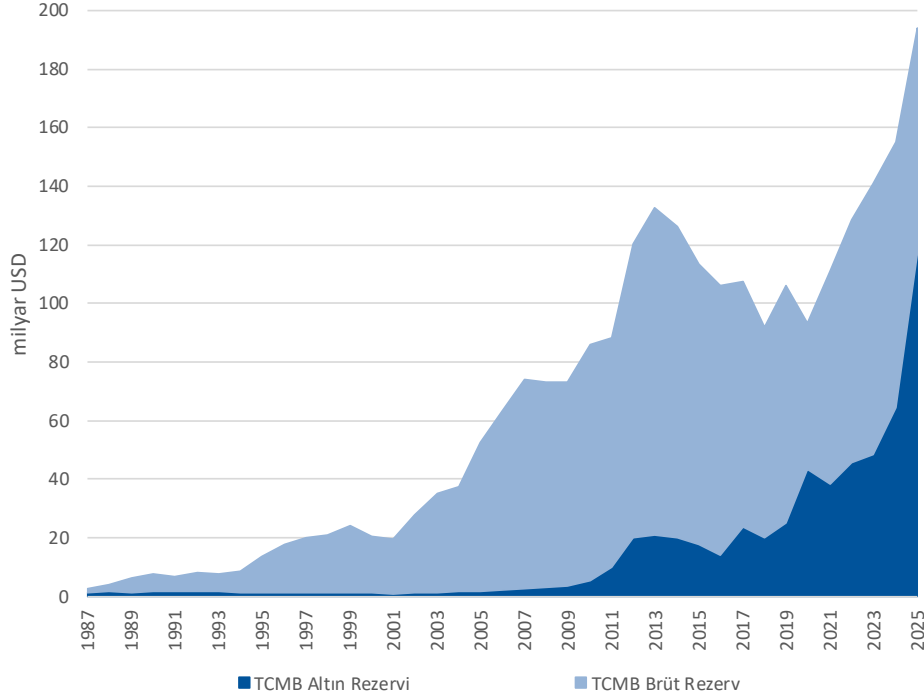


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

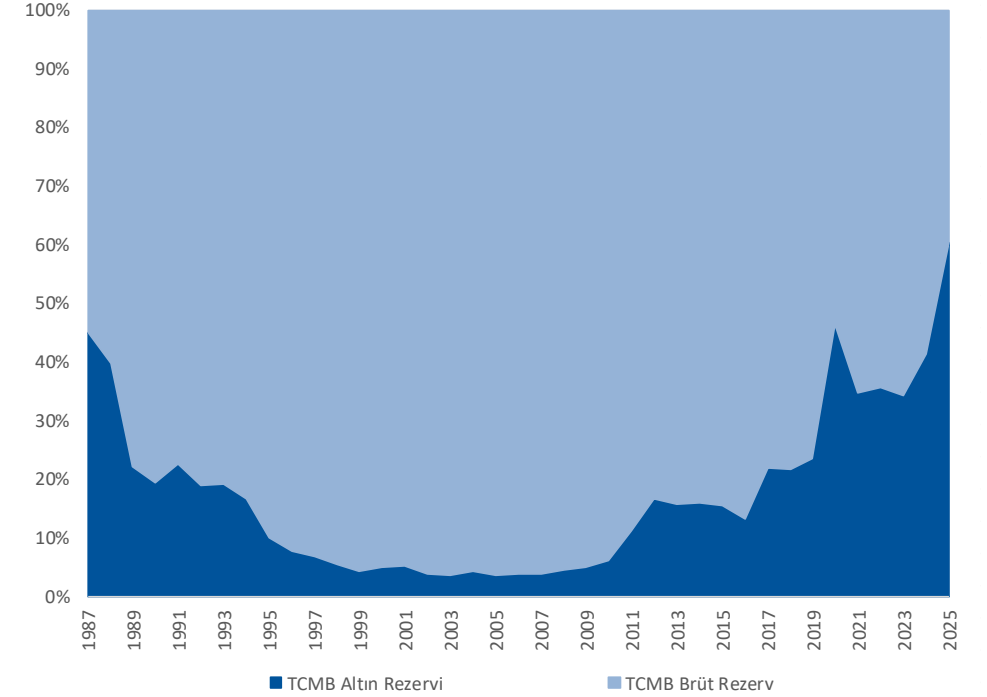
Brüt rezervler 194 milyar dolara ulaşırken, altın rezervinden gelen destek 117 milyar dolar oldu.

TCMB rezerv dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TCMB rezerv dağılımı

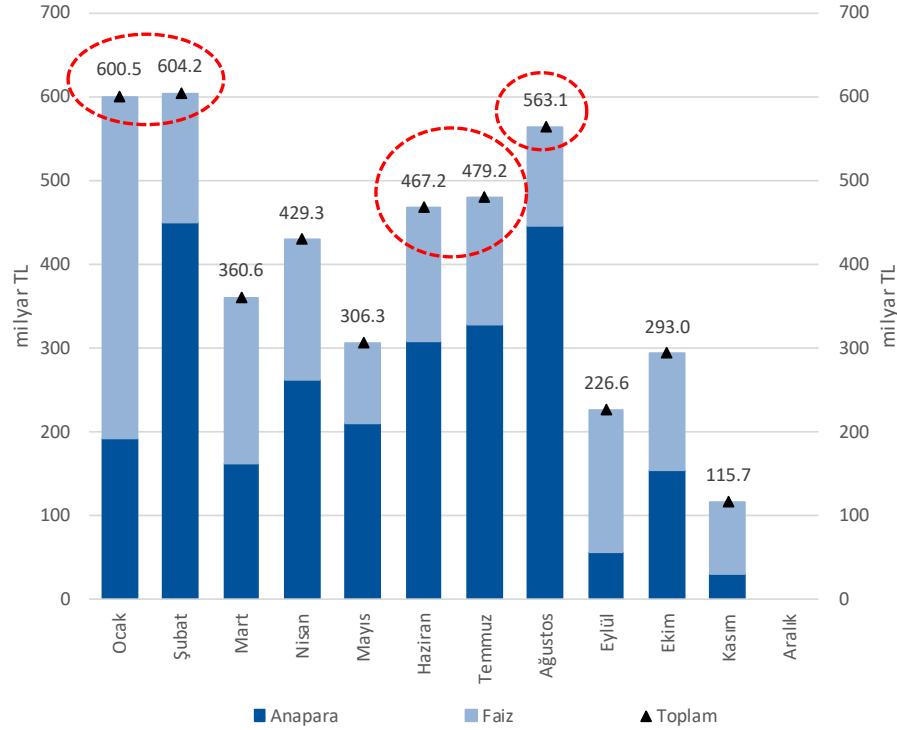


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

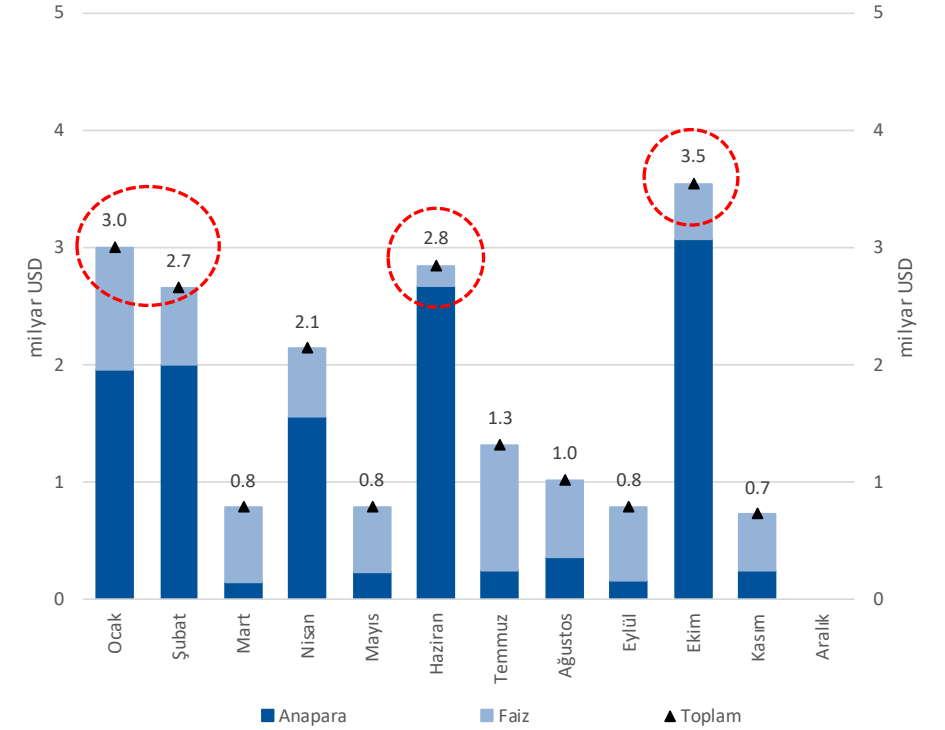
İç borç ödeme projeksiyonuna göre, yıl başlangıcı ve ortası yoğun görünüyor. Dış borç ödeme takviminde ise Ocak, Şubat, Haziran ve Ekim ayları öne çıkıyor.

Merkezi yönetim iç borç ödeme projeksiyonları, 2026



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı
Aralık 2025, Kamu Borç Yönetimi Raporu baz alınmıştır.

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları, 2026

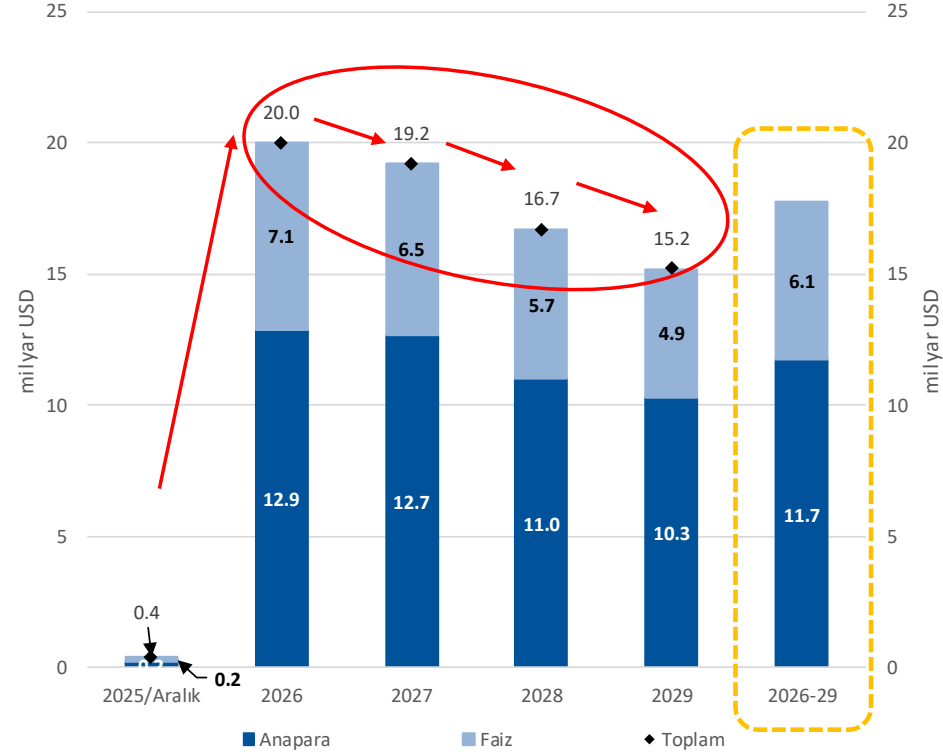


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı
Aralık 2025, Kamu Borç Yönetimi Raporu baz alınmıştır.

Türkiye

Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden yaptığımız hesaplamalara göre, 2026-29 arası dönemde ortalama dış borç ödeme projeksiyonu 11.8 milyar dolar anapara ve 6.1 milyar dolar faiz şeklinde oluyor. En yoğun ödeme ise 20 milyar dolar ile 2026.

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

Bakanlık tarafından yayımlanan Hazine Finansman Programı'na göre, 2026'da 5.9 trilyon lira toplam borç servisine karşılık, 5.9 trilyon lira toplam borçlanmaya gidilecek. İç borç servisi 5 trilyon lira, iç borçlanma ise 5.3 trilyon lira olarak belirlendi. Hesaplamalarımıza göre, iç borç çevirme rasyosu 2025 gerçekleşme tahmini olan %132.5'ten %106'ya gerileyecek. \$13 milyar dış borçlanma öngörülüyor.

	2025	2025	2026
Hazine finansman programı	Duyuru	Gerçekleşme tahmini	Program
Toplam borç servisi	3,241.9	3,365.4	5,990.0
Anapara	1,373.2	1,407.8	3,289.7
Faiz	1,868.7	1,957.6	2,700.3
İç borç servisi	2,385.0	2,566.3	5,042.2
Anapara	822.5	886.9	2,699.7
Faiz	1,562.5	1,679.4	2,342.6
Dış borç servisi	856.9	799.2	947.8
Anapara	550.7	521.0	590.0
Faiz	306.3	278.2	357.8
Finansman	3,241.9	3,365.4	5,990.0
Borçlanma dışı kaynaklar	-62.9	-549.1	40.4
Toplam borçlanma	3,304.8	3,914.5	5,949.6
Dış borçlanma	459.4	515.4	605.3
İç borçlanma	2,845.5	3,399.1	5,344.3

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı
milyar TL

	2025	2025	2026
Hazine finansman programı	Duyuru	Gerçekleşme tahmini	Program
Toplam borç servisi	3,241.9	3,365.4	5,990.0
Anapara	1,373.2	1,407.8	3,289.7
Faiz	1,868.7	1,957.6	2,700.3
İç borç servisi	2,385.0	2,566.3	5,042.2
Dış borç servisi	856.9	799.2	947.8
Toplam borçlanma	3,304.8	3,914.5	5,949.6
Dış borçlanma	459.4	515.4	605.3
İç borçlanma	2,845.5	3,399.1	5,344.3
Borç çevirme rasyosu			
Toplam	101.9%	116.3%	99.3%
Dış	53.6%	64.5%	63.9%
İç	119.3%	132.5%	106.0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

31 Ekim 2024'te paylaşılan 2025 yılı öngörülerinde, uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ve kira sertifikası ihraçları ile 11 milyar dolar tutar karşılığında finansman sağlanması öngörülmüştü. Ekim ayı sonunda gerçekleştirilen 2036 vadeli 2.250 mio USD tutarlı son ihraç ile birlikte bu rakam 13 milyar dolar seviyesine ulaştı.

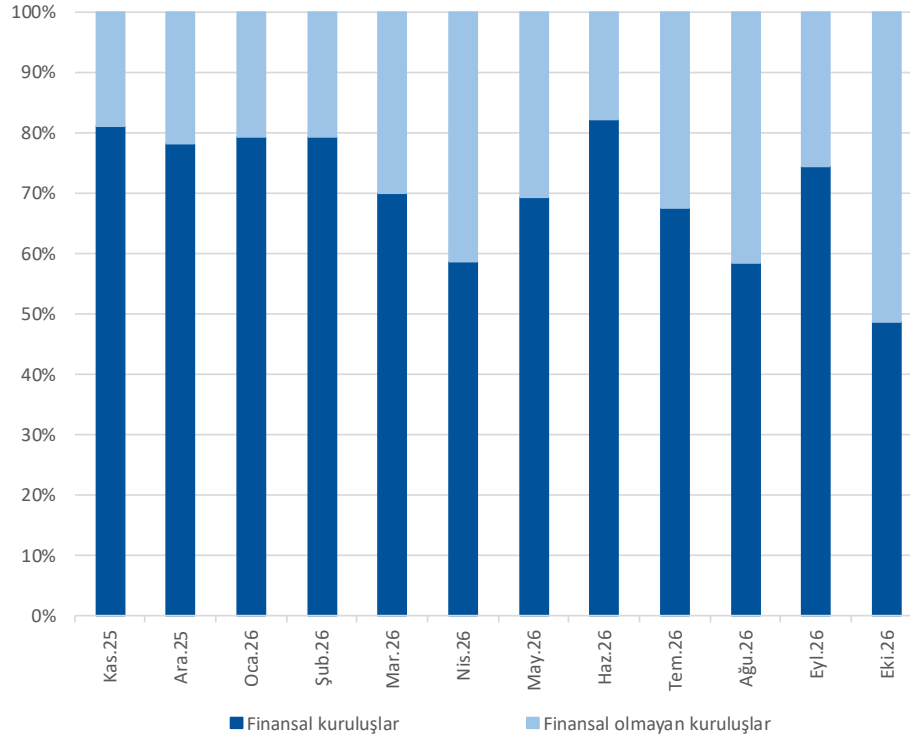
İhraç tarihi	Vade sonu	Döviz cinsi	Tutar (mio)	Tutar (mio USD)	Kupon/kira	İhraç fiyatı	Yatırımcıya getiri	Yatırımcıya getiri (spread, bp)
12.02.2025	12.02.2032	USD	2.500	2.500	7.125%	99,593	7.200%	UST+287.9
29.05.2025	29.05.2032	USD	2.000	2.000	7.250%	98,924	7.450%	UST+308.4
01.07.2025	01.09.2030	USD	2.500	2.500	6.750%	99,583	6.850%	UST+299.6
17.07.2025	17.08.2031	EUR	1.500	1.750	5.200%	99,988	5.200%	MS+279.9
16.09.2025	16.09.2035	USD	2.000	2.000	6.950%	99,645	7.000%	UST+292.5
04.11.2025	04.11.2036	USD	2.25	2.25	6.800%	100.000	6.800%	UST+280.7
			Toplam	13.000				

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

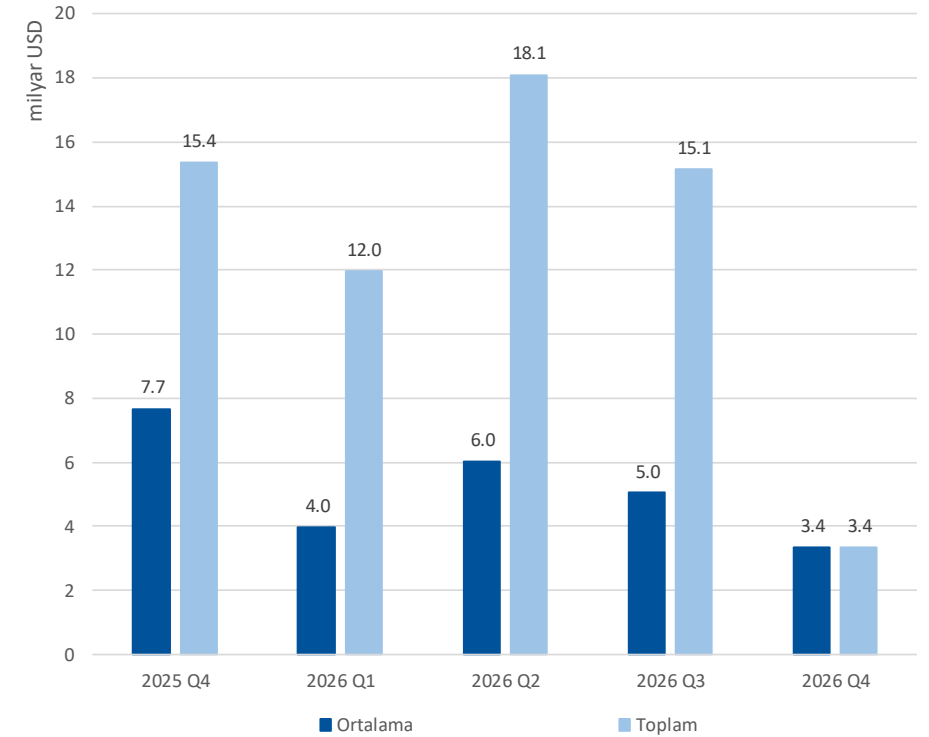
TCMB verilerinden, 1 yıla kadar olan vadede özel sektörün toplam borcunu 63.9 milyar dolar olarak hesaplıyoruz. 54.8 milyar dolarlık kısmı uzun vadeli olarak tanımlanan taraftan geliyor. En yoğun borç ödeme dönemi, eldeki verilerle –Ekim 2026 sonrası henüz mevcut değil- ikinci ve üçüncü çeyrekler olarak karşımıza çıkıyor.

Özel sektör yurtdışı kredi ödeme dağılım & takvim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Özel sektörün yurt dışından sağladığı kredi borcunun 1 yıla kadar olan vade dağılımı

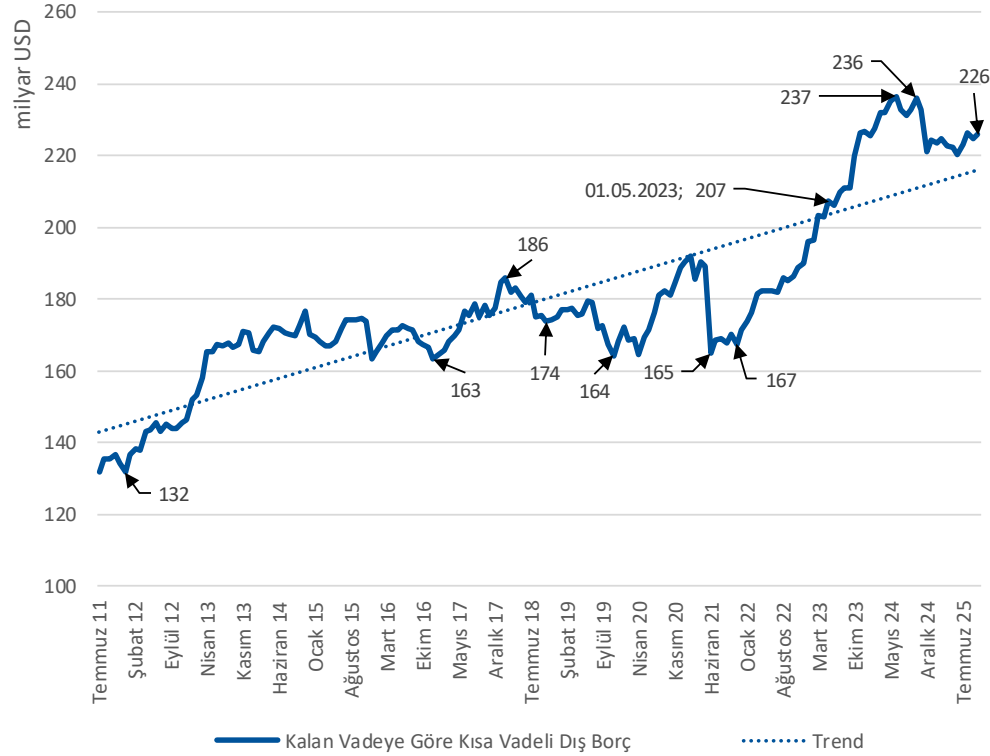


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye

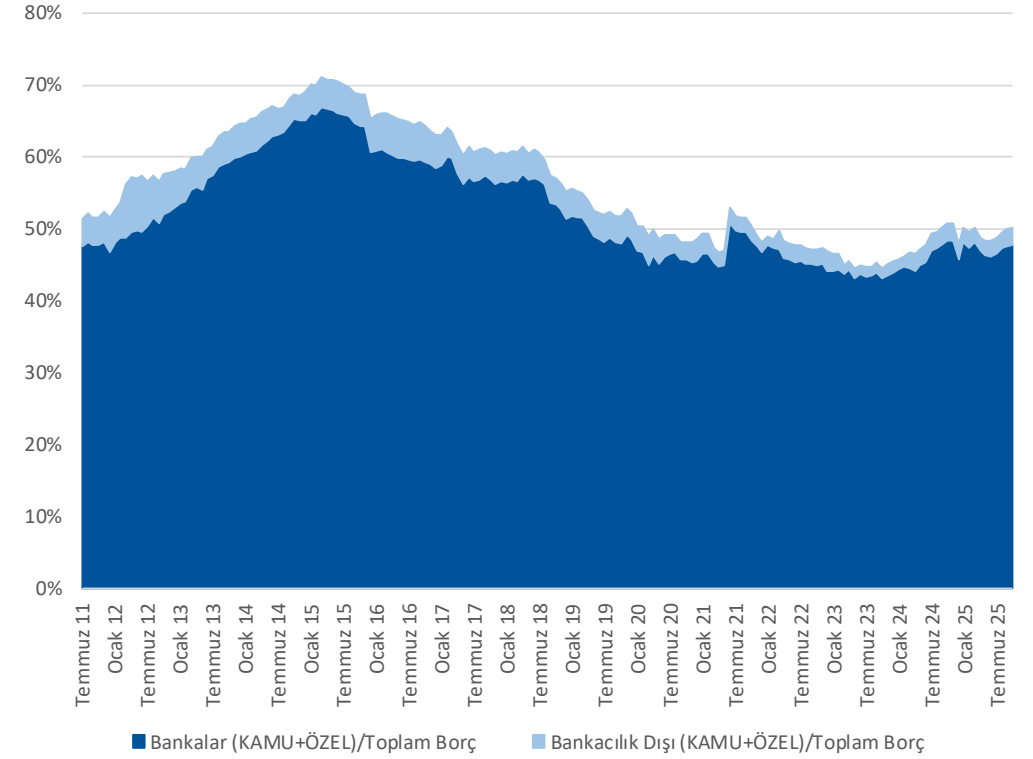
2025 Strateji Raporumuzu hazırlarken Ekim (2025) dönemi itibarıyla 240 milyar dolar seviyesinde yer alan borç rakamı, bu kez 226 milyar dolar ile karşımıza çıkıyor. Kamu tarafında finansal kuruluşlar 43 milyar dolar, özelde ise 147.4 milyar dolar seviyelerinde yer alıyor.

Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç, bankalar & bankacılık dışı, pay

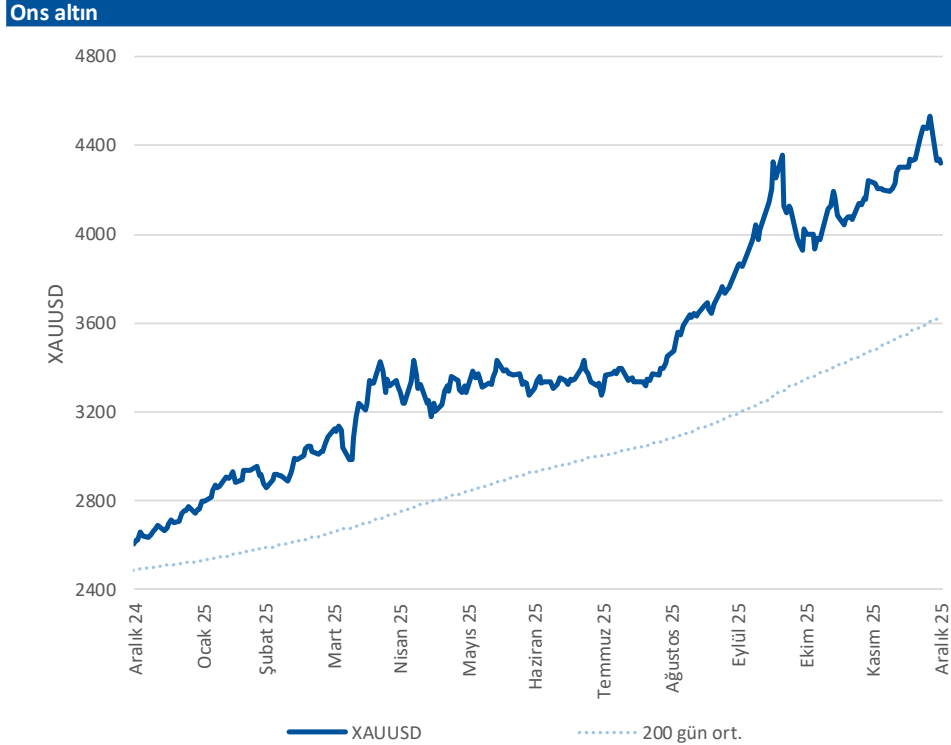


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

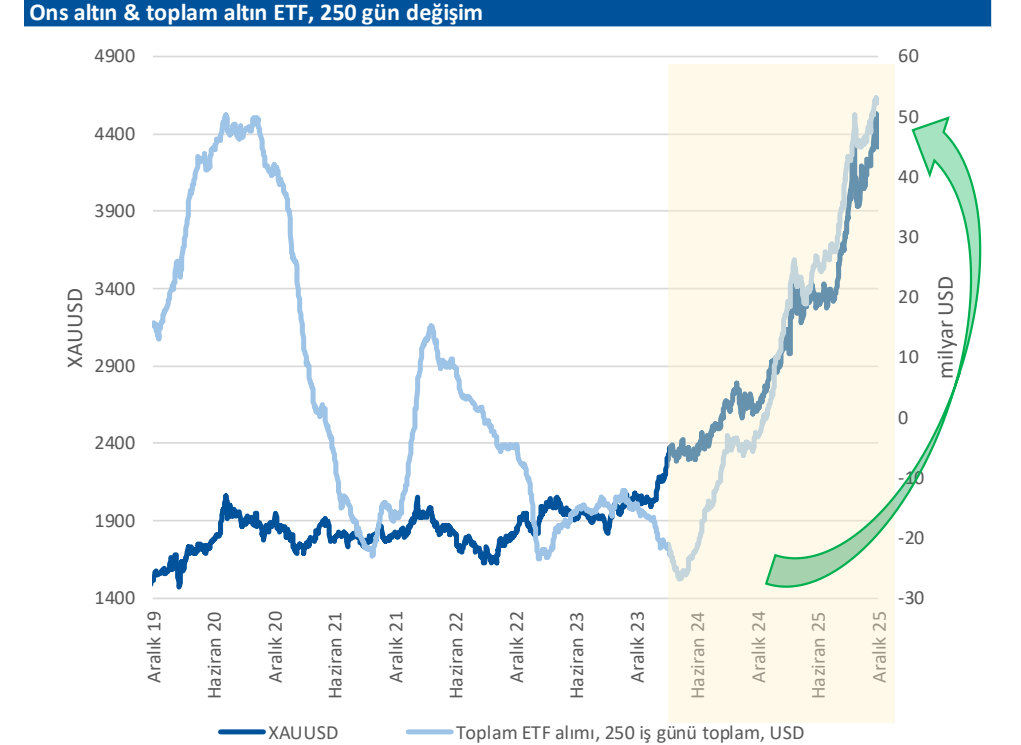
■ Fiyatlama performansları

Ons altın

2025 raporumuzda, ons altın için temel dinamiklerdeki değişimden söz etmiş, Rusya-Ukrayna savaşı ile girilen yeni sürecin ciddi farklılaşmalara neden olacağını ifade etmiştik. ETF'lerin uzun bir aranın ardından nette 53 milyar dolar ile alım tarafına geçmesi ve artan jeopolitik risk başlıkları, yıl ortalamasında %44'lük fiyat artışına zemin hazırladı.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

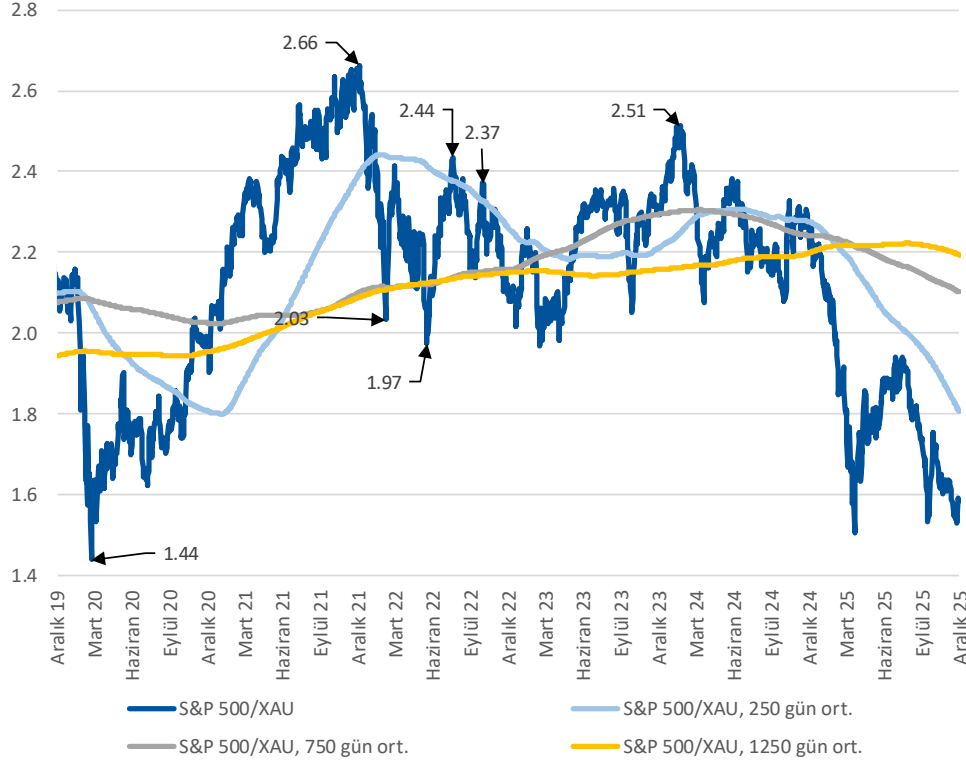


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Ons altın

Ezberlerin değiştiği yılda, S&P 500/XAU paritesi 1.58x ile kapanış yaparken, kimi aylarda mevsimsellik etkilerinden farklılaşan ETF davranışları görüldü.

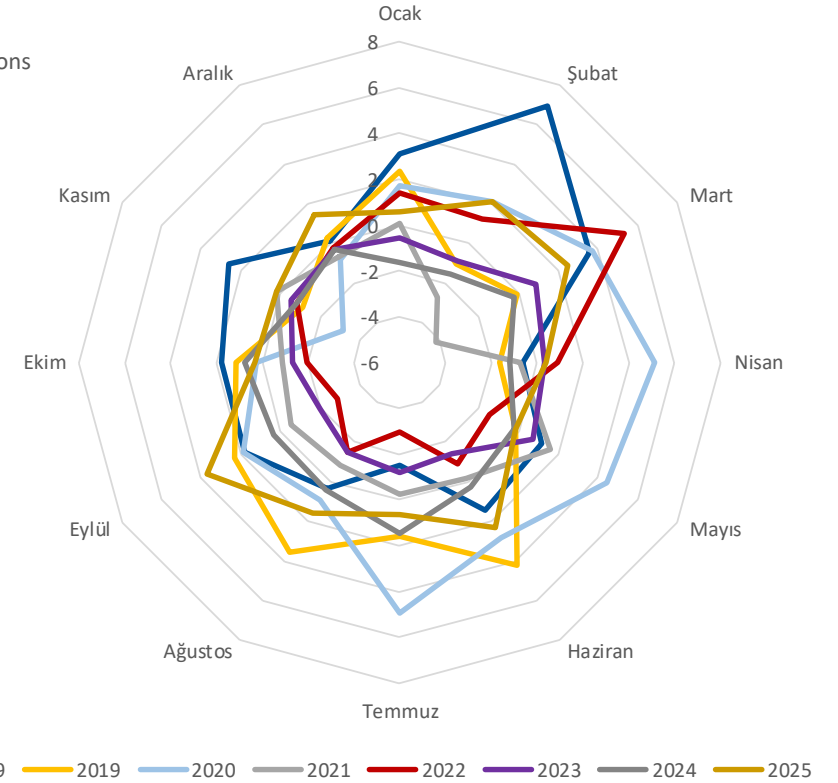
S&P 500/XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş dönemler, aylık toplam ETF altın alımı

milyon troy ons

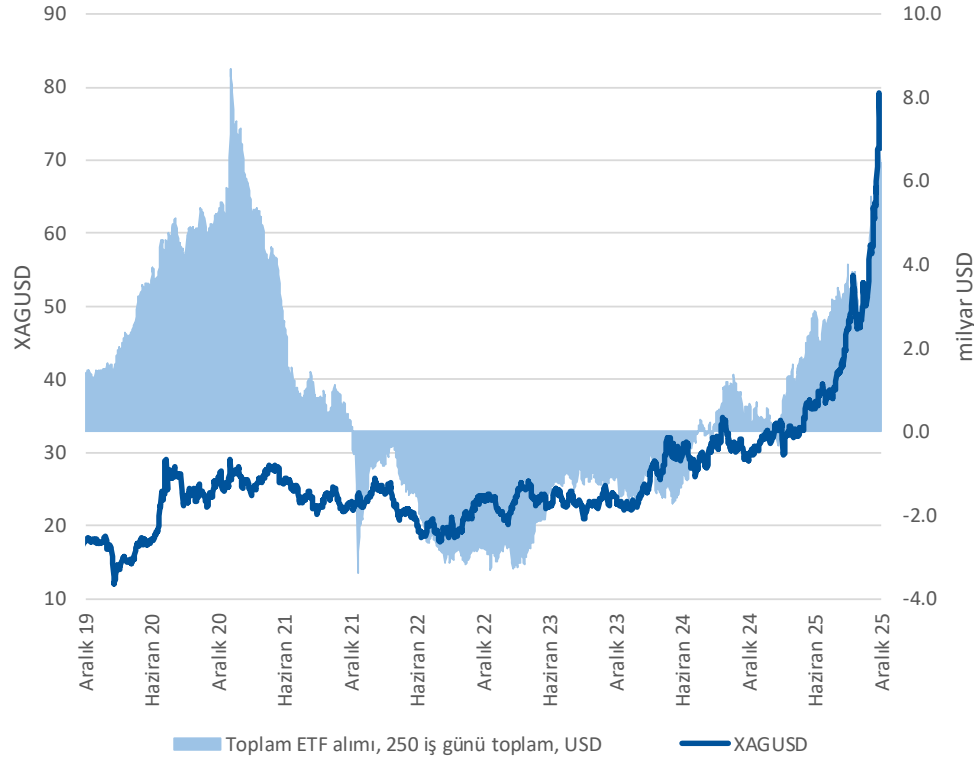


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Ons gümüş

Kapanış bazında yıllık performans %148 ile, özellikle son dönem rallisiyle ciddi anlamda dikkat çeken gümüşte, XAU/XAG paritesinin de 60x'lı seviyelere gerilediği görüldü. ETF'ler, bu cephede de yıl içerisinde kendilerinden söz ettirirken, net alım rakamı 6.5 milyar dolar oldu. Yükselişte arz tarafına yönelik kaygılar ve arbitraj koşulları da etkili oldu.

XAGUSD & ETF USD karşılık, 250 iş günü toplam



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Altın/gümüş rasyosu, 250 gün ortalama

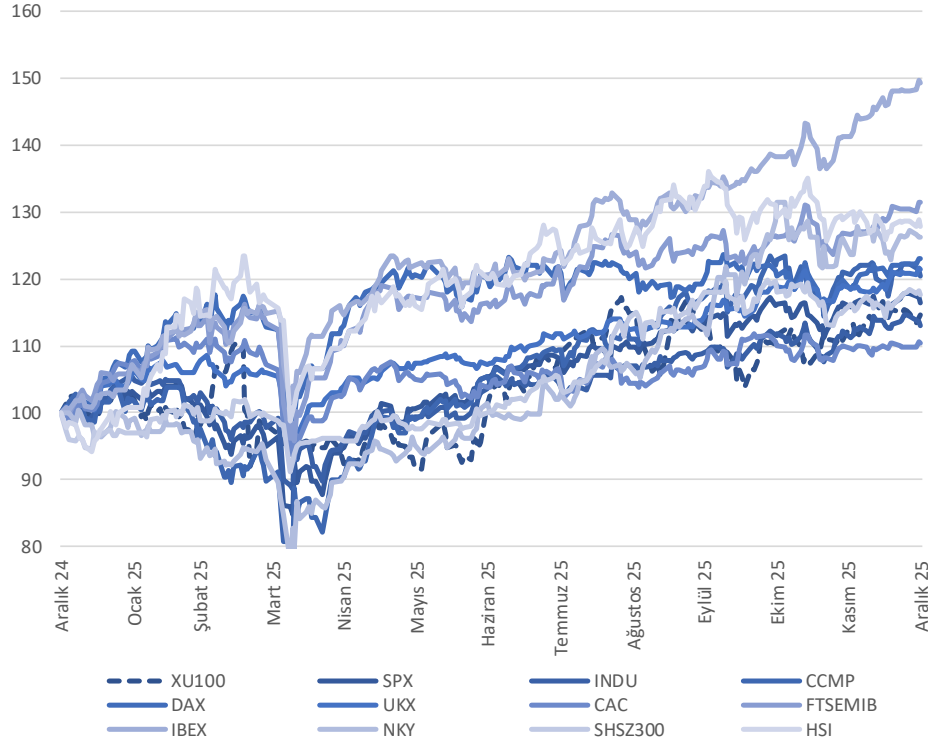


Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

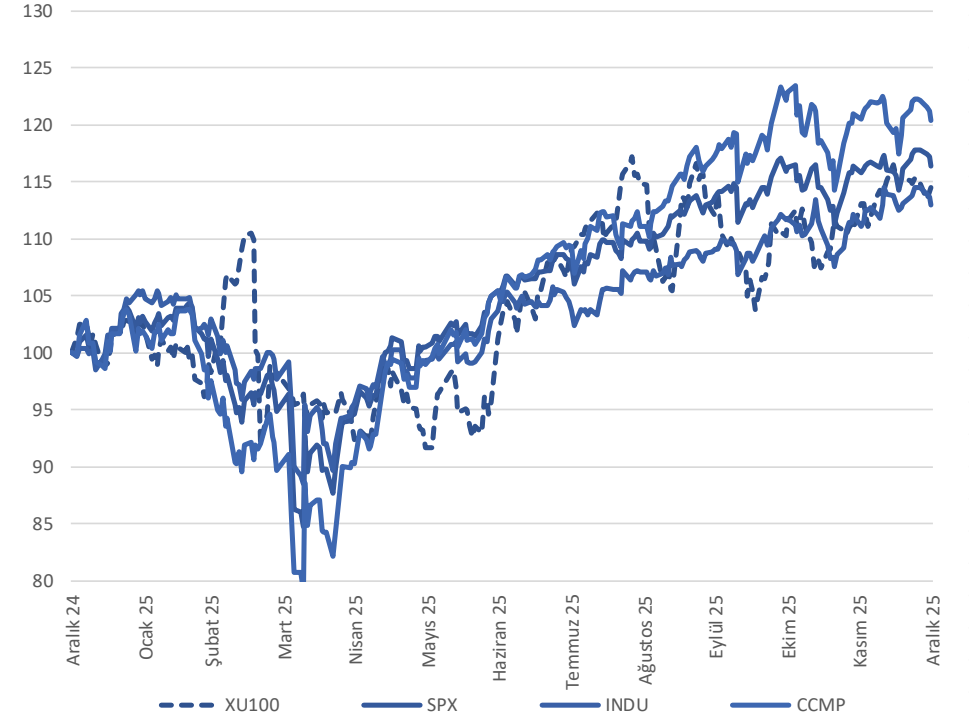
Lokal para birimi bazında takip ettiğimiz endeksler arasında ABD borsaları %20'li, Avrupa'da majör endeksler %10-50 arası değişen performanslar, Asya tarafı ortalamada %20-30 ve gelişmekte olan ülke varlıkları ise %30-50 arası ile yılı son derece pozitifte tamamladılar.

XU100 ve seçilmiş gelişmiş ülke borsalarına ait performanslar, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş ABD borsalarına ait performanslar, 2025

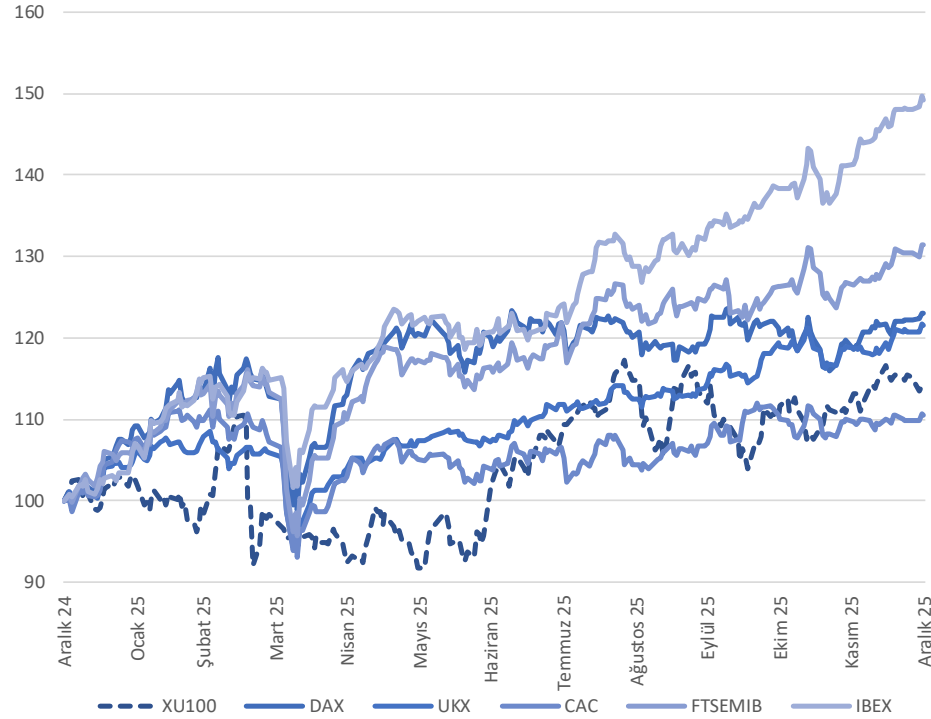


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-seçilmiş Avrupa & Asya

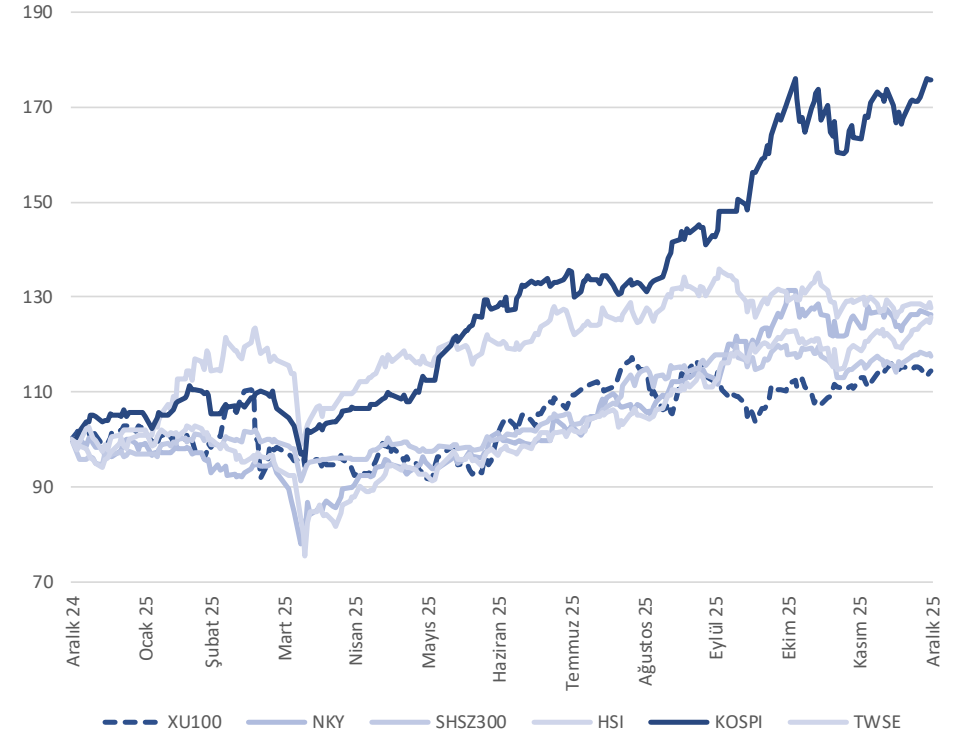
Avrupa'da İspanya, Asya'da ise Güney Kore pozitif ayrıştı.

XU100 ve seçilmiş Avrupa borsalarına ait performanslar, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş Asya borsalarına ait performanslar, 2025

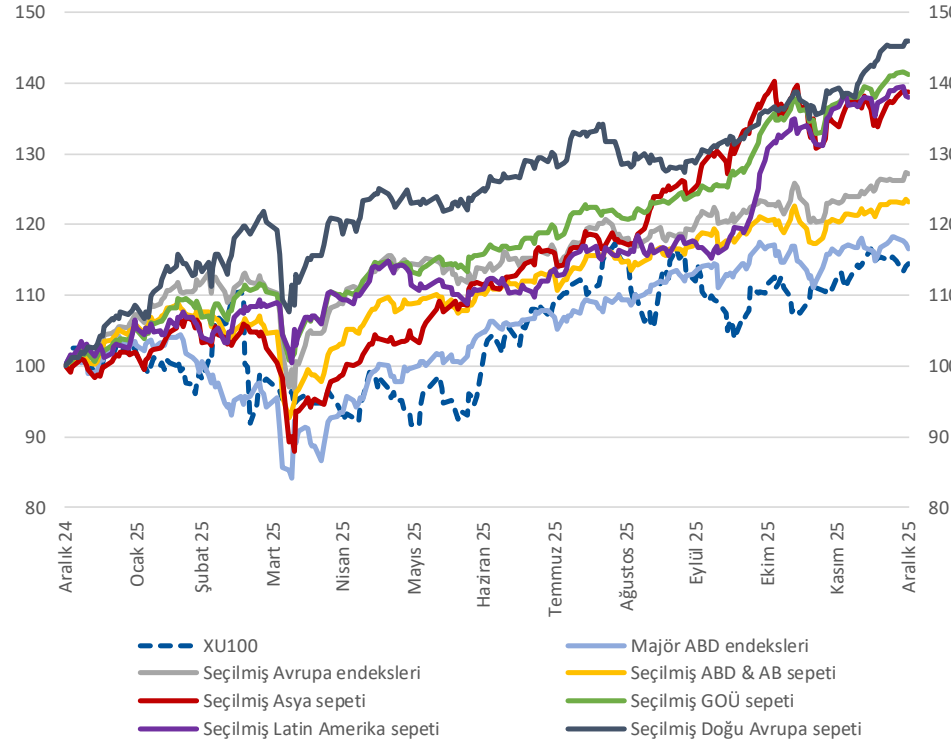


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

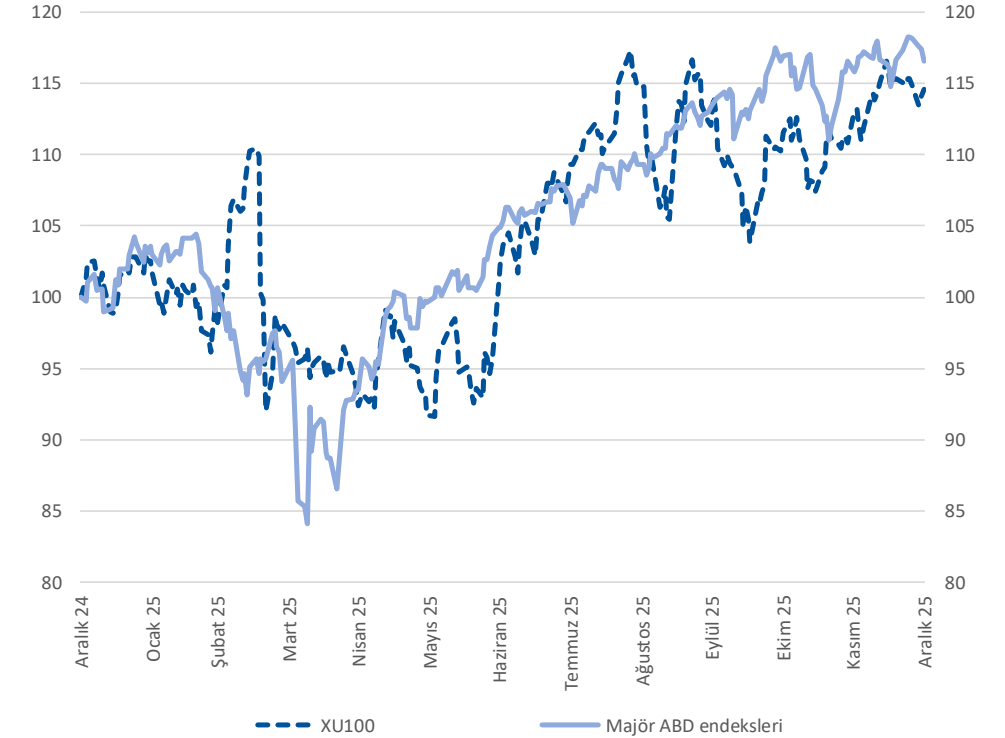
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025

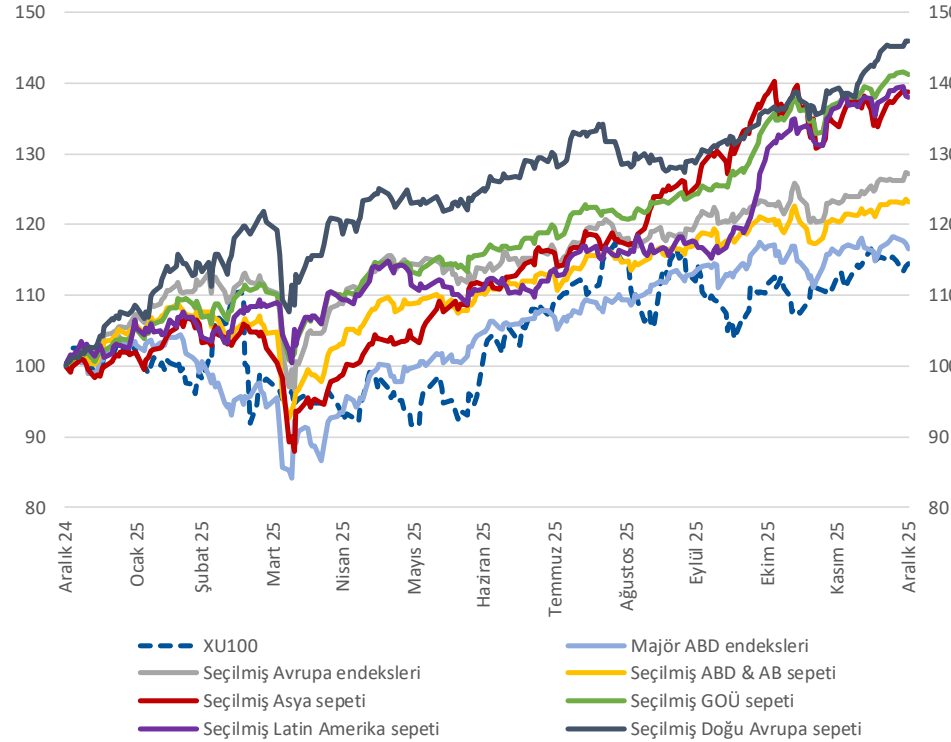


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

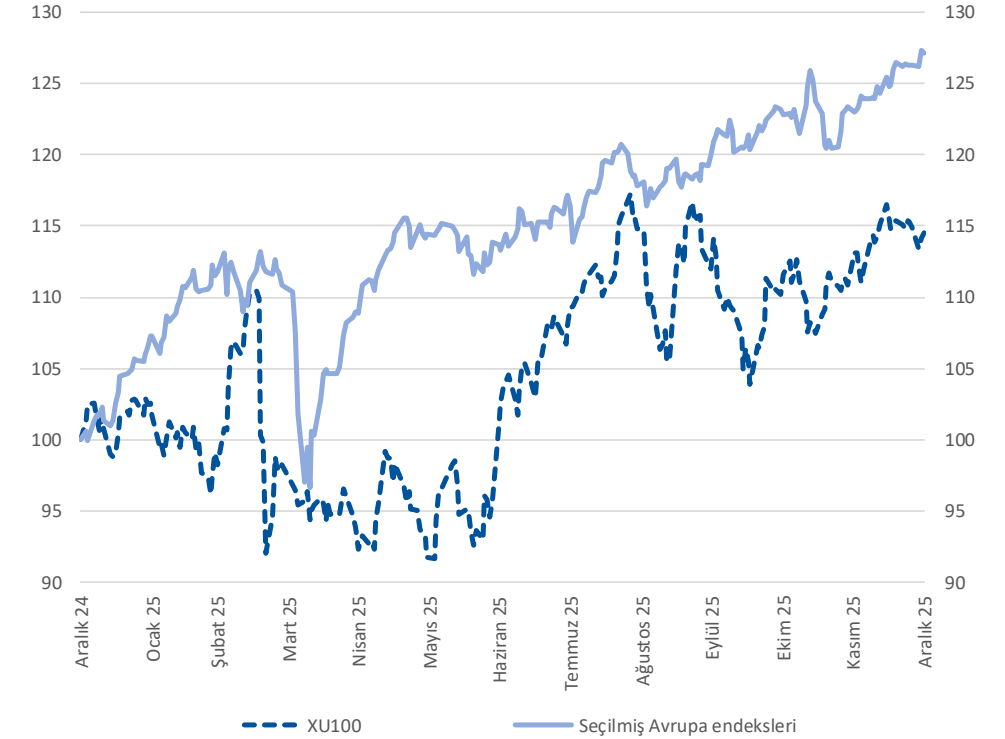
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025

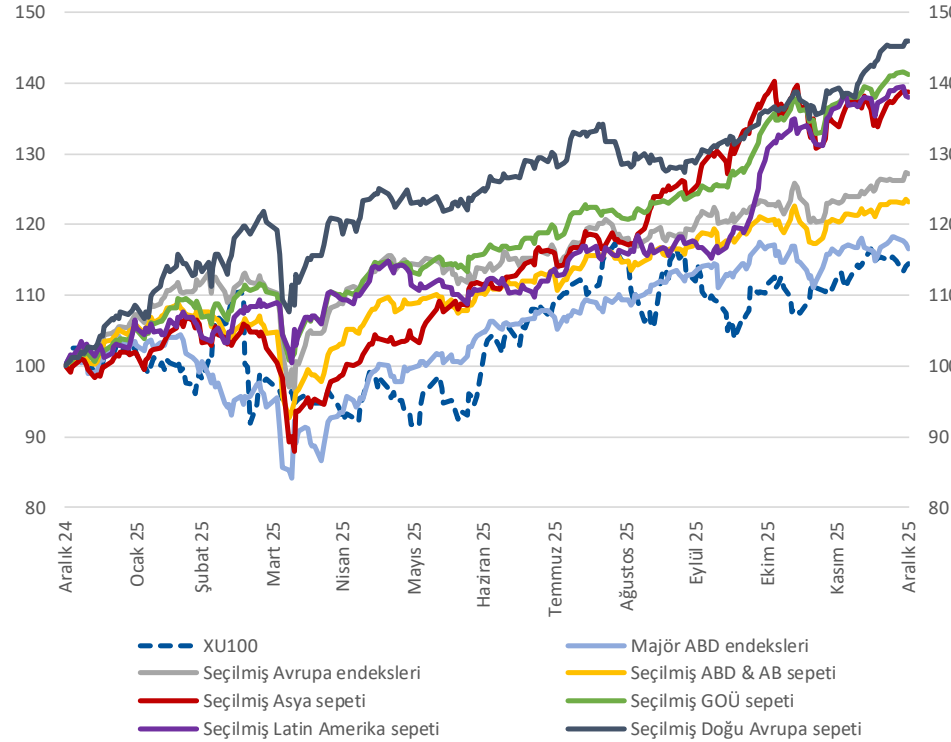


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

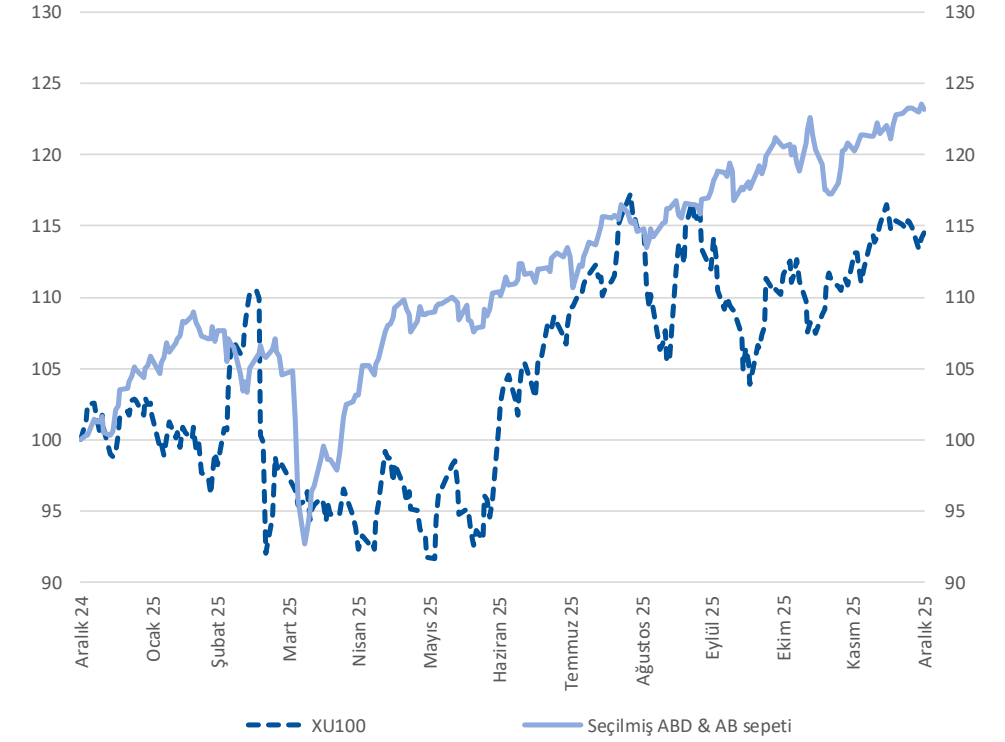
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025

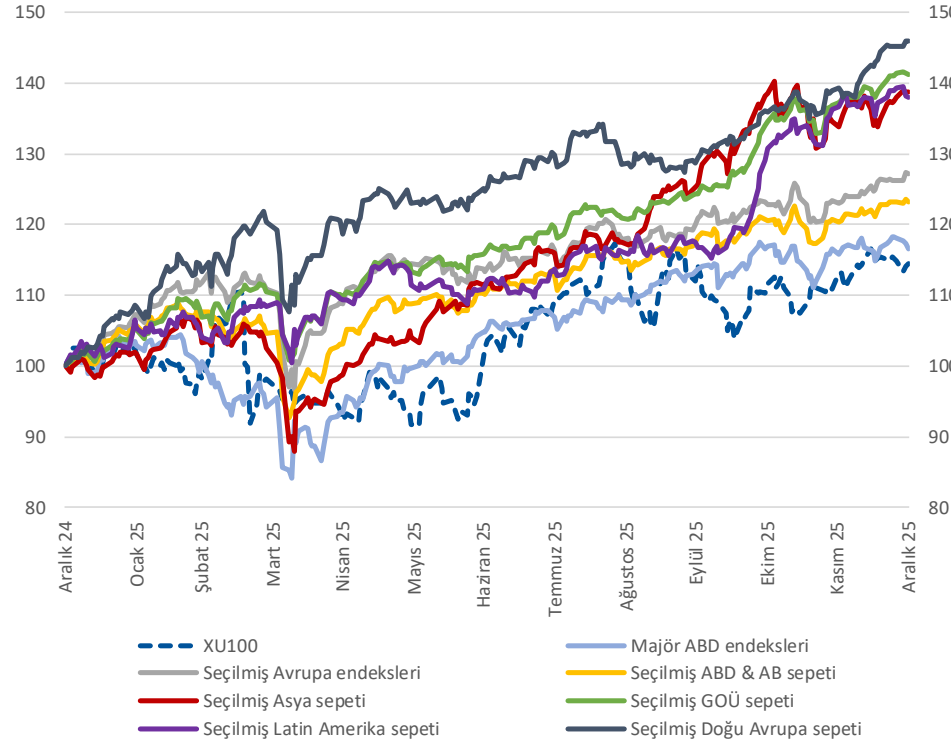


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

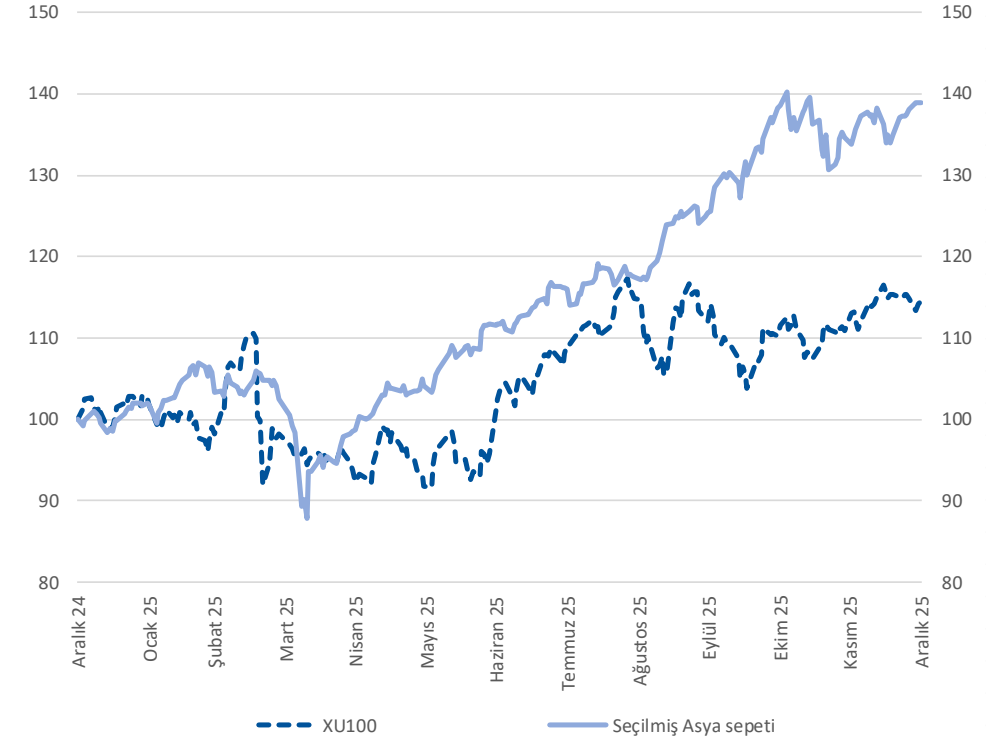
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2025

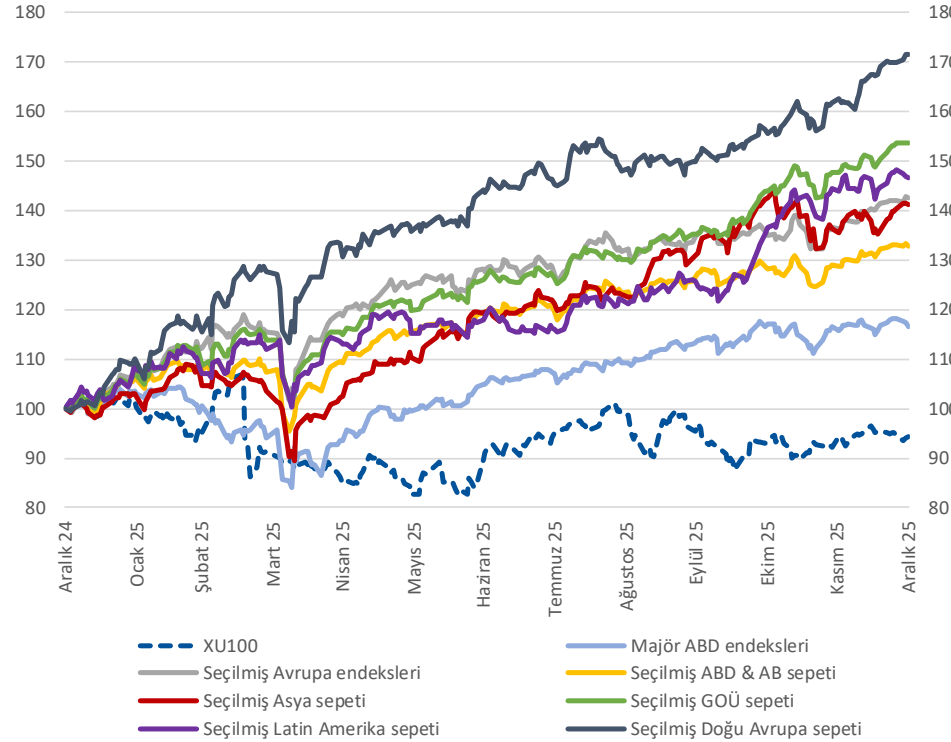


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

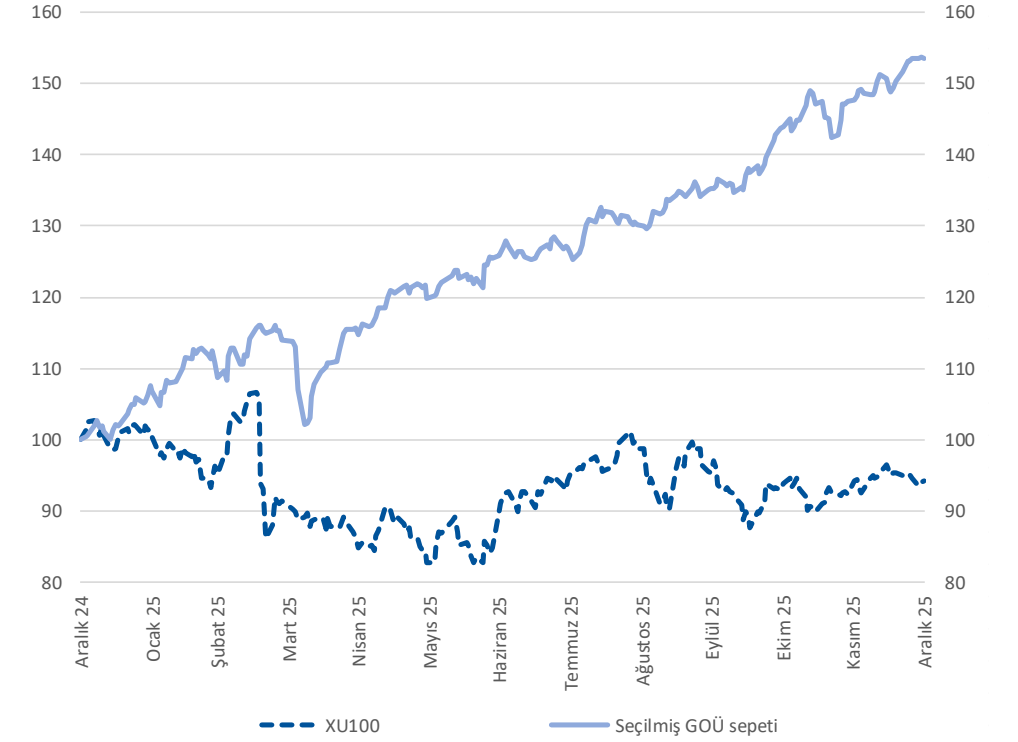
BIST 100 endeksi 2025'te USD bazında %6 gerilerken, kendi oluşturduğumuz GOÜ sepeti %54 yükseldi.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, USD, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, USD, 2025

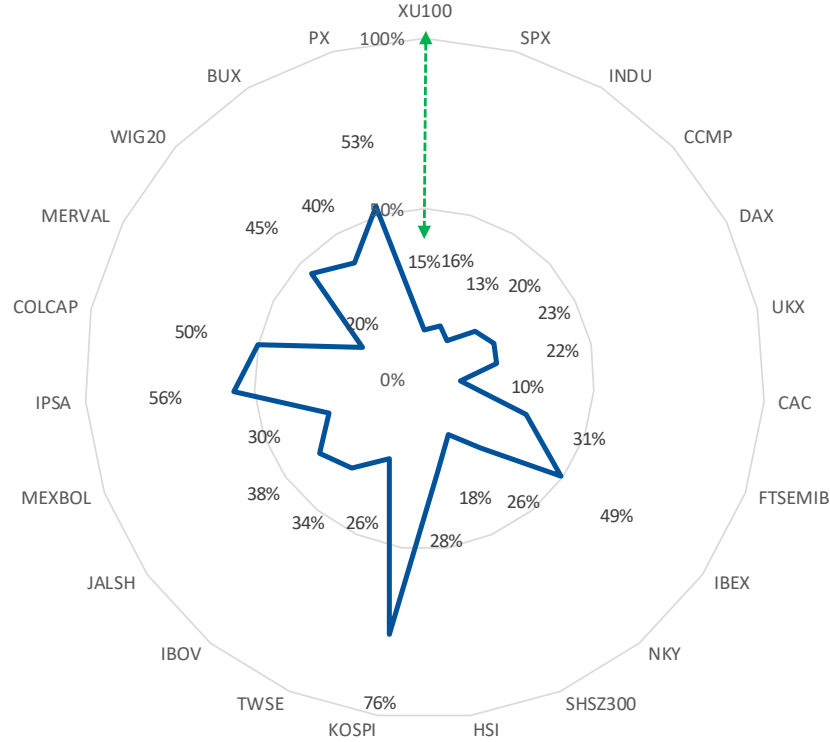


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş varlık sınıflarına ait performanslar

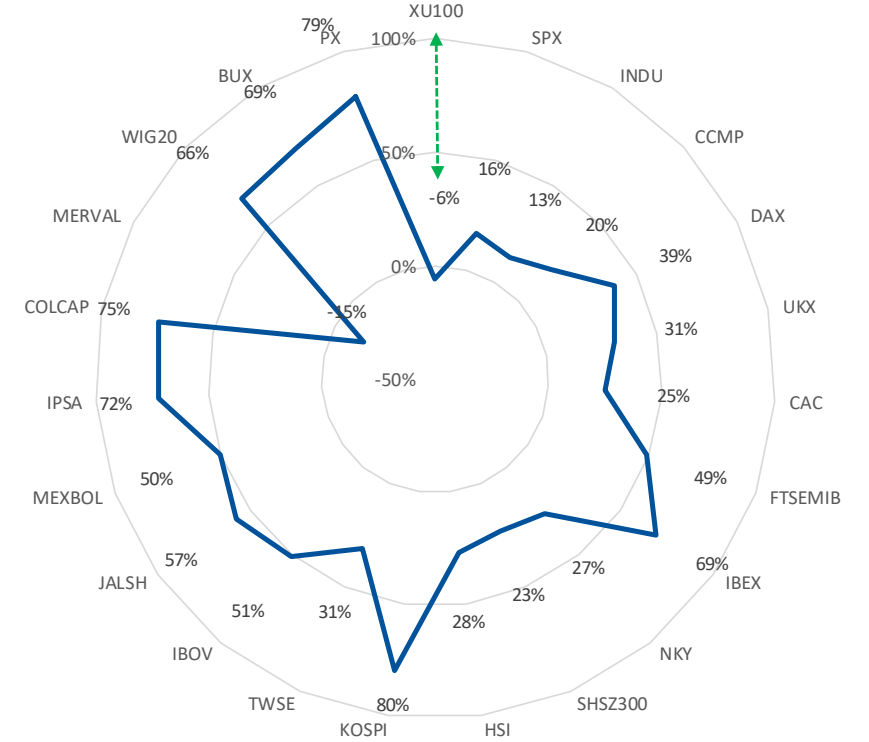
Seçilmiş endekslere ait özet tablo.

XU100 ve seçilmiş endekslere ait yıllık performanslar, lokal para birimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

XU100 ve seçilmiş endekslere ait yıllık performanslar, USD

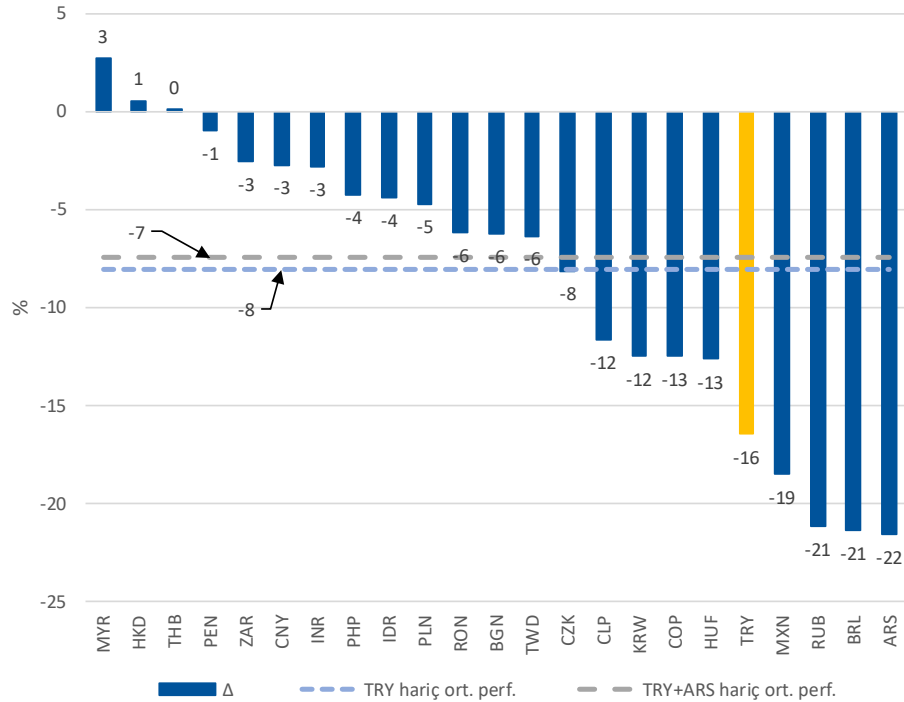


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

GOÜ FX & TRY performansları

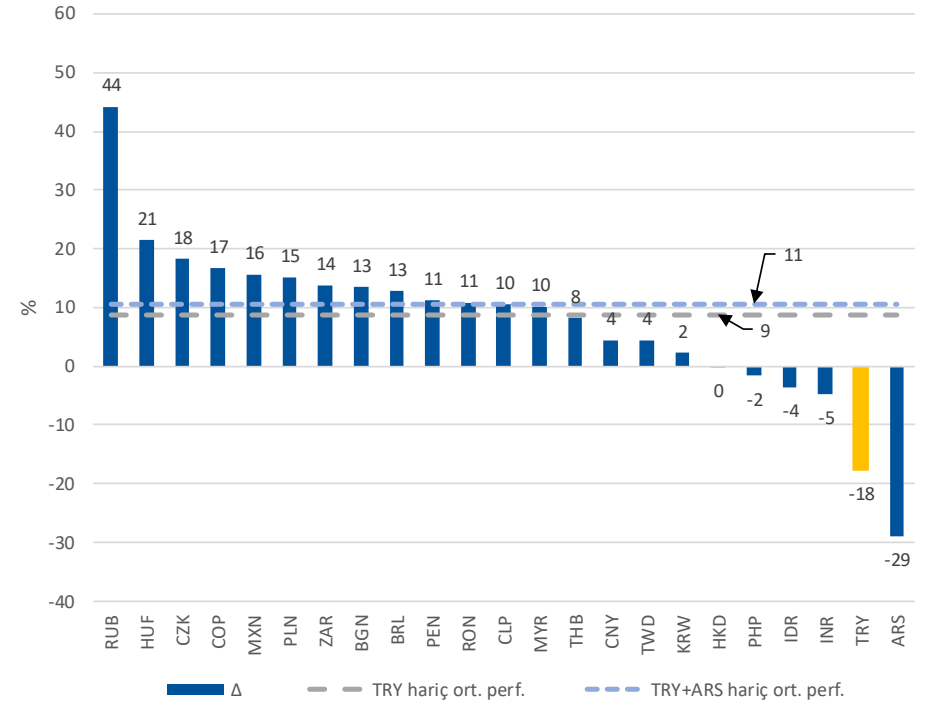
Yurt içine farklı kanallardan gerçekleşen sermaye akımı girişleri ve sıkı para politikasının pozitif çıktıları, liranın enflasyon gerisinde zayıflama göstermesine imkan tanıdı. Takip ettiğimiz EMFX sepeti içerisindeki para birimleri 2025'i USD karşısında ortalamada ARS dahil %8.83, harihte ise %10.6 değer kazanımı ile tamamladılar ve global USD zayıflamasından olumlu yönde faydalandılar.

GOÜ FX vs USD, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GOÜ FX vs USD, 2025

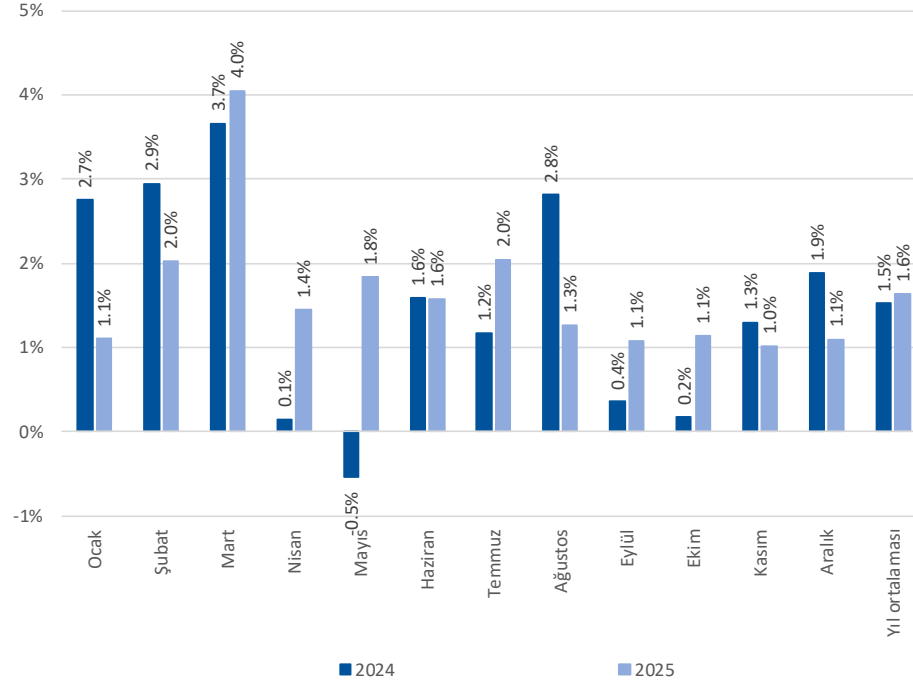


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TRY performansları

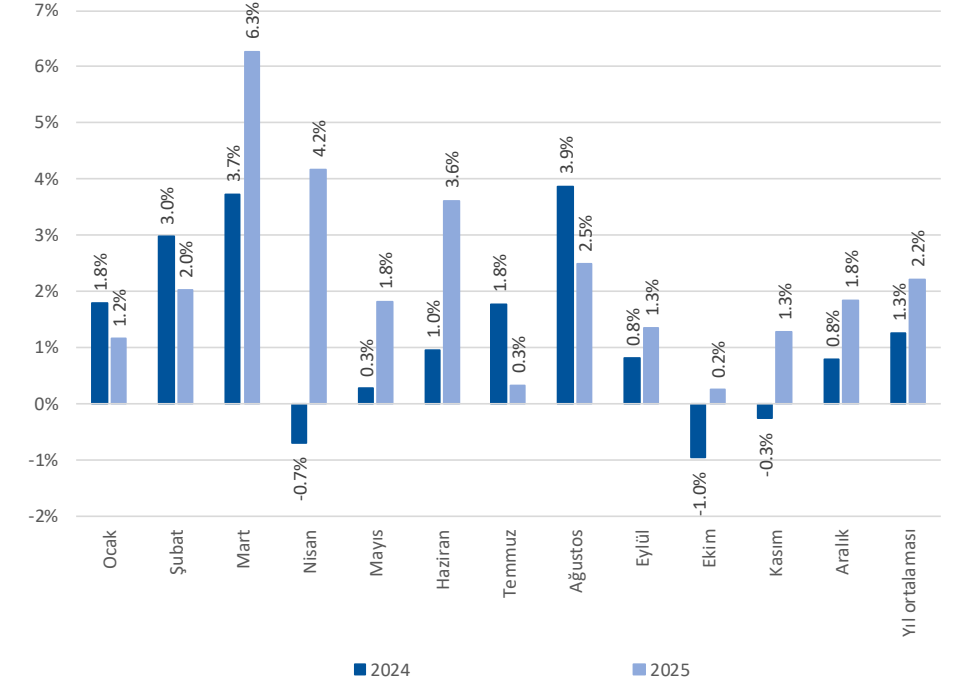
USDTRY paritesi 2024'te aylık ortalama %1.5 ile işlem görürken, 2025'i %1.6 ile tamamladı. Esas oyun değiştirici faktör, EURUSD paritesindeki hareketin etkisiyle EURTRY paritesinin aylık ortalama %2.7 ile trade etmesi ve bunun da sepet kuru destekleyerek %1.3 olan 2024 ortalamasını %2.2'ye taşıması oldu.

USDTRY, aylık kapanış değişimleri, karşılaştırmalı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Sepet kur, aylık kapanış değişimleri, karşılaştırmalı

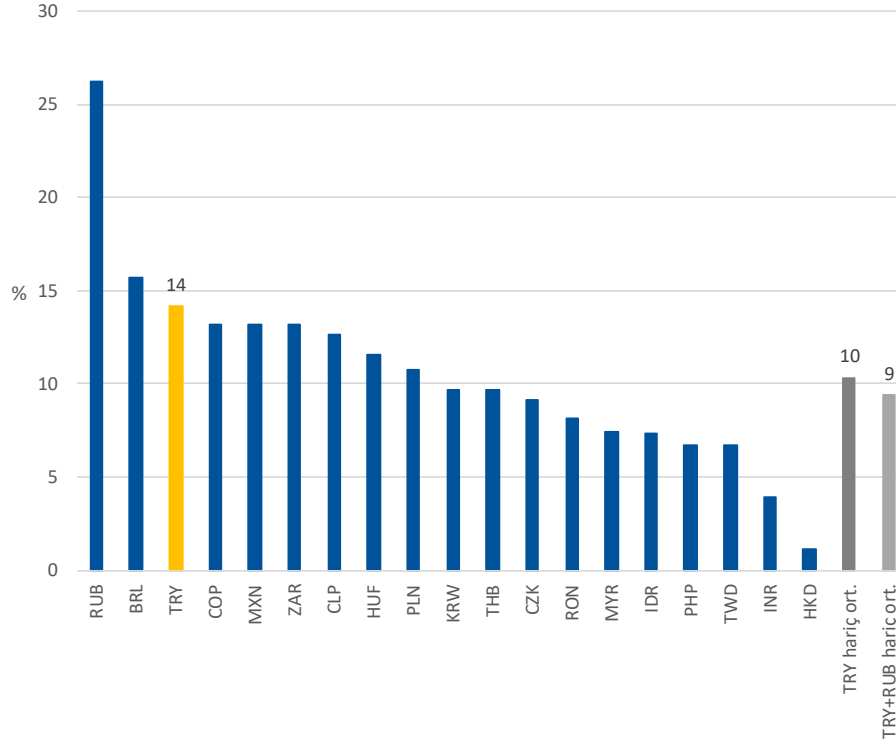


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

TRY performansları

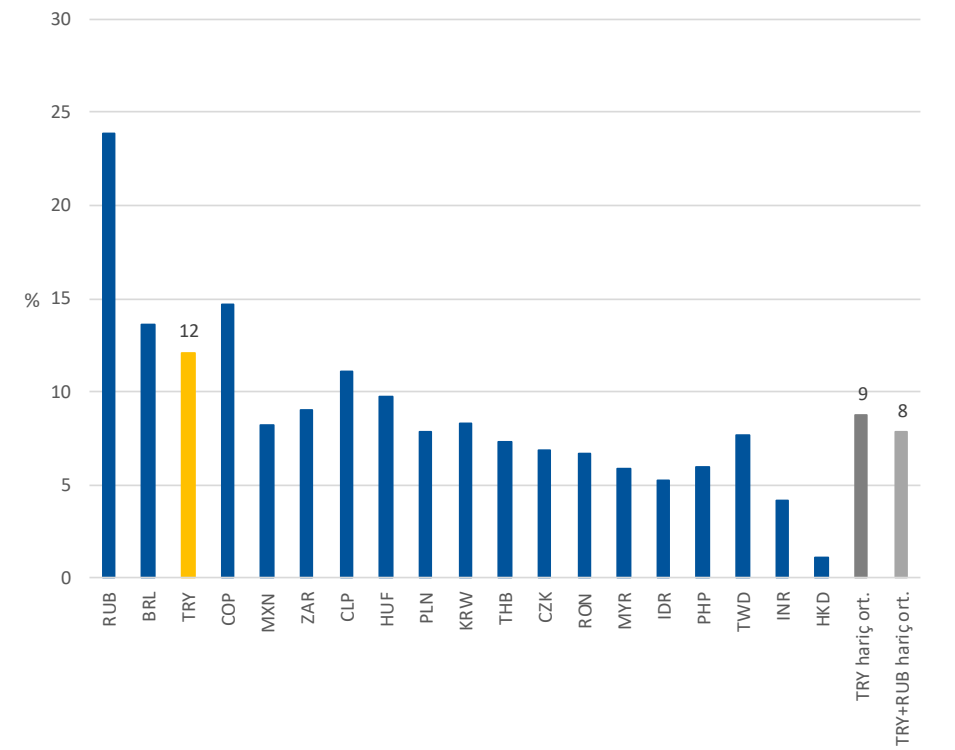
Lirada beklenen kur oynaklığı ortalamalar etrafında şekillendi.

GOÜ 3A beklenen kur volatilitesi, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

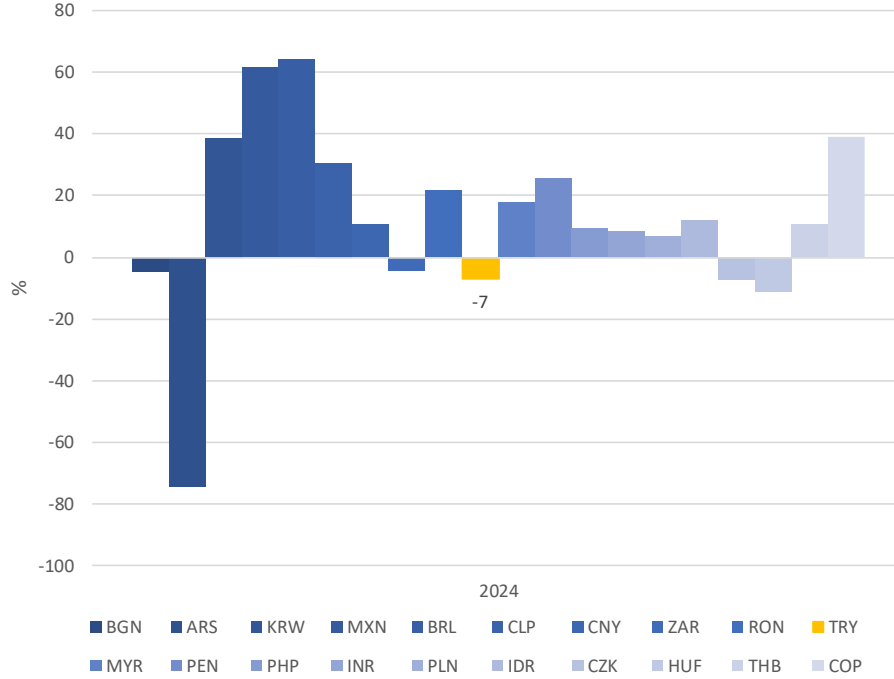
GOÜ 3A beklenen kur volatilitesi, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

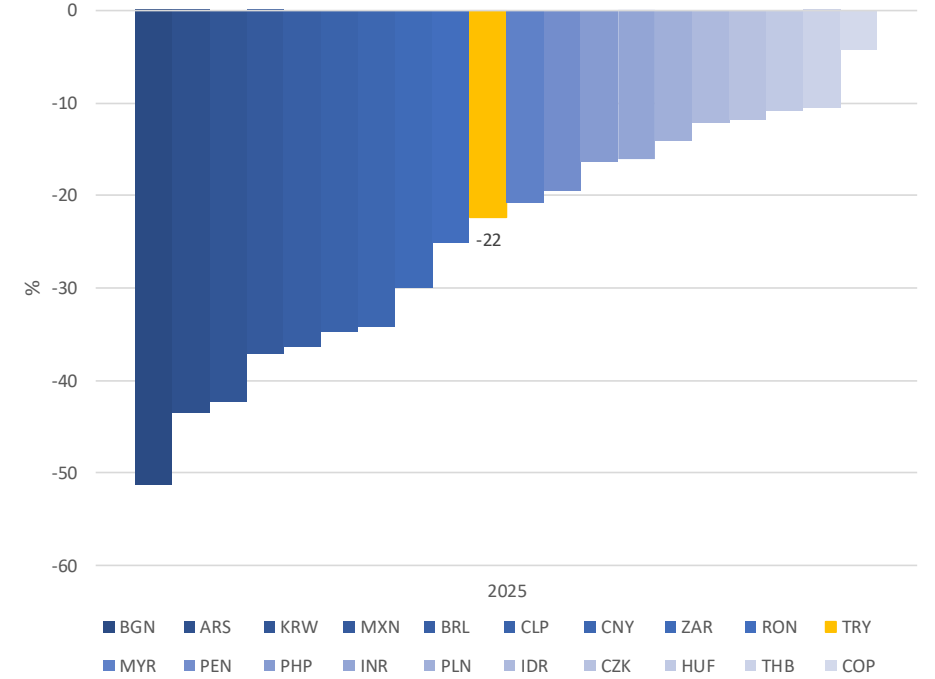
GOÜ CDS & TR performansları

GOÜ CDS değişimi, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GOÜ CDS değişimi, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GOÜ CDS & TR performansları

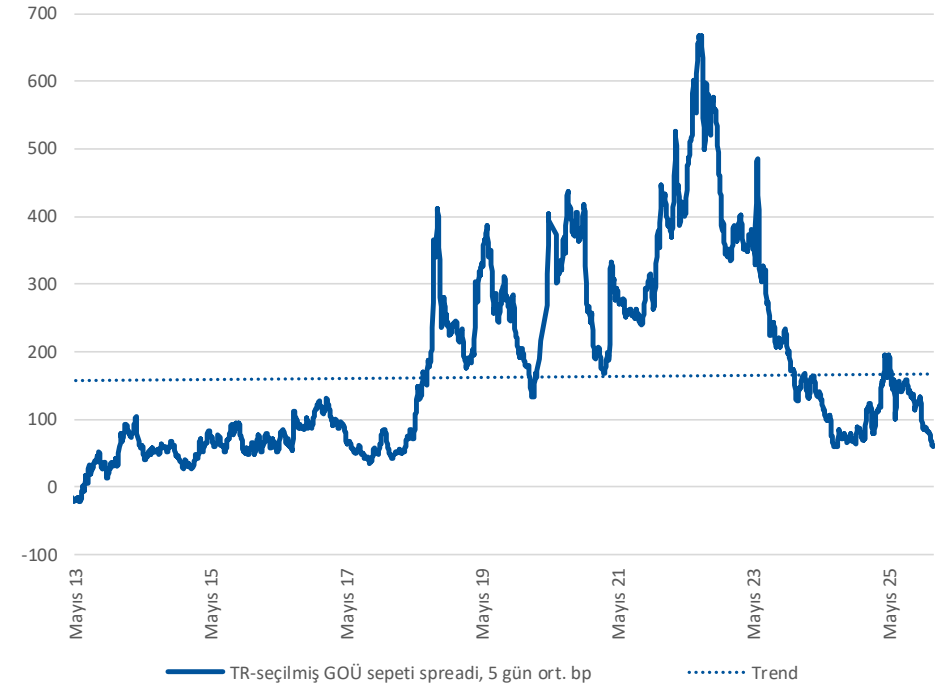
Mayıs 2013 sonrası Türkiye ve seçilmiş GOÜ sepeti CDS seyri, bp



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

GOÜ sepeti: Güney Afrika, Brezilya, Endonezya, Nijerya, Romanya, Polonya, Macaristan, Mısır, Peru, Meksika, Şili ve Kolombiya.

Mayıs 2013 sonrası Türkiye ve seçilmiş GOÜ sepeti CDS spreadi seyri, bp



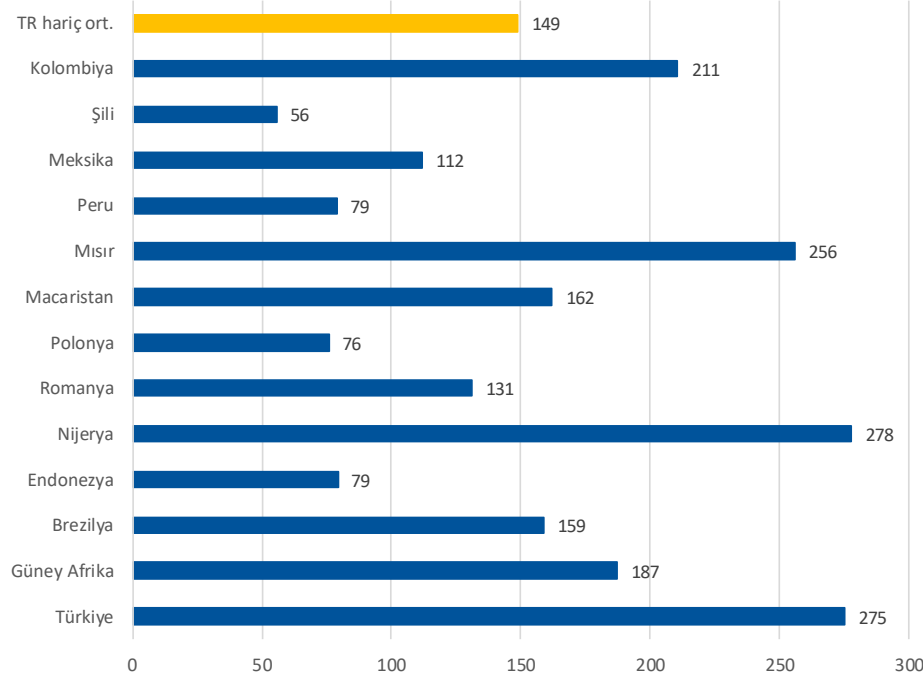
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

GOÜ sepeti: Güney Afrika, Brezilya, Endonezya, Nijerya, Romanya, Polonya, Macaristan, Mısır, Peru, Meksika, Şili ve Kolombiya.

GOÜ CDS & TR performansları

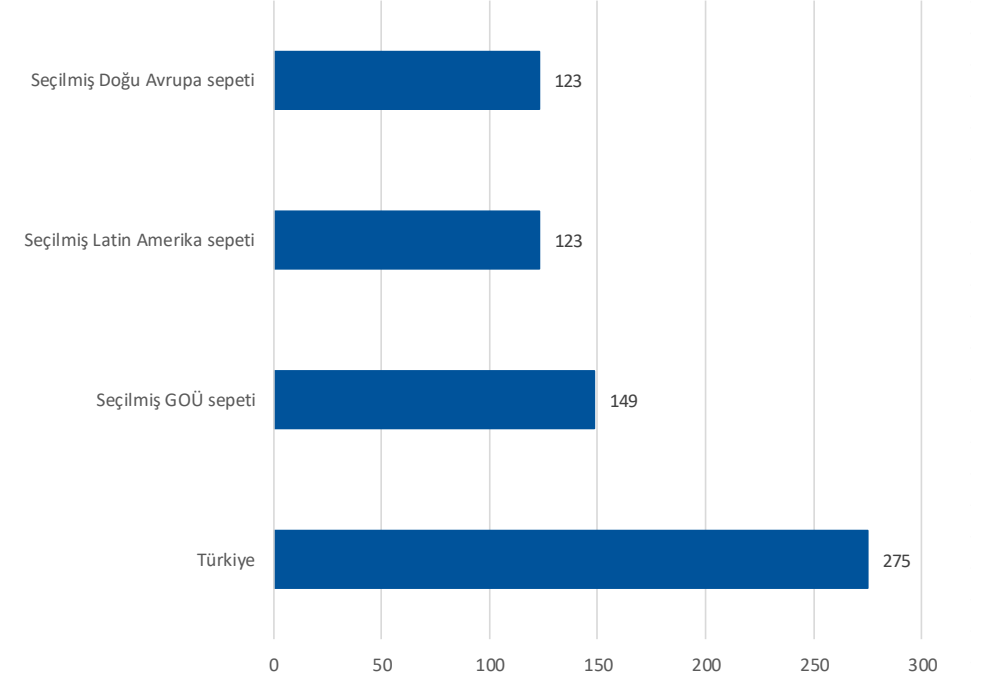
Türkiye'nin 5y vadeli CDS'i kapanış bazında 2025'i 58bp azalışla 204bp seviyesinde tamamladı. Böylece 2023-2025 arası dönemde toplam ülke risk primi azalışı 308bp seviyesinde gerçekleşti. Yıl içerisindeki dalgalanmayı ölçmek için baktığımız «*yıllık ortalama*» ise 275bp seviyesinde oluştu. Türkiye hariç seçilmiş GOÜ sepeti hesaplamamızda bu seviye 149bp, bize en yakın üye ise Nijerya oldu.

Türkiye ve seçilmiş GOÜ 5y USD CDS değerleri, yıl ortalaması, bp



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Türkiye ve seçilmiş GOÜ bölgeleri 5y USD CDS değerleri, yıl ortalaması, bp

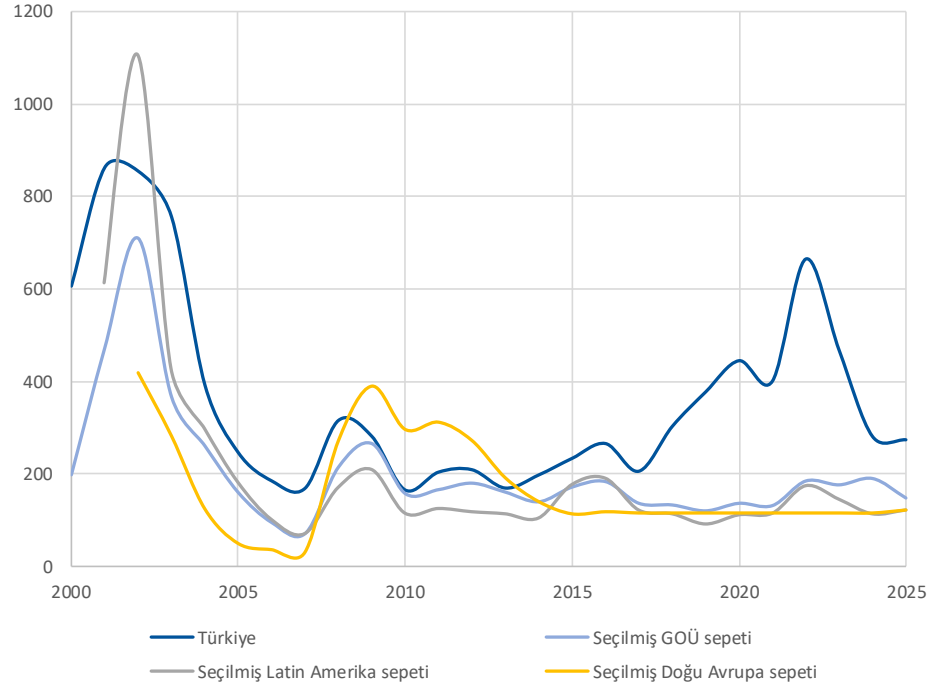


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

GOÜ CDS & TR performansları

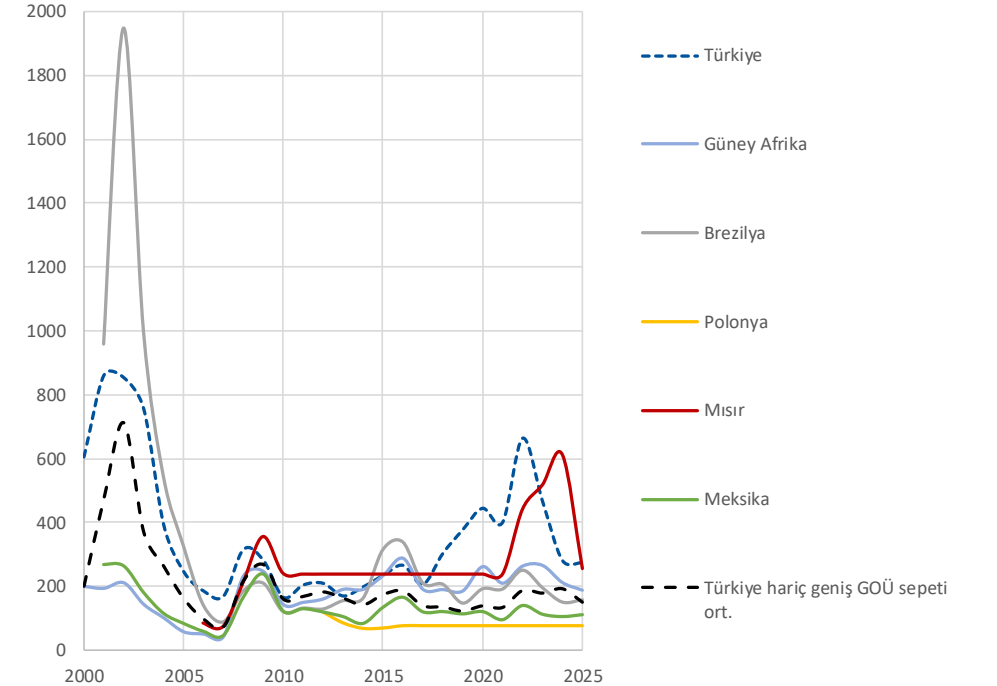
Yıllık ortalama CDS seviyeleri üzerinden baktığımızda Türkiye'nin seçilmiş GOÜ ve Latin Amerika sepeti üyelerini 2022 sonrası dönemde paralel hareket etme anlamında kaçırmadığını görüyoruz.

Türkiye ve seçilmiş GOÜ 5y USD CDS değerleri, yıl ortalamaları, bp



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Türkiye ve seçilmiş GOÜ 5y USD CDS değerleri, yıl ortalamaları, bp

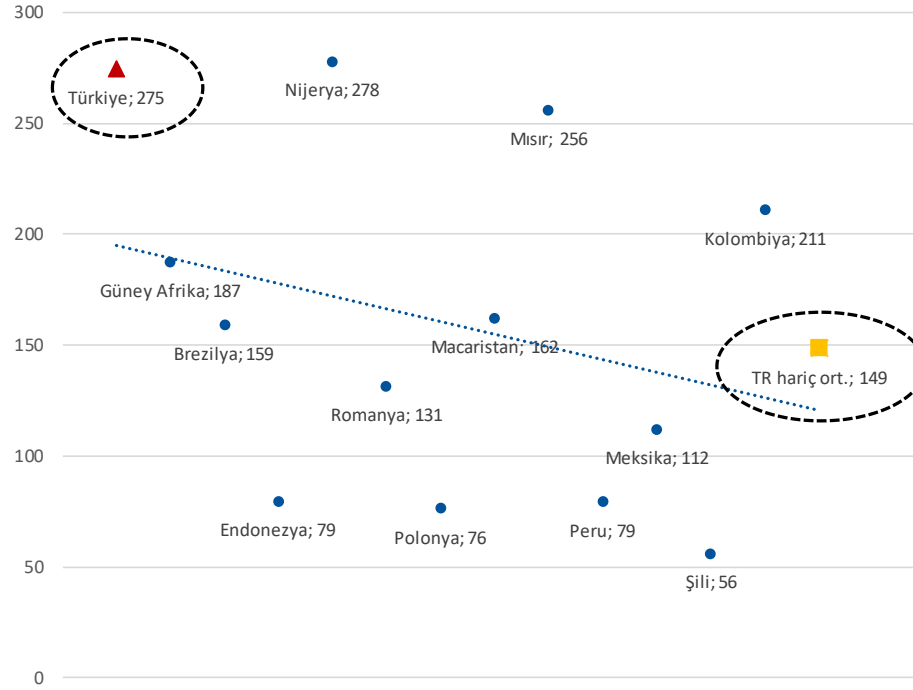


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

GOÜ CDS & TR performansları

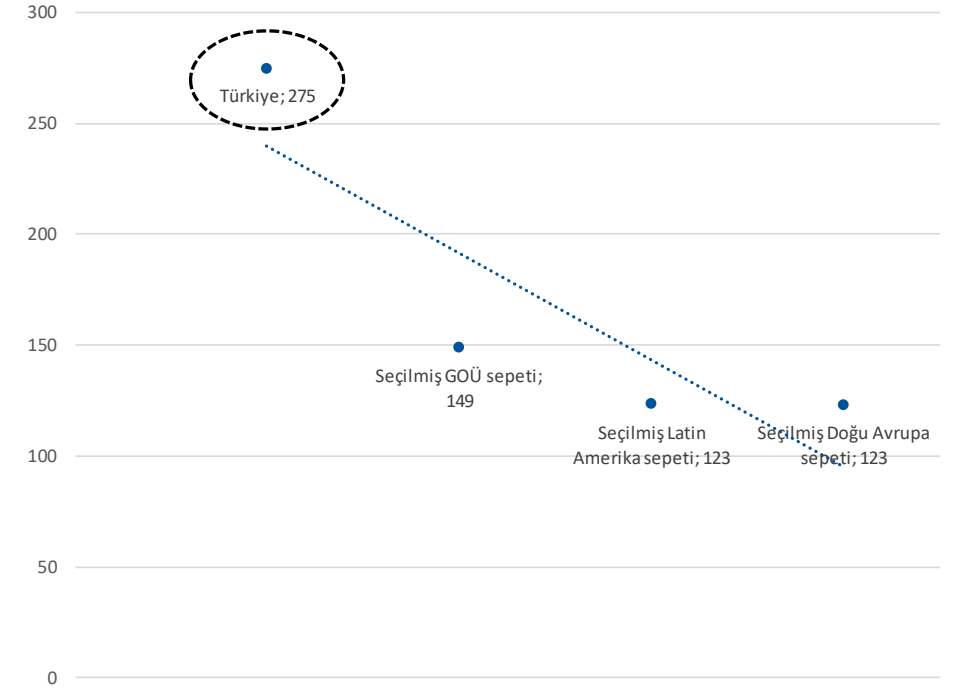
2026 için beklentimiz, kademeli şekilde <200bp eğiliminin gerçekleşmesi ve yıl içerisindeki ortalamanın ciddi anlamda gerilemesi.

Türkiye ve seçilmiş GOÜ 5y USD CDS değerleri, yıl ortalaması, bp



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Türkiye ve seçilmiş GOÜ bölgeleri 5y USD CDS değerleri, yıl ortalaması, bp

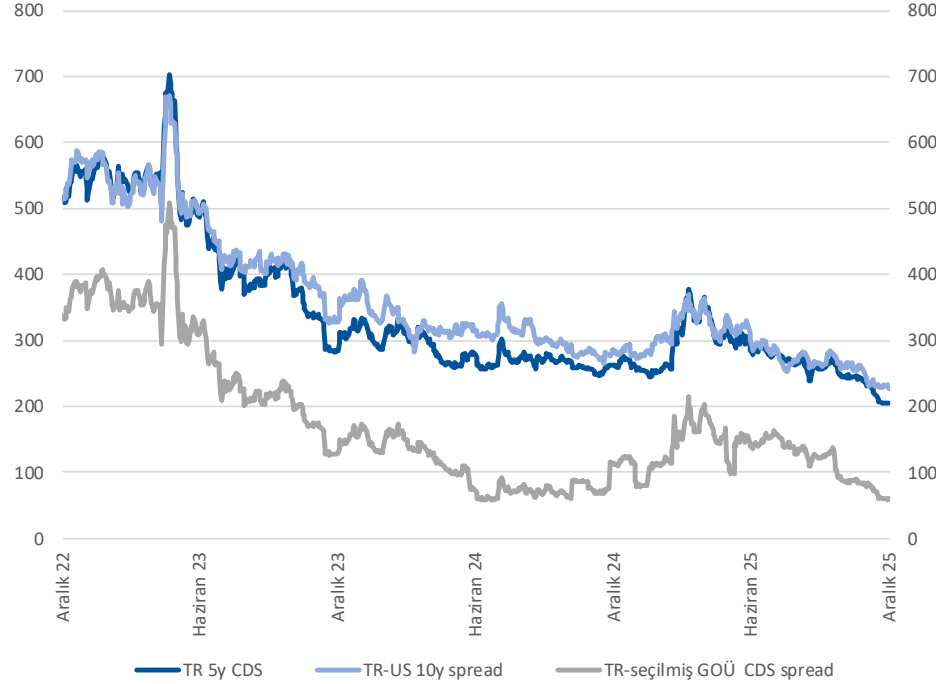


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

CDS & eurobond performansları

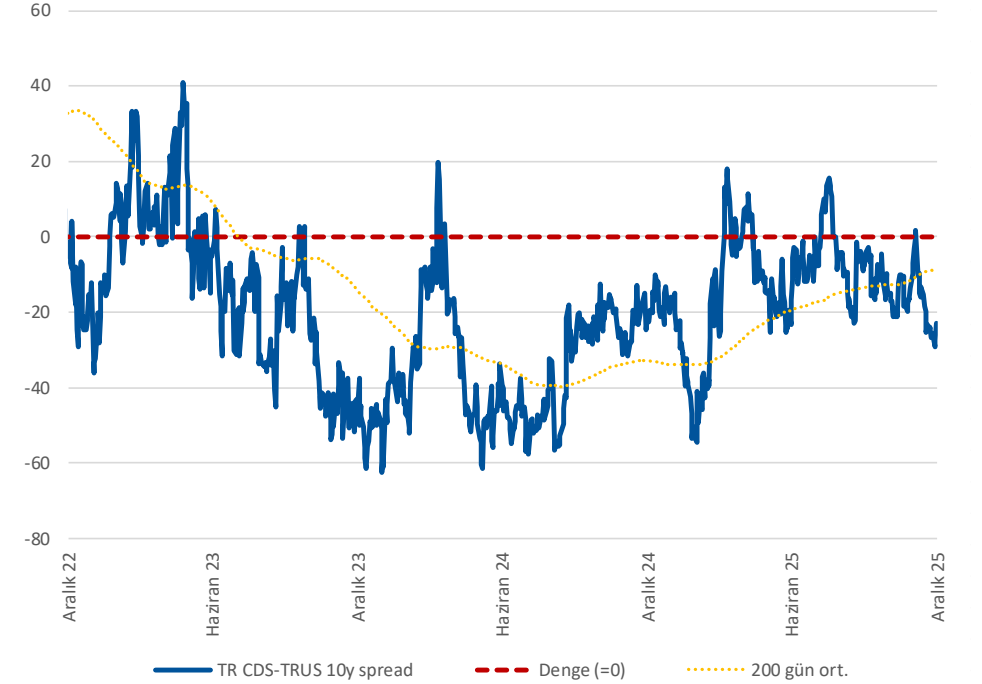
CDS'teki gerileme, USD cinsinden eurobond faizimizin %7.41 seviyesindeki 2024 kapanışından %6.40'lara dek gerilemesine imkan tanıdı. 2024 sonunda ABD 10y tahvili ile aramızdaki spread 284bp, seçilmiş GOÜ sepeti CDS'i ile fark ise 114bp seviyelerinde bulunurken, sırasıyla 227bp ve 59bp'a gerilediler. CDS'in 10y TR-US tahvil faizi ile arasındaki fark -23bp. Önemsiyoruz.

TR CDS, TR-US 10y spread, TR-seçilmiş GOÜ sepeti CDS spreadi, bp



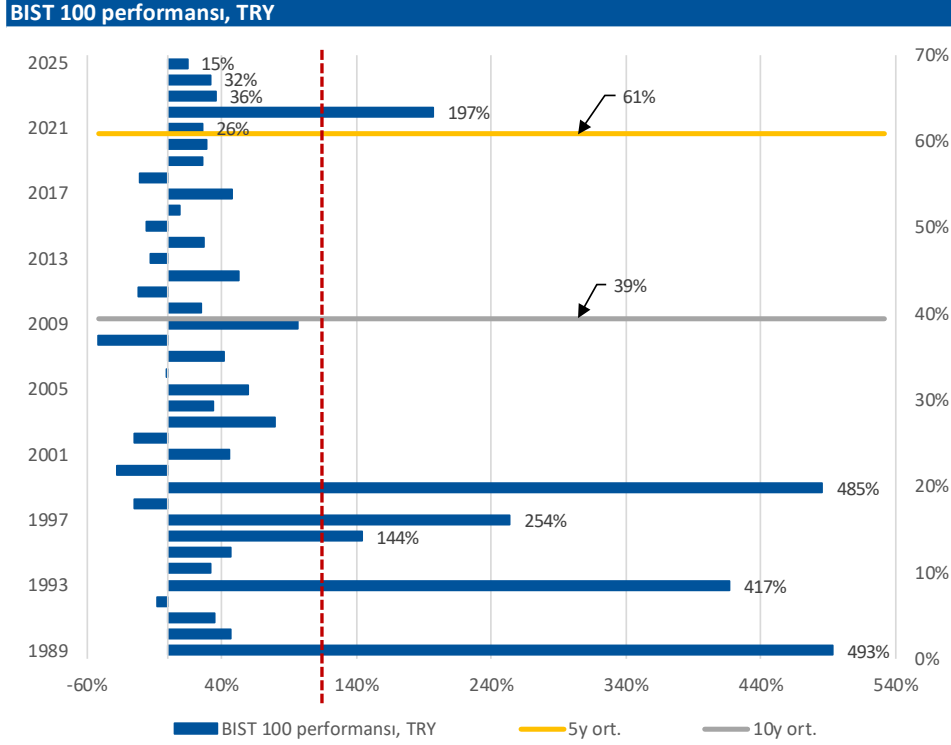
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

TR CDS ile TRUS10y spreadinin makası

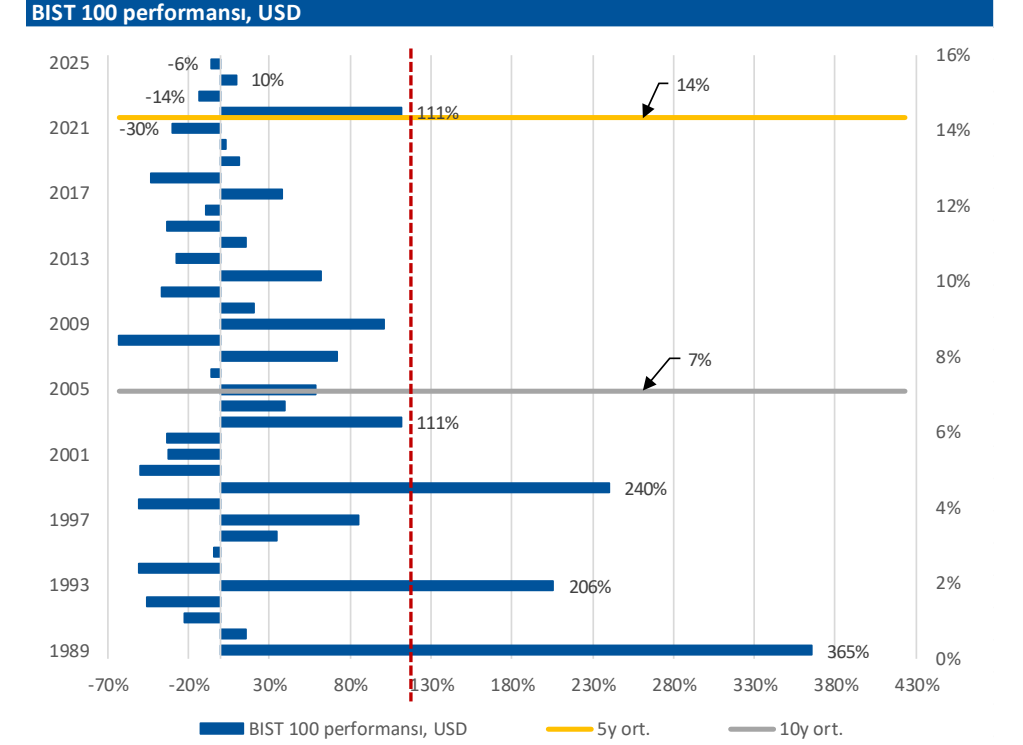


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

1989-2025 döneminde (37 yıl) TRY & USD BIST 100 performansları



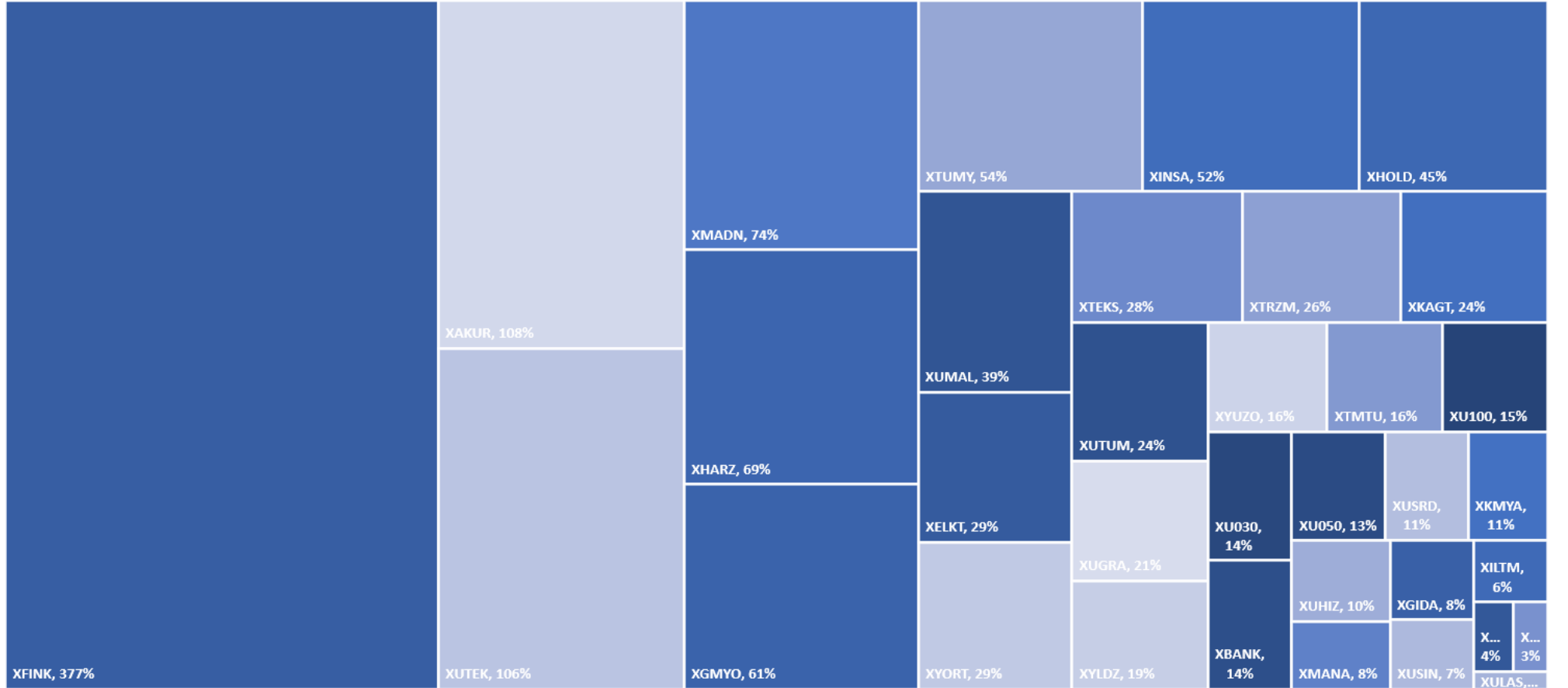
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST endeks performansları

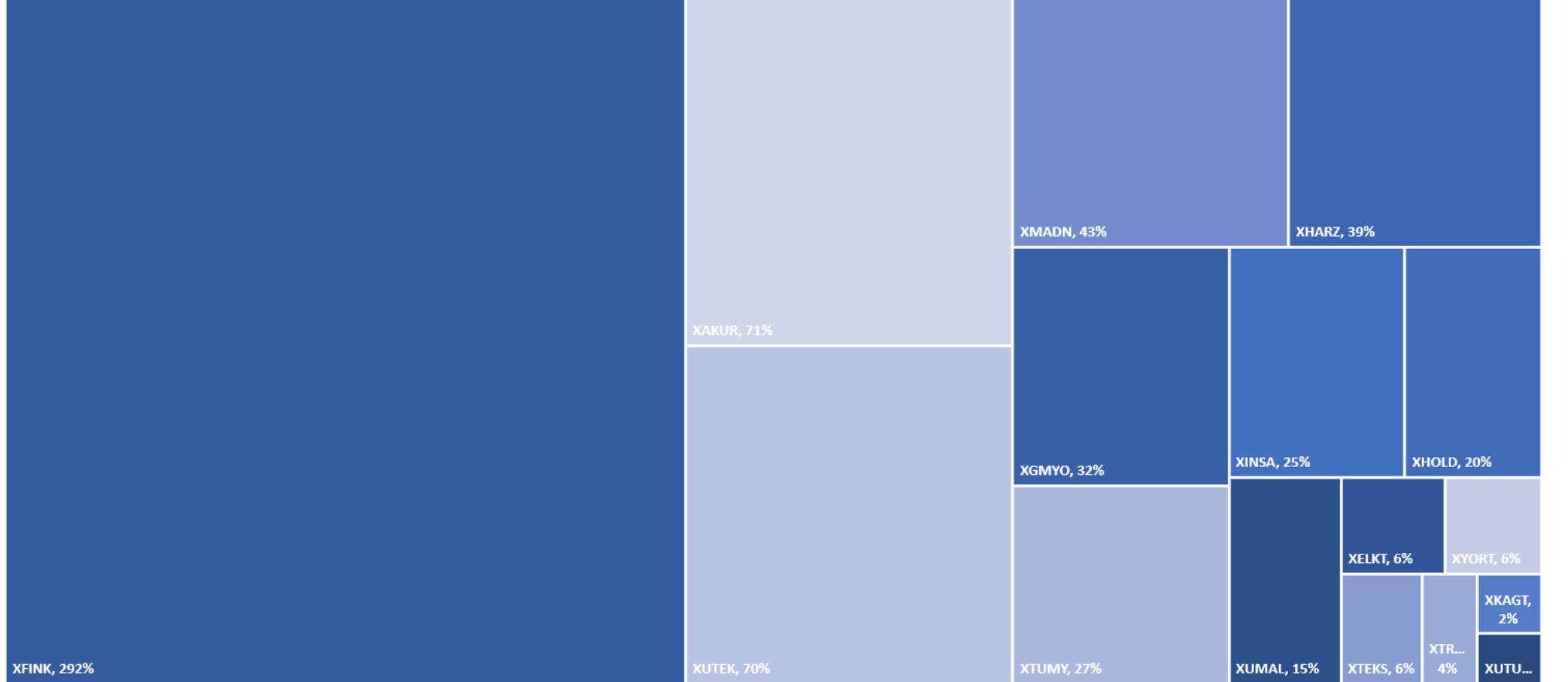
BIST endekslerine ait yıllık performanslar (TRY)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST endeks performansları

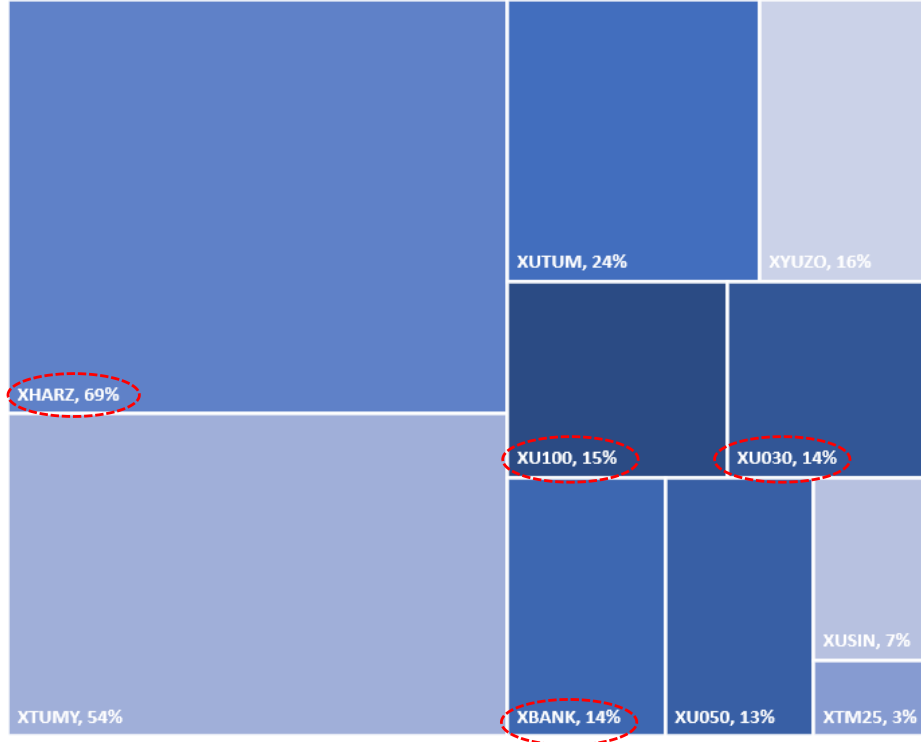
BIST endekslerine ait yıllık performanslar (USD)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

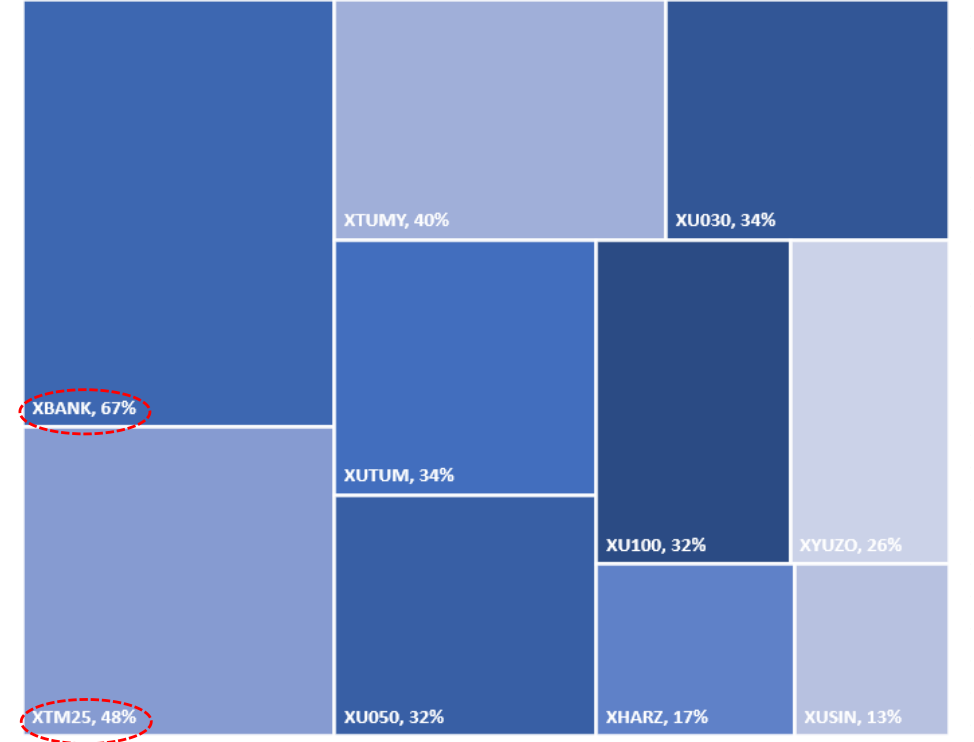
2025-24 karşılaştırmalı BIST endeks performansları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (TRY), 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

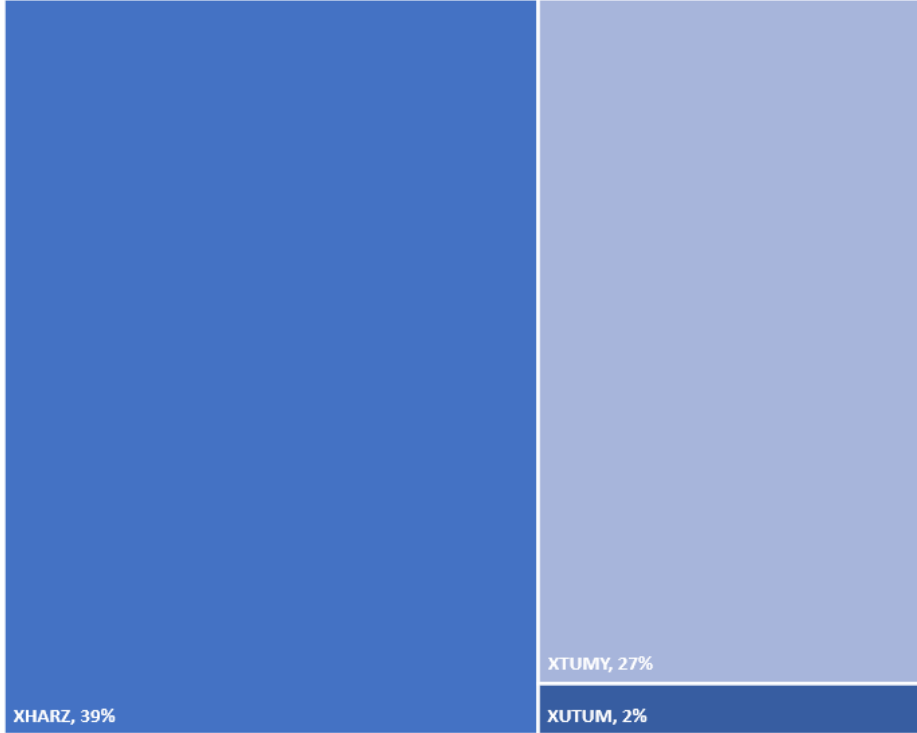
Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (TRY), 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

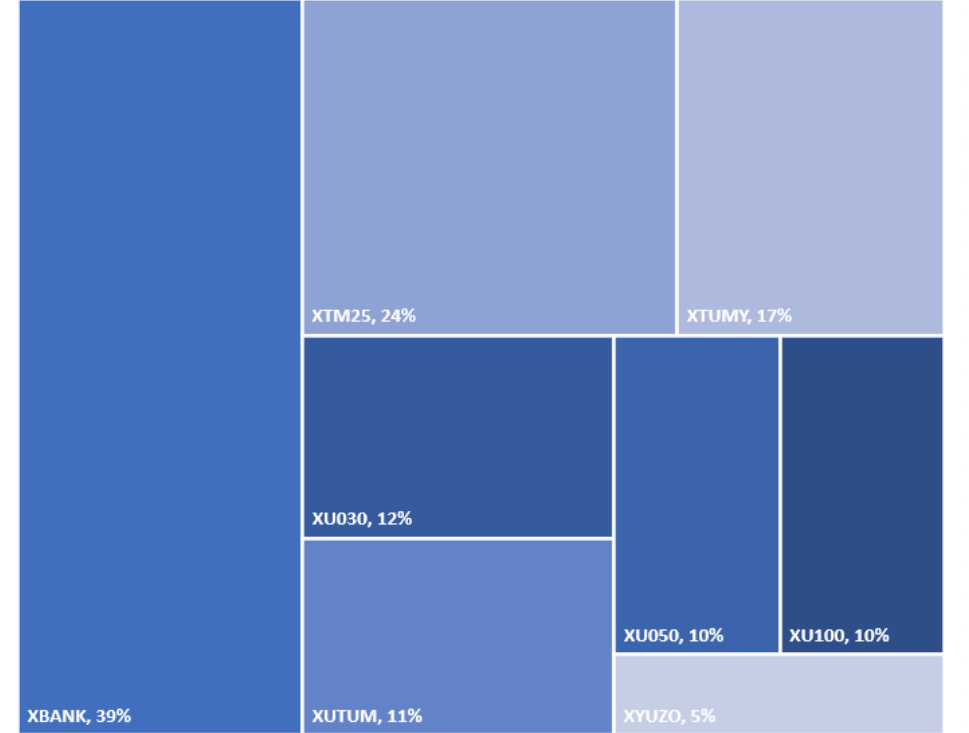
2025-24 karşılaştırmalı BIST endeks performansları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (USD), 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (USD), 2024

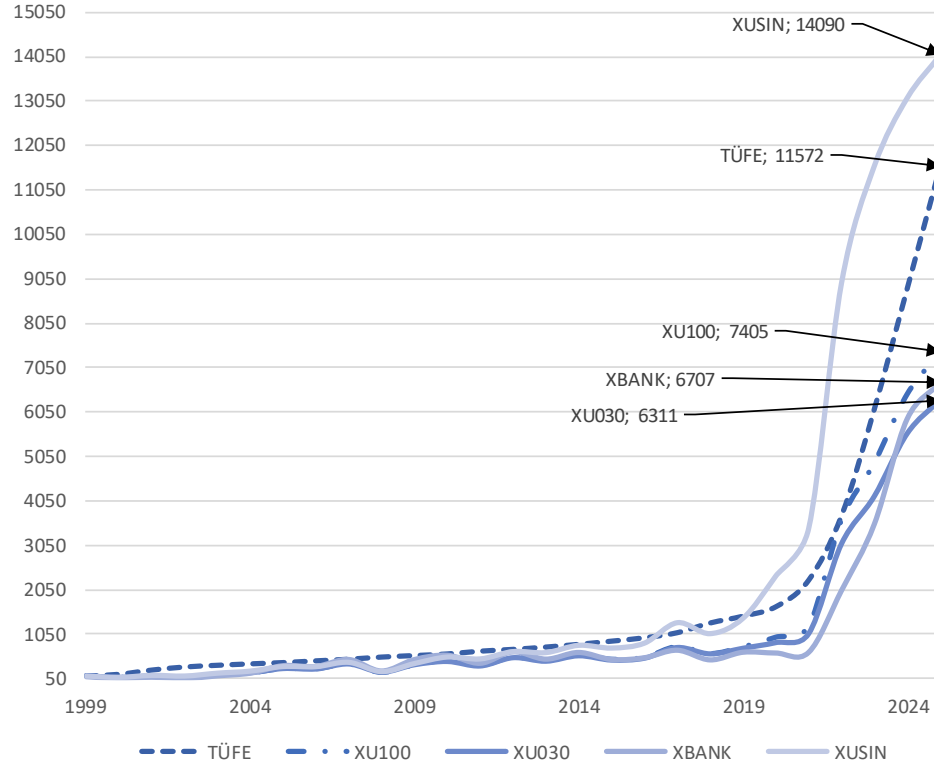


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Enflasyon karşısında 2 farklı tablo

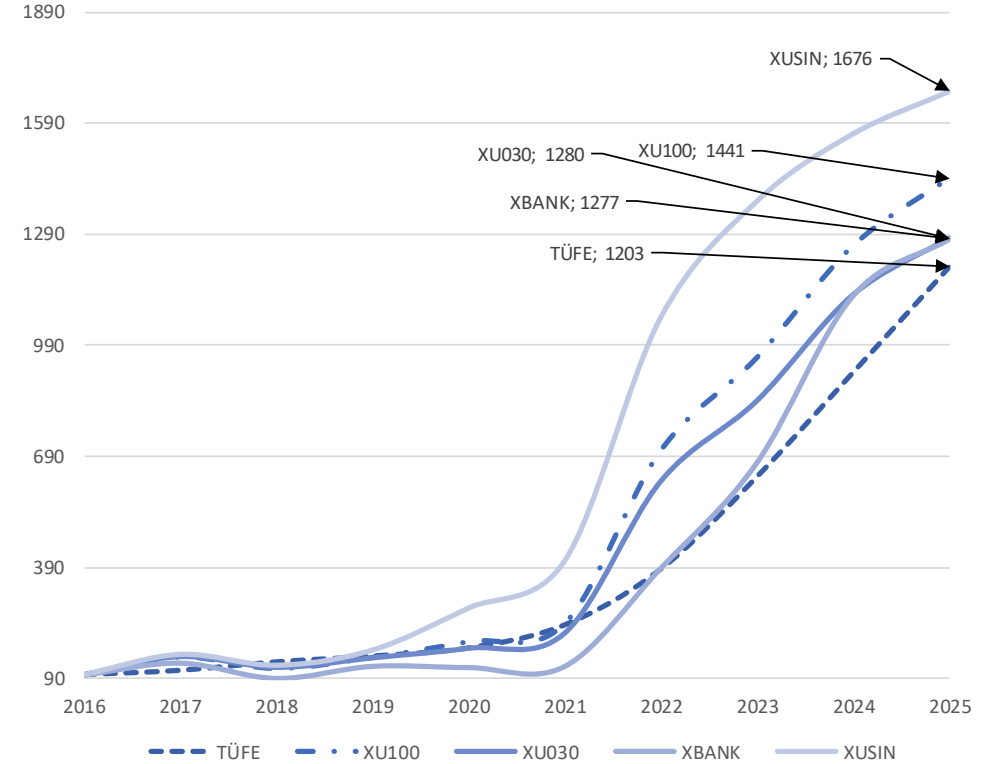
Seçilmiş BIST endekslerinin yıl sonu kapanışındaki TÜFE seviyeleri karşısında performanslarını incelediğimizde 2 farklı tablo ile karşılaştık: *i) uzun vadede (1999 sonrası) enflasyonu yenebilen tek seçilmiş örneklem XUSIN ii) 2016 sonrasındaki yakın dönem ve «çift hane enflasyon» sürecinde ise yine XUSIN ağırlığı var; ancak, bu kez diğer endeksler de katılım sağlıyor ve tamamı yenmeyi başarıyor.*

1999 = 100, TÜFE ve seçilmiş BIST endeksleri, nominal getiriler üzerinden endeksleme



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

2016 = 100, TÜFE ve seçilmiş BIST endeksleri, nominal getiriler üzerinden endeksleme



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Enflasyon karşısında 2 farklı tablo

2016 sonrası çift hane enflasyon döneminde BIST 100 endeksi üst üste üçüncü yılı da reel kayıp ile tamamladı.

Nominal yıllık getiriler					
Yıl	TÜFE	XU100	XU030	XBANK	XUSIN
2000	39%	-38%	-39%	-40%	-30%
2001	69%	46%	47%	45%	64%
2002	30%	-25%	-26%	-35%	-13%
2003	13%	80%	89%	110%	65%
2004	9%	34%	32%	51%	28%
2005	8%	59%	57%	95%	49%
2006	10%	-2%	-4%	-5%	-1%
2007	8%	42%	45%	47%	31%
2008	10%	-52%	-50%	-53%	-51%
2009	7%	97%	91%	113%	92%
2010	6%	25%	21%	20%	39%
2011	10%	-22%	-24%	-31%	-8%
2012	6%	53%	58%	65%	34%
2013	7%	-13%	-16%	-25%	-4%
2014	8%	26%	29%	30%	26%
2015	9%	-16%	-18%	-25%	-8%
2016	9%	9%	9%	8%	15%
2017	12%	48%	49%	32%	55%
2018	20%	-21%	-20%	-31%	-19%
2019	12%	25%	21%	36%	33%
2020	15%	29%	18%	-3%	68%
2021	36%	26%	24%	2%	45%
2022	64%	197%	194%	215%	162%
2023	65%	36%	35%	73%	30%
2024	44%	32%	34%	67%	13%
2025	31%	15%	14%	14%	7%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Enflasyon ile düzeltilmiş yıllık getiriler					
Yıl	TÜFE	XU100	XU030	XBANK	XUSIN
2000	39%	-55%	-56%	-57%	-50%
2001	69%	-13%	-13%	-14%	-3%
2002	30%	-42%	-43%	-50%	-33%
2003	13%	59%	67%	87%	46%
2004	9%	23%	21%	38%	17%
2005	8%	48%	46%	81%	38%
2006	10%	-10%	-12%	-13%	-10%
2007	8%	31%	34%	36%	21%
2008	10%	-56%	-55%	-58%	-56%
2009	7%	85%	80%	100%	80%
2010	6%	17%	14%	13%	30%
2011	10%	-30%	-31%	-38%	-17%
2012	6%	44%	49%	55%	26%
2013	7%	-19%	-21%	-30%	-10%
2014	8%	17%	19%	21%	17%
2015	9%	-23%	-24%	-31%	-15%
2016	9%	0%	1%	0%	6%
2017	12%	32%	33%	18%	38%
2018	20%	-34%	-33%	-43%	-33%
2019	12%	12%	9%	22%	19%
2020	15%	13%	3%	-15%	47%
2021	36%	-8%	-9%	-25%	7%
2022	64%	81%	79%	92%	59%
2023	65%	-18%	-18%	5%	-21%
2024	44%	-9%	-7%	16%	-22%
2025	31%	-13%	-13%	-13%	-18%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

BIST endeksleri & TÜFE

Geniştirilmiş endekslerin yıllık karşılaştırmaları ve enflasyon ile düzeltmeleri

Endeks	2024	TÜFE	TÜFE ile düzeltilmiş	2025	TÜFE	TÜFE ile düzeltilmiş
XU100	32%	44%	-9%	15%	31%	-13%
XU030	34%	44%	-7%	14%	31%	-13%
XU050	32%	44%	-9%	13%	31%	-14%
XUTUM	34%	44%	-8%	24%	31%	-5%
XHARZ	17%	44%	-19%	69%	31%	29%
XTM25	48%	44%	3%	3%	31%	-21%
XTMTU	44%	44%	-1%	16%	31%	-12%
XTUMY	40%	44%	-3%	54%	31%	18%
XUSRD	39%	44%	-4%	11%	31%	-15%
XYUZO	26%	44%	-13%	16%	31%	-11%
XUGRA	32%	44%	-8%	21%	31%	-8%
XBANK	67%	44%	16%	14%	31%	-13%
XBLSM	32%	44%	-9%	4%	31%	-21%
XELKT	13%	44%	-22%	29%	31%	-1%
XFINK	21%	44%	-16%	377%	31%	264%
XGIDA	30%	44%	-10%	8%	31%	-17%
XGMYO	46%	44%	1%	61%	31%	23%
XHOLD	34%	44%	-7%	45%	31%	11%
XILTM	67%	44%	16%	6%	31%	-19%
XINSA	29%	44%	-11%	52%	31%	16%
XKAGT	7%	44%	-26%	24%	31%	-5%
XKMYA	1%	44%	-30%	11%	31%	-15%
XMADN	31%	44%	-9%	74%	31%	33%
XMANA	11%	44%	-23%	8%	31%	-17%
XMESY	13%	44%	-22%	-4%	31%	-27%
XTAST	29%	44%	-11%	-8%	31%	-30%
XCRT	52%	44%	6%	3%	31%	-22%
XTEKS	25%	44%	-13%	28%	31%	-2%
XTRZM	30%	44%	-10%	26%	31%	-4%
XUHIZ	40%	44%	-3%	10%	31%	-16%
XULAS	37%	44%	-5%	2%	31%	-22%
XUSIN	13%	44%	-22%	7%	31%	-18%
XUTEK	46%	44%	1%	106%	31%	57%
XYORT	5%	44%	-27%	29%	31%	-2%
XAKUR	35%	44%	-6%	108%	31%	59%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
TL bazlı getiriler dikkate alınmıştır.

Endeks	TÜFE'ye göre performans (2025)	TÜFE'ye göre performans (2024)
XU100	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XU030	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XU050	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XUTUM	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XHARZ	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XTM25	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı
XTMTU	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XTUMY	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XUSRD	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XYUZO	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XUGRA	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XBANK	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı
XBLSM	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XELKT	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XFINK	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XGIDA	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XGMYO	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı
XHOLD	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XILTM	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı
XINSA	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XKAGT	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XKMYA	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XMADN	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XMANA	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XMESY	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XTAST	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XCRT	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı
XTEKS	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XTRZM	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XUHIZ	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XULAS	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XUSIN	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XUTEK	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı
XYORT	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı
XAKUR	Yıllık TÜFE'nin üzerinde kazanç sağladı	Yıllık TÜFE'nin gerisinde kaldı

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
TL bazlı getiriler dikkate alınmıştır.

Farklı vadelerde mevsimsel BIST eğilimleri (XU100)

Seçilmiş dönemlere ait ortalama ve medyan hesaplamalar ile geride kalan aylık fiyatlamaya eğilimleri.

Yıl başlangıçları ve ikinci yarı genellikle olumlu seyretmiş. ☆

1990'dan bu yana	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Ortalama	8%	2%	1%	6%	-1%	4%	4%	-1%	2%	3%	5%	7%
Medyan	4%	1%	0%	4%	-1%	2%	5%	0%	3%	4%	4%	4%
2000'den bu yana	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Ortalama	3%	-1%	-1%	6%	-2%	0%	4%	0%	1%	4%	3%	4%
Medyan	4%	1%	0%	4%	-1%	0%	3%	0%	1%	5%	-2%	4%
Son 10 yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Ortalama	5%	0%	-2%	3%	0%	2%	4%	1%	1%	1%	7%	4%
Medyan	4%	0%	-4%	3%	2%	1%	2%	-2%	0%	0%	7%	4%
Son 5 yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Ortalama	3%	0%	-3%	6%	4%	4%	6%	5%	1%	2%	15%	5%
Medyan	4%	0%	-5%	9%	4%	2%	3%	6%	0%	-3%	15%	3%
2025	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Performans	2%	-3%	0%	-6%	-1%	10%	8%	5%	-2%	0%	-1%	3%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST 100 içerisindeki şirket ağırlıkları

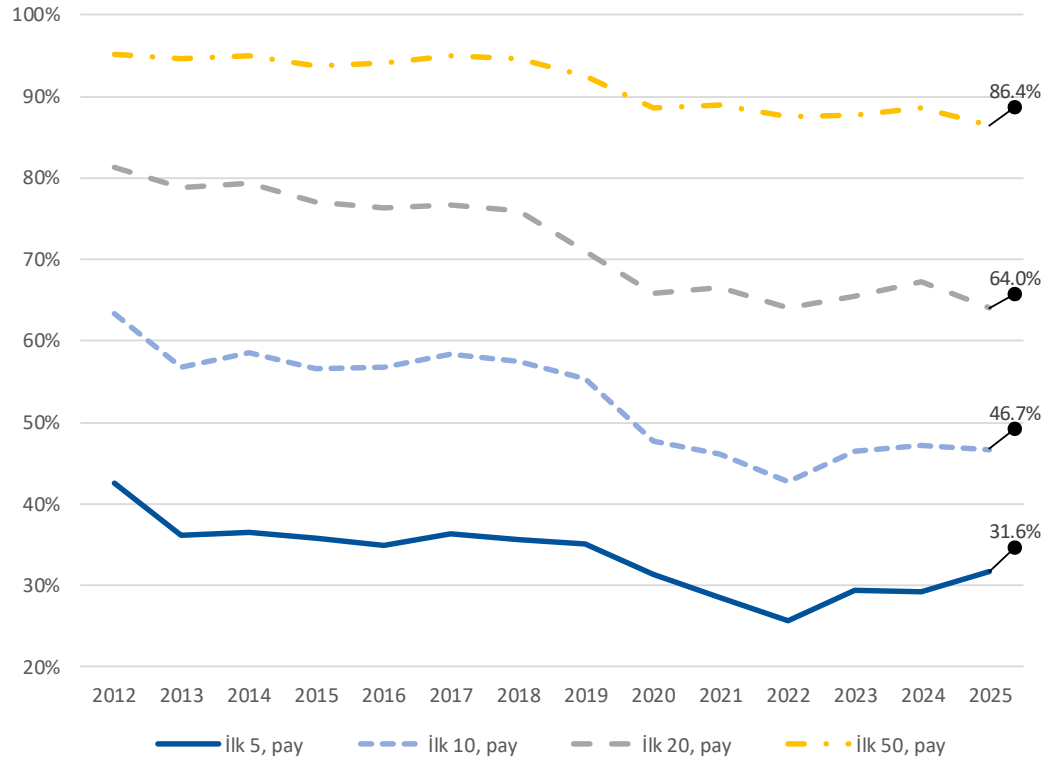
2012’de ana endeks içerisindeki ilk 50 hissenin ağırlığı %95.2’de bulunurken, 2025 kapanışında %86.4’e geriledi.

Yıllar içerisinde ilk 10’un payı azalırken, pandemi sonrasında ilk 20’nin ortalaması %60’larda oluştu.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
İlk 5, pay	42.5%	36.1%	36.4%	35.9%	35.0%	36.3%	35.7%	35.0%	31.4%	28.5%	25.6%	29.4%	29.2%	31.6%
İlk 10, pay	63.4%	56.7%	58.5%	56.7%	56.8%	58.4%	57.4%	55.3%	47.6%	46.1%	42.8%	46.5%	47.2%	46.7%
İlk 20, pay	81.3%	78.7%	79.3%	77.1%	76.3%	76.6%	76.0%	71.0%	65.8%	66.6%	64.0%	65.6%	67.3%	64.0%
İlk 50, pay	95.2%	94.7%	95.0%	93.7%	94.1%	94.9%	94.7%	92.5%	88.7%	89.0%	87.6%	87.7%	88.6%	86.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST 100 endeksinde yer alan hisselerin yıllar içerisinde ağırlık dağılımları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST 100 içerisinde azalan bankacılık sektörü payı

İlk 10 içerisinde yer alan banka ağırlığı 2025 kapanışı ile artık %12.5 seviyesinde bulunuyor.

2012	Sektör	Ağırlık	Beta	2025	Sektör	Ağırlık	Beta
GARAN	Bankacılık	12.9%	1.20	ASELS	Teknoloji	8.2%	0.77
AKBNK	Bankacılık	10.2%	1.26	BIMAS	Perakende	6.7%	1.14
HALKB	Bankacılık	7.4%	1.40	AKBNK	Bankacılık	5.7%	1.40
SAHOL	Holding	6.1%	1.03	THYAO	Hava Yolları Ve Hizmetleri	5.6%	0.85
ISCTR	Bankacılık	5.9%	1.18	TUPRS	Petrol Ve Petrol Ürünleri	5.3%	0.74
BIMAS	Perakende	5.4%	0.37	YKBNK	Bankacılık	3.6%	1.48
TCELL	İletişim	4.3%	0.50	ISCTR	Bankacılık	3.2%	1.35
TUPRS	Petrol Ve Petrol Ürünleri	4.2%	1.15	KCHOL	Holding	2.9%	1.24
KCHOL	Holding	3.6%	1.26	TCELL	İletişim	2.7%	0.99
AEFES	Biracılık Ve Meşrubat	3.3%	0.63	SAHOL	Holding	2.7%	1.29
YKBNK	Bankacılık	2.8%	1.45	GARAN	Bankacılık	2.5%	1.32
THYAO	Hava Yolları Ve Hizmetleri	2.5%	1.09	EREGL	Demir, Çelik Temel	2.4%	0.89
TTKOM	İletişim	2.1%	0.62	FROTO	Otomotiv	1.8%	0.92
VAKBN	Bankacılık	2.0%	1.22	SISE	Cam	1.8%	0.99
EREGL	Demir, Çelik Temel	1.7%	0.80	ENKAI	İnşaat, Taahhüt	1.7%	0.58
CCOLA	Biracılık Ve Meşrubat	1.6%	0.71	TAVHL	Hava Yolları Ve Hizmetleri	1.6%	0.87
ARCLK	Dayanıklı Tüketim	1.3%	0.87	DSTKF	Finansal Kiralama, Faktoring	1.5%	
EKGYO	Gayrimenkul Yatırım Ort.	1.3%	0.95	MGROS	Perakende	1.5%	0.92
TRALT	Madencilik	1.3%	0.57	ASTOR	Elektrik	1.3%	1.00
ENKAI	İnşaat, Taahhüt	1.2%	0.82	PGSUS	Hava Yolları Ve Hizmetleri	1.3%	0.92
İlk 10 Banka		36.4%		İlk 10 Banka		12.5%	
İlk 20 Banka		41.2%		İlk 20 Banka		15.0%	
İlk 10 ortalama Beta		1.00		İlk 10 ortalama Beta		1.12	
İlk 20 ortalama Beta		0.95		İlk 20 ortalama Beta		1.03	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Beta hesaplaması için haftalık verinin 2 yıl vadeli BIST 100'e olan değişimi baz alınmıştır.

2010 sonrası dönemde seçilmiş BIST endekslerine ait performanslar

Borsa İstanbul'da endeks bazlı piyasa evrim süreci (TRY performansa göre)

Seçilmiş endeks	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
XU030	21%	-24%	58%	-16%	29%	-18%	9%	49%	-20%	21%	18%	24%	194%	35%	34%	14%
XU100	25%	-22%	53%	-13%	26%	-16%	9%	48%	-21%	25%	29%	26%	197%	36%	32%	15%
XBANK	20%	-31%	65%	-25%	30%	-25%	8%	32%	-31%	36%	-3%	2%	215%	73%	67%	14%
XUSIN	39%	-8%	34%	-4%	26%	-8%	15%	55%	-19%	33%	68%	45%	162%	30%	13%	7%
XHARZ		-13%	38%	45%	-2%	4%	3%	41%	-28%	60%	197%	112%	267%	63%	17%	69%
XUTUM	27%	-22%	50%	-12%	26%	-14%	9%	47%	-21%	30%	40%	25%	195%	40%	34%	24%
XYUZO	41%	-14%	29%	-2%	16%	-9%	7%	42%	-27%	44%	69%	29%	205%	37%	26%	16%
XTUMY	51%	-17%	24%	2%	24%	10%	7%	35%	-22%	76%	125%	24%	184%	55%	40%	54%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

XHARZ: halka arz endeksi, XYUZO: BIST 100-30, XTUMY: BIST TUM-100

Borsa İstanbul'da endeks bazlı piyasa evrim süreci (TRY performansa göre)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
XU030	21%	-24%	58%	-16%	29%	-18%	9%	49%	-20%	21%	18%	24%	194%	35%	34%	14%
XU100	25%	-22%	53%	-13%	26%	-16%	9%	48%	-21%	25%	29%	26%	197%	36%	32%	15%
XTUMY	51%	-17%	24%	2%	24%	10%	7%	35%	-22%	76%	125%	24%	184%	55%	40%	54%
XTUMY/XU100 görece	21%	6%	-19%	17%	-2%	31%	-2%	-8%	-1%	41%	74%	-2%	-4%	15%	6%	35%
XTUMY/XU100 görece	Daha iyi	Daha iyi	Daha zayıf	Daha iyi	Daha zayıf	Daha iyi	Daha zayıf	Daha zayıf	Daha zayıf	Daha iyi	Daha iyi	Daha zayıf	Daha zayıf	Daha iyi	Daha iyi	Daha iyi
5y ort. performans	XU030	XU100	XTUMY													
	60%	61%	71%													
10y ort. performans	XU030	XU100	XTUMY													
	38%	39%	58%													
15y ort. performans	XU030	XU100	XTUMY													
	27%	28%	41%													

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

XTUMY: BIST TUM-100

Halka açık şirketlerin BIST 100 ağırlıklarının zamana yayılır farklılaşması

Seçilmiş hisse senetlerinin yıllar itibarıyla BIST 100 endeks ağırlıkları

Yıl	AKBNK	GARAN	YKBNK	THYAO	PGSUS	TCELL	TTKOM	KCHOL	SAHOL	TUPRS	BIMAS	EREGL	KRDMD
Aralık 12	10.2%	12.9%	2.8%	2.5%		4.3%	2.1%	3.6%	6.1%	4.2%	5.4%	1.7%	0.5%
Aralık 13	8.2%	10.5%	2.2%	3.3%	1.0%	4.8%	2.1%	3.7%	5.8%	3.9%	6.0%	2.1%	0.5%
Aralık 14	8.7%	11.4%	1.5%	4.0%	0.7%	4.7%	2.0%	4.1%	5.5%	4.1%	5.5%	3.0%	0.9%
Aralık 15	9.3%	9.5%	1.7%	3.3%	0.4%	5.1%	1.6%	4.1%	4.9%	5.7%	6.2%	3.4%	0.5%
Aralık 16	9.8%	9.3%	1.6%	2.1%	0.3%	4.5%	1.5%	4.5%	5.0%	5.3%	5.4%	5.2%	0.5%
Aralık 17	8.2%	8.7%	1.4%	4.4%	0.5%	6.7%	1.2%	4.1%	4.0%	6.1%	5.7%	6.7%	0.9%
Aralık 18	6.9%	7.8%	1.2%	5.4%	0.4%	6.3%	0.9%	3.8%	3.2%	7.0%	7.6%	5.8%	0.7%
Aralık 19	8.4%	8.5%	1.4%	3.7%	1.2%	5.7%	1.3%	4.2%	3.3%	5.9%	6.4%	5.7%	0.7%
Aralık 20	5.2%	5.8%	2.2%	2.5%	0.8%	5.4%	1.1%	3.3%	3.2%	3.7%	7.8%	7.1%	1.1%
Aralık 21	4.2%	4.9%	1.9%	2.9%	0.7%	4.7%	0.9%	3.4%	2.8%	3.9%	4.7%	10.0%	1.3%
Aralık 22	3.9%	1.3%	2.2%	7.1%	1.5%	3.3%	0.8%	3.3%	3.2%	4.9%	3.6%	5.0%	0.9%
Aralık 23	4.9%	1.7%	3.2%	8.0%	1.4%	3.4%	0.6%	4.0%	3.1%	6.9%	5.7%	3.5%	0.8%
Aralık 24	6.4%	2.7%	3.7%	7.0%	1.7%	4.0%	0.7%	3.6%	3.8%	4.9%	6.9%	3.0%	0.7%
Aralık 25	5.7%	2.5%	3.6%	5.6%	1.3%	2.7%	0.8%	2.9%	2.7%	5.3%	6.7%	2.4%	0.5%
Seçili hisse	AKBNK	GARAN	YKBNK	THYAO	PGSUS	TCELL	TTKOM	KCHOL	SAHOL	TUPRS	BIMAS	EREGL	KRDMD
Min.	3.9%	1.3%	1.2%	2.1%	0.3%	2.7%	0.6%	2.9%	2.7%	3.7%	3.6%	1.7%	0.5%
Max.	10.2%	12.9%	3.7%	8.0%	1.7%	6.7%	2.1%	4.5%	6.1%	7.0%	7.8%	10.0%	1.3%
Ort.	7.1%	7.0%	2.2%	4.4%	0.9%	4.7%	1.2%	3.8%	4.0%	5.1%	6.0%	4.6%	0.8%
Medyan	7.6%	8.2%	2.0%	3.9%	0.8%	4.7%	1.1%	3.7%	3.5%	5.1%	5.8%	4.3%	0.7%
Y-1'e göre Δ	-0.69	-0.15	-0.08	-1.43	-0.41	-1.25	0.05	-0.78	-1.08	0.48	-0.22	-0.55	-0.15
02.01.2026	5.6%	2.5%	3.5%	5.5%	1.2%	2.7%	0.8%	2.8%	2.7%	5.1%	6.4%	2.4%	0.5%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST 30 | uzun vade min/max karşılaştırma

Son 20y, USD	XU030	Min	Max	Son	Min Δ	Max Δ
	AEFES	0.13	1.22	0.37	178%	-69%
	AKBNK	0.35	4.02	1.71	396%	-57%
	ASELS	0.03	5.41	5.37	15533%	-1%
	ASTOR	0.71	5.27	2.73	288%	-48%
	BIMAS	0.60	18.50	12.66	1995%	-32%
	DSTKF	1.44	21.66	13.06	806%	-40%
	EKGYO	0.12	1.37	0.49	306%	-64%
	ENKAI	0.26	1.92	1.87	628%	-3%
	EREGL	0.09	1.29	0.56	500%	-56%
	FROTO	0.06	3.46	2.23	3336%	-36%
	GARAN	0.56	4.61	3.49	528%	-24%
	GUBRF	0.10	19.71	8.20	8230%	-58%
	ISCTR	0.07	0.57	0.34	398%	-41%
	KCHOL	0.61	7.84	4.08	570%	-48%
	KRDMD	0.08	1.32	0.61	636%	-54%
	MGROS	1.75	23.34	12.37	608%	-47%
	PETKM	0.13	1.26	0.39	201%	-69%
	PGSUS	0.70	7.78	4.55	548%	-42%
	SAHOL	0.72	4.91	2.05	185%	-58%
	SASA	0.00	0.54	0.07	10852%	-88%
	SISE	0.17	2.53	0.91	436%	-64%
	TAVHL	0.83	8.80	7.25	778%	-18%
	TCELL	0.86	5.78	2.24	162%	-61%
	THYAO	0.26	10.01	6.40	2380%	-36%
	TOASO	0.20	10.15	6.03	2981%	-41%
	TRALT	0.13	1.66	0.98	670%	-41%
	TTKOM	0.41	3.41	1.35	228%	-60%
	TUPRS	0.28	5.33	4.36	1453%	-18%
	ULKER	0.61	7.43	2.61	330%	-65%
	YKBNK	0.17	2.10	0.89	418%	-58%
Ortalama					1885%	-47%
Medyan					559%	-48%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
Bazı hisseler için halka arz tarihi kaynaklı yakın zaman verisi sayılmıştır.

Son 15y, USD	XU030	Min	Max	Son	Min Δ	Max Δ
	AEFES	0.13	1.22	0.37	178%	-69%
	AKBNK	0.35	3.49	1.71	396%	-51%
	ASELS	0.20	5.41	5.37	2531%	-1%
	ASTOR	0.71	5.27	2.73	288%	-48%
	BIMAS	3.77	18.50	12.66	236%	-32%
	DSTKF	1.44	21.66	13.06	806%	-40%
	EKGYO	0.12	1.37	0.49	306%	-64%
	ENKAI	0.46	1.92	1.87	303%	-3%
	EREGL	0.19	1.29	0.56	203%	-56%
	FROTO	0.26	3.46	2.23	756%	-36%
	GARAN	0.56	4.46	3.49	528%	-22%
	GUBRF	0.38	19.71	8.20	2066%	-58%
	ISCTR	0.07	0.54	0.34	398%	-37%
	KCHOL	1.45	7.84	4.08	181%	-48%
	KRDMD	0.22	1.32	0.61	181%	-54%
	MGROS	1.75	23.34	12.37	608%	-47%
	PETKM	0.30	1.26	0.39	31%	-69%
	PGSUS	0.70	7.78	4.55	548%	-42%
	SAHOL	0.72	4.91	2.05	185%	-58%
	SASA	0.00	0.54	0.07	3631%	-88%
	SISE	0.50	2.53	0.91	84%	-64%
	TAVHL	1.66	8.80	7.25	337%	-18%
	TCELL	0.86	4.02	2.24	162%	-44%
	THYAO	0.90	10.01	6.40	609%	-36%
	TOASO	1.17	10.15	6.03	418%	-41%
	TRALT	0.13	1.66	0.98	670%	-41%
	TTKOM	0.41	3.41	1.35	228%	-60%
	TUPRS	0.91	5.33	4.36	381%	-18%
	ULKER	0.76	7.43	2.61	245%	-65%
	YKBNK	0.17	1.76	0.89	418%	-50%
Ortalama					597%	-45%
Medyan					359%	-47%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
Bazı hisseler için halka arz tarihi kaynaklı yakın zaman verisi sayılmıştır.

BIST 30 | uzun vade min/max karşılaştırma

Son 10y, USD	XU030	Min	Max	Son	Min Δ	Max Δ
	AEFES	0.13	0.91	0.37	178%	-59%
	AKBNK	0.35	2.13	1.71	396%	-19%
	ASELS	0.61	5.41	5.37	778%	-1%
	ASTOR	0.71	5.27	2.73	288%	-48%
	BIMAS	3.77	18.50	12.66	236%	-32%
	DSTKF	1.44	21.66	13.06	806%	-40%
	EKGYO	0.12	0.86	0.49	306%	-42%
	ENKAI	0.46	1.92	1.87	303%	-3%
	EREGL	0.24	1.29	0.56	136%	-56%
	FROTO	0.46	3.46	2.23	390%	-36%
	GARAN	0.56	3.89	3.49	528%	-10%
	GUBRF	0.38	19.71	8.20	2066%	-58%
	ISCTR	0.07	0.53	0.34	398%	-36%
	KCHOL	1.45	7.84	4.08	181%	-48%
	KRDMD	0.24	1.32	0.61	153%	-54%
	MGROS	1.75	17.15	12.37	608%	-28%
	PETKM	0.36	1.26	0.39	7%	-69%
	PGSUS	0.70	7.78	4.55	548%	-42%
	SAHOL	0.72	3.22	2.05	185%	-36%
	SASA	0.00	0.54	0.07	2095%	-88%
	SISE	0.50	2.53	0.91	82%	-64%
	TAVHL	1.66	8.80	7.25	337%	-18%
	TCELL	0.86	3.25	2.24	162%	-31%
	THYAO	1.06	10.01	6.40	503%	-36%
	TOASO	1.52	10.15	6.03	298%	-41%
	TRALT	0.13	1.66	0.98	670%	-41%
	TTKOM	0.41	1.91	1.35	228%	-29%
	TUPRS	0.91	5.33	4.36	381%	-18%
	ULKER	0.76	6.90	2.61	245%	-62%
	YKBNK	0.17	1.18	0.89	418%	-25%
Ortalama					464%	-39%
Medyan					321%	-38%

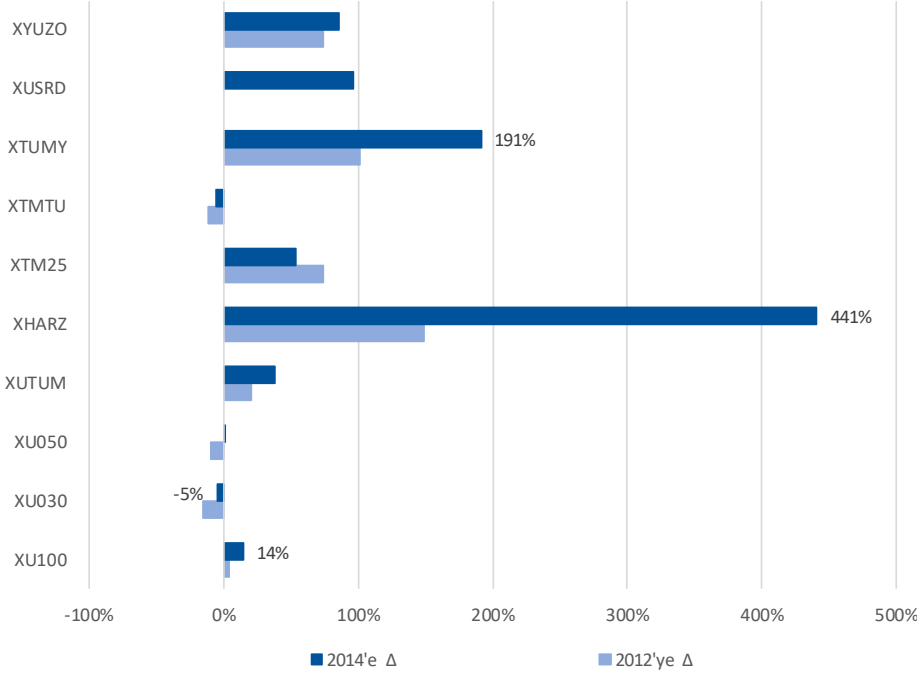
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
Bazı hisseler için halka arz tarihi kaynaklı yakın zaman verisi sayılmıştır.

Son 5y, USD	XU030	Min	Max	Son	Min Δ	Max Δ
	AEFES	0.13	0.91	0.37	178%	-59%
	AKBNK	0.35	2.13	1.71	396%	-19%
	ASELS	0.61	5.41	5.37	778%	-1%
	ASTOR	0.71	5.27	2.73	288%	-48%
	BIMAS	3.77	18.50	12.66	236%	-32%
	DSTKF	1.44	21.66	13.06	806%	-40%
	EKGYO	0.12	0.52	0.49	306%	-5%
	ENKAI	0.57	1.92	1.87	226%	-3%
	EREGL	0.40	1.29	0.56	40%	-56%
	FROTO	0.47	3.46	2.23	372%	-36%
	GARAN	0.56	3.89	3.49	528%	-10%
	GUBRF	1.40	19.71	8.20	487%	-58%
	ISCTR	0.07	0.53	0.34	398%	-36%
	KCHOL	1.45	7.84	4.08	181%	-48%
	KRDMD	0.25	1.32	0.61	139%	-54%
	MGROS	2.33	17.15	12.37	432%	-28%
	PETKM	0.36	1.10	0.39	7%	-65%
	PGSUS	0.73	7.78	4.55	520%	-42%
	SAHOL	0.72	3.22	2.05	185%	-36%
	SASA	0.02	0.54	0.07	344%	-88%
	SISE	0.50	2.53	0.91	82%	-64%
	TAVHL	1.66	8.80	7.25	337%	-18%
	TCELL	0.86	3.25	2.24	162%	-31%
	THYAO	1.06	10.01	6.40	503%	-36%
	TOASO	1.52	10.15	6.03	296%	-41%
	TRALT	0.33	1.66	0.98	194%	-41%
	TTKOM	0.49	1.61	1.35	178%	-16%
	TUPRS	0.91	5.33	4.36	381%	-18%
	ULKER	0.76	5.25	2.61	245%	-50%
	YKBNK	0.17	1.18	0.89	418%	-25%
Ortalama					321%	-37%
Medyan					301%	-36%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
Bazı hisseler için halka arz tarihi kaynaklı yakın zaman verisi sayılmıştır.

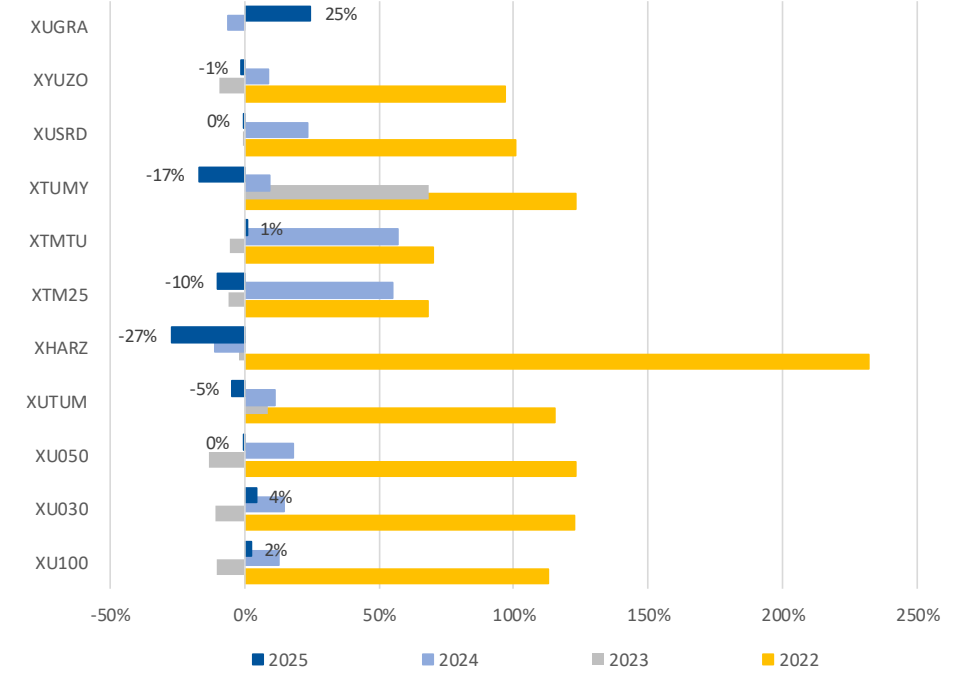
BIST endekslerinin MCAP (PD, USD) tarihi uzaklıkları & değişimler

Seçilmiş BIST endekslerinin USD bazlı MCAP uzaklıkları, son kapanışa göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

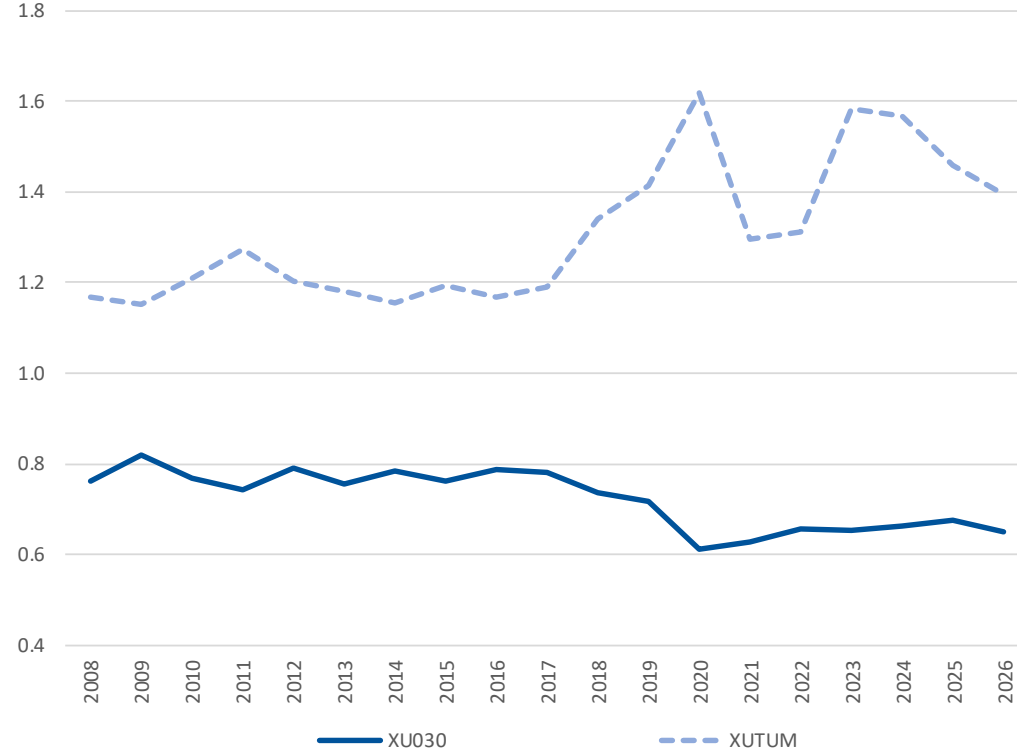
Seçilmiş BIST endekslerinin USD bazlı MCAP değişimleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

BIST endekslerinin MCAP (PD, USD) çarpanları

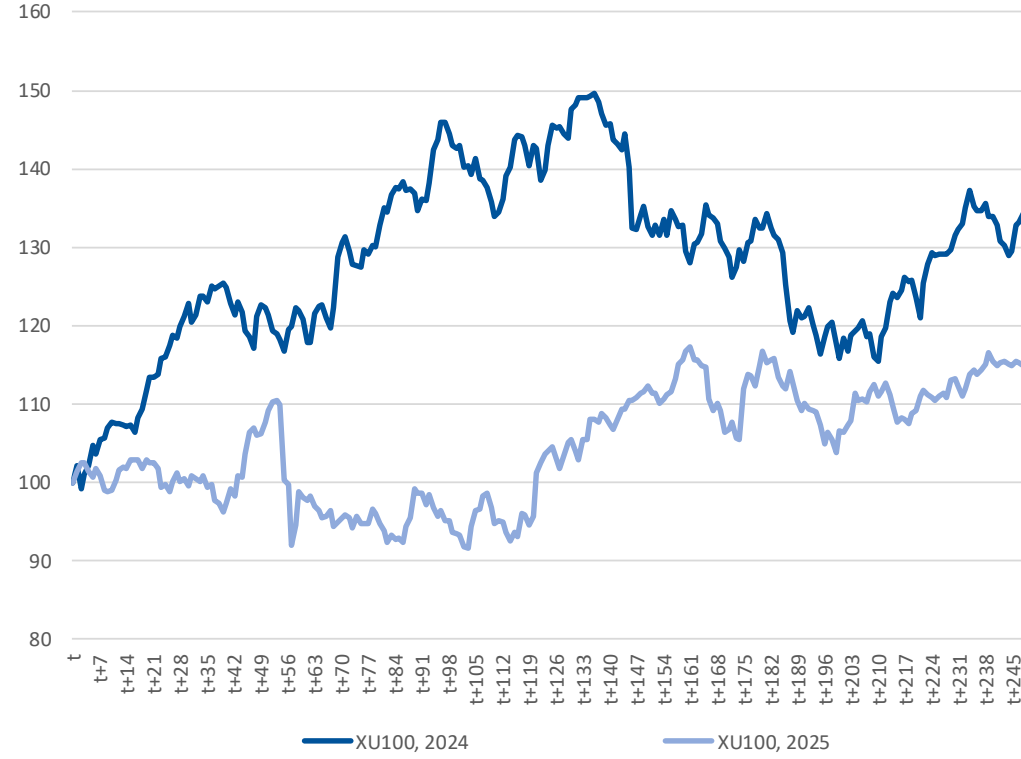
XU030/XU100 & XUTUM/XU100 MCAP (x), yıl bazında dağılım



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Yıllık bazda BIST 100 endeksi karşılaştırması

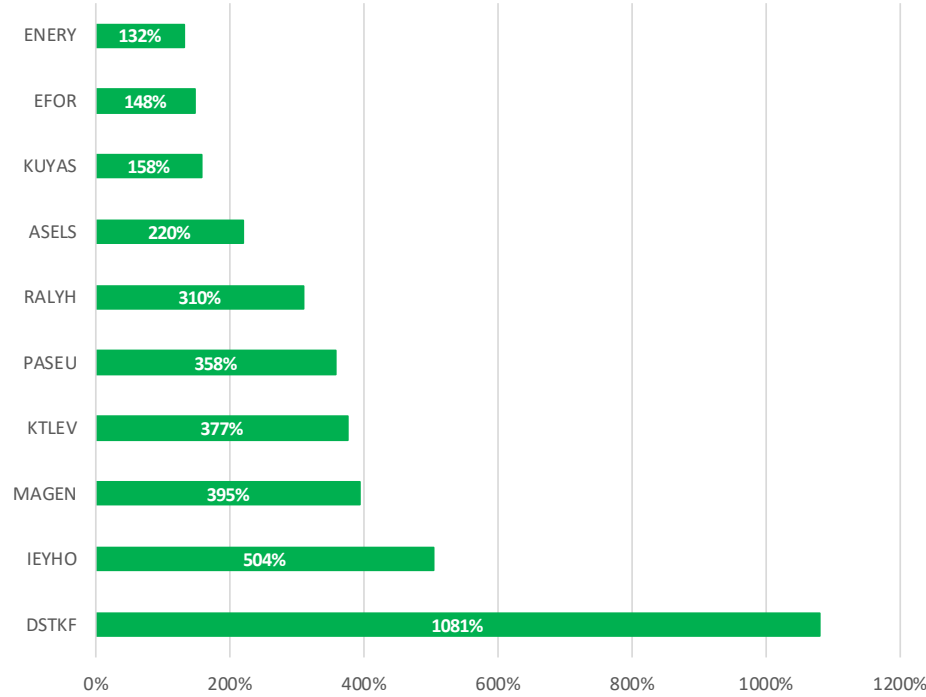
BIST100 endeksi, yıllık TL cinsi performans karşılaştırması, gün bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

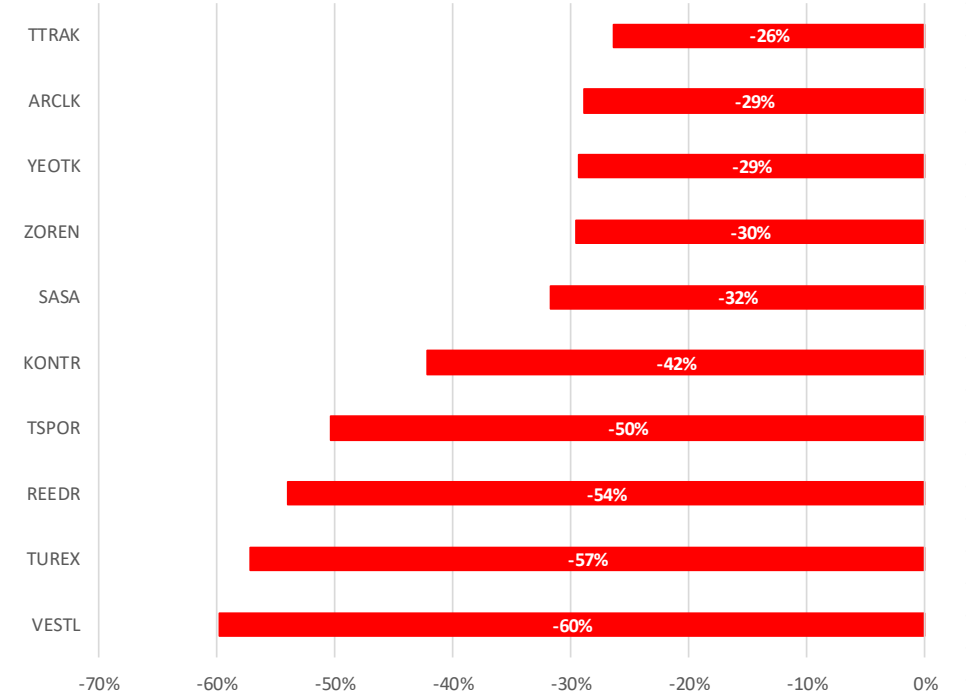
Karşılaştırmalı hisse senedi performansları

BIST 100 endeksinde en iyi performansa sahip 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için yıl kapanışındaki BIST 100 endeksi hisseleri baz alınmıştır. Halka arz hisseleri için halka arz fiyatları baz alınmıştır.

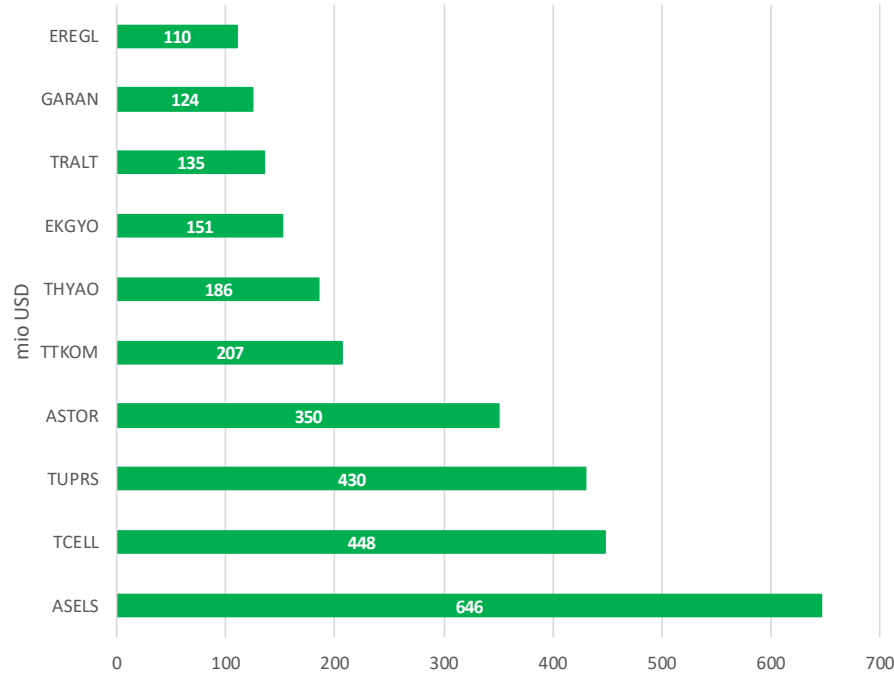
BIST 100 endeksinde en zayıf performansa sahip 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için yıl kapanışındaki BIST 100 endeksi hisseleri baz alınmıştır. Halka arz hisseleri için halka arz fiyatları baz alınmıştır.

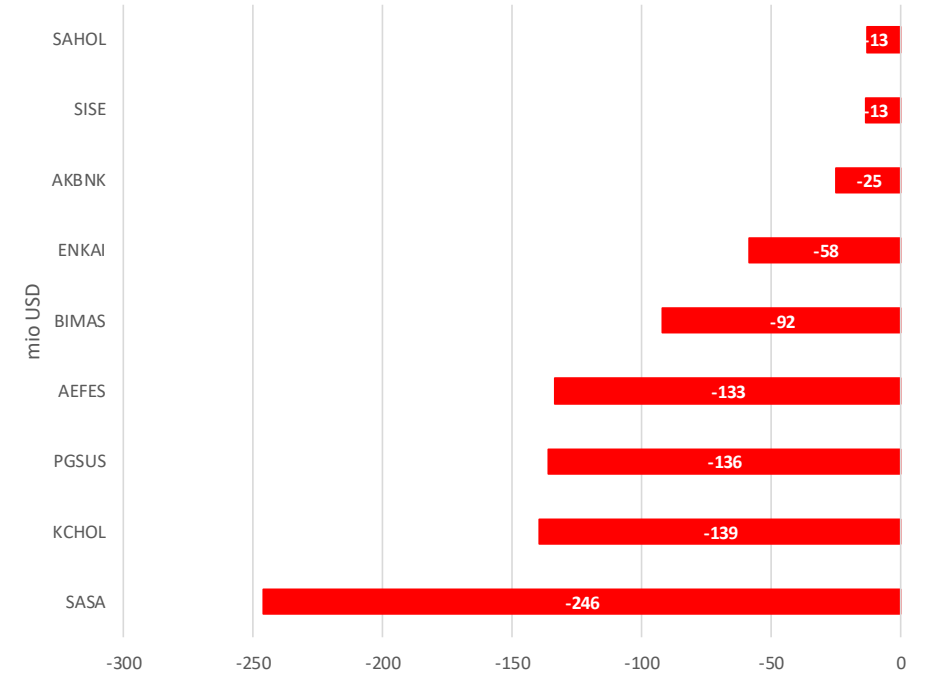
Karşılaştırmalı hisse senedi net yabancı işlemleri

Ocak-Kasım yabancı işlemlerinde net alım pozisyonunda yer alan BIST 30 şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BIST 30 listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

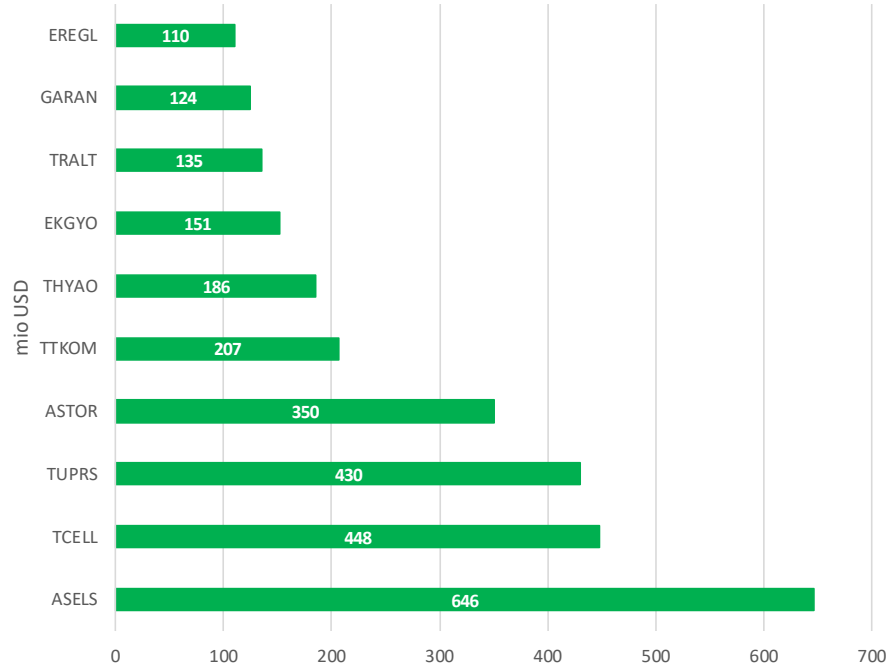
Ocak-Kasım yabancı işlemlerinde net satım pozisyonunda yer alan BIST 30 şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BIST 30 listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

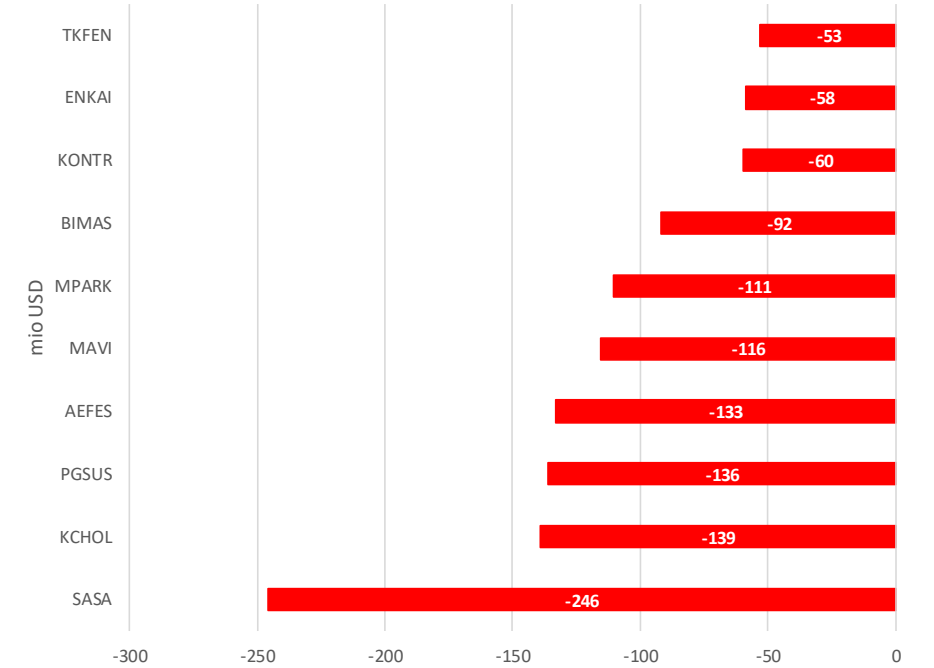
Karşılaştırmalı hisse senedi net yabancı işlemleri

Yıl geneli yabancı işlemlerinde net alım pozisyonunda yer alan BISTTUM şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BISTTUM listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

Yıl geneli yabancı işlemlerinde net satım pozisyonunda yer alan BISTTUM şirketleri, ilk 10

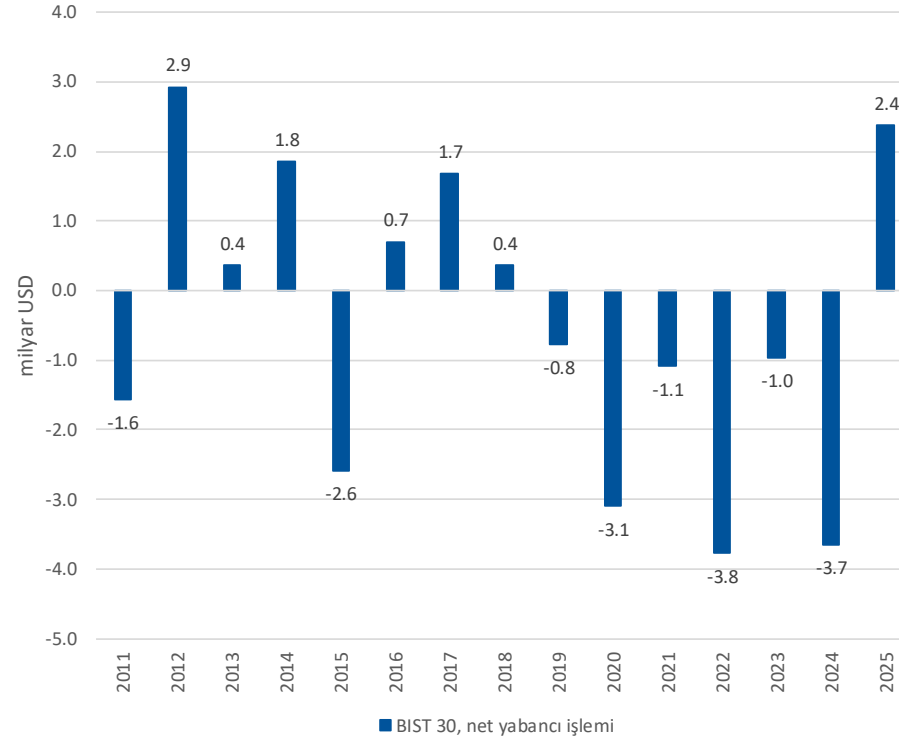


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BISTTUM listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

Karşılaştırmalı hisse senedi net yabancı işlemleri

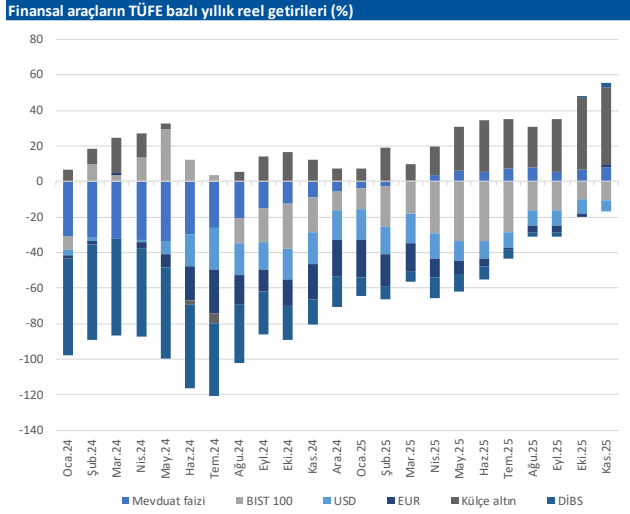
Ocak-Kasım döneminde BIST 30'a nette 2.4 milyar dolar para girişi gerçekleşti ve 2008'den bu yana bir ilk yaşandı. Ancak, para girişinin %79'u 4 hisse (ASELS, TCELL, TUPRS, ASTOR) arasında paylaşıldı. Toplamdan %27 ile en yüksek payı ASELS aldı.

BIST 30 endeksi için yıllık bazda net yabancı işlemleri, toplam

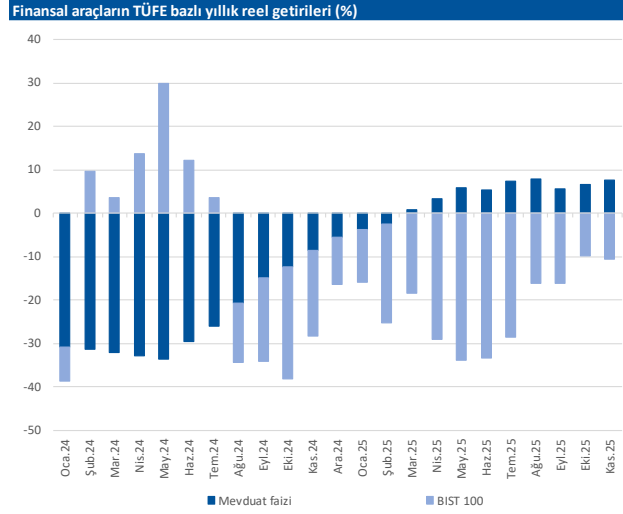


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet
BIST 30 listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

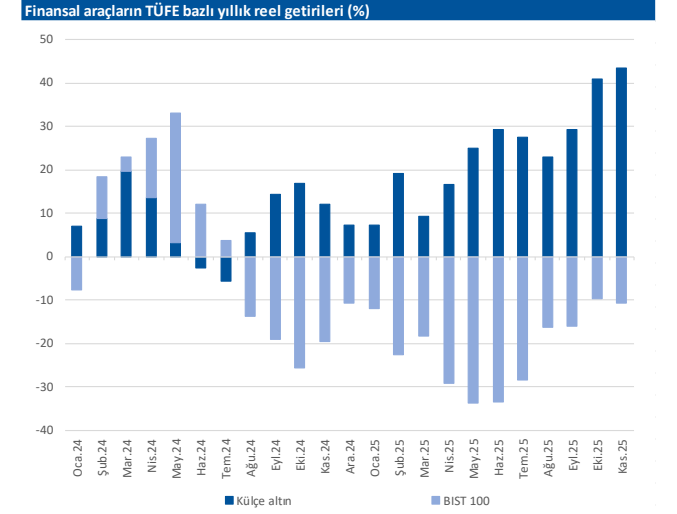
Seçilmiş varlıkların reel getirileri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Karşılaştırmalı varlık grubu performansları

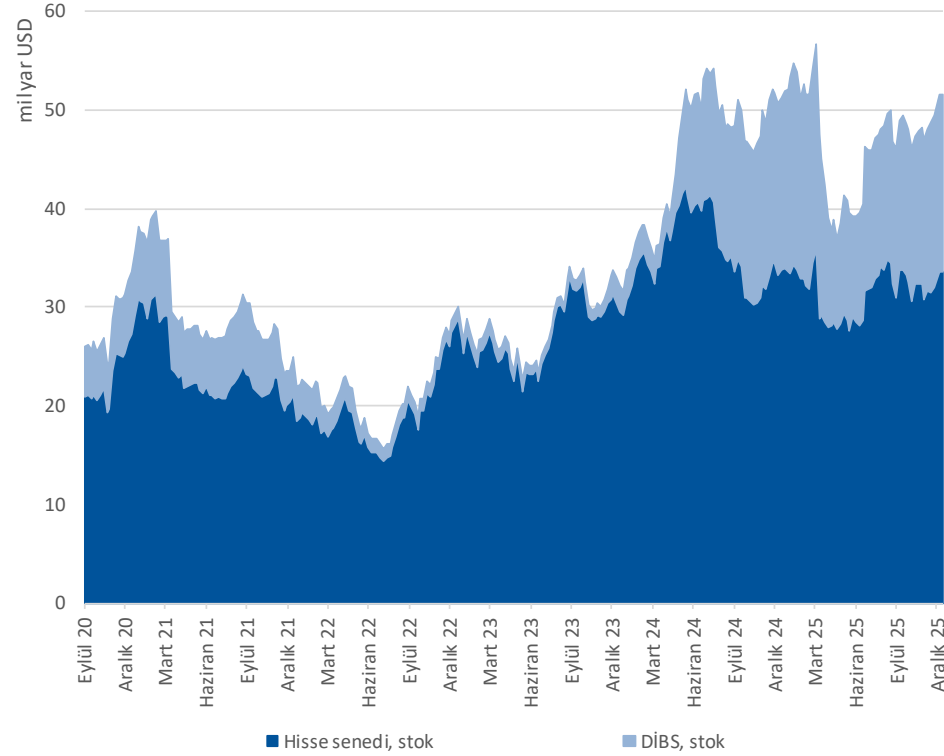
Dönem	BBG emtia endeksi	BBG emtia, değerli metal hariç endeks	BBG sanayi metalleri endeksi	BBG tarım endeksi	BBG enerji endeksi	BBG değerli metaller endeksi
Aralık 24	100	100	100	100	100	100
Ocak 25	104	103	101	104	101	107
Şubat 25	104	103	103	102	106	107
Mart 25	108	106	107	101	110	117
Nisan 25	102	98	100	102	92	120
Mayıs 25	101	97	100	98	92	119
Haziran 25	103	99	106	96	97	121
Temmuz 25	102	98	99	94	99	121
Ağustos 25	104	98	102	98	93	129
Eylül 25	106	97	105	94	93	143
Ekim 25	109	100	110	98	93	148
Kasım 25	112	101	110	99	95	160
Aralık 25	111	97	116	94	86	173
Performans						
Değişim	11%	-3%	16%	-6%	-14%	73%

■ Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri

TR portföy akımı

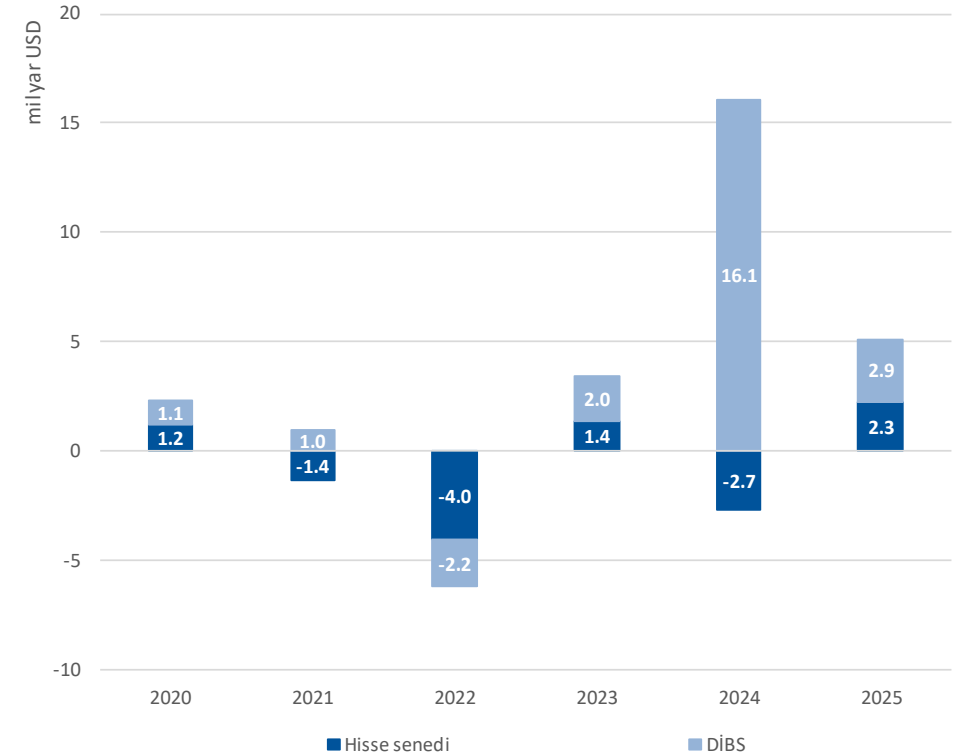
TCMB'nin açıkladığı verilere göre, 26 Aralık haftası itibarıyla, yurt dışı yerleşiklerin yılın genelindeki toplam hisse senedi ve borç senedi pozisyonlanmaları nette +5.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Hisse senetlerinde 2017'den bu yana en yüksek rakama ulaşılırken, borç senetlerinde (DİBS dahil) son 3 yılda toplam pozisyonlanma +22.6 milyar dolar oldu.

Yurt dışı yerleşiklere ait hisse senedi & DİBS stok seyri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Yurt dışı yerleşiklerin net yerel varlık pozisyon değişimleri, yıl bazında

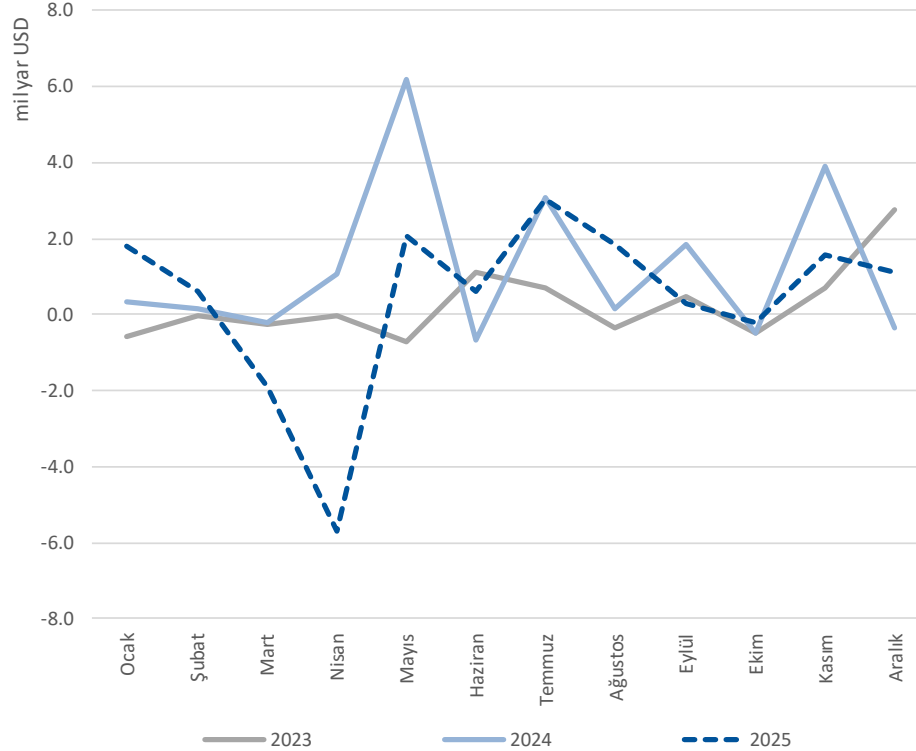


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

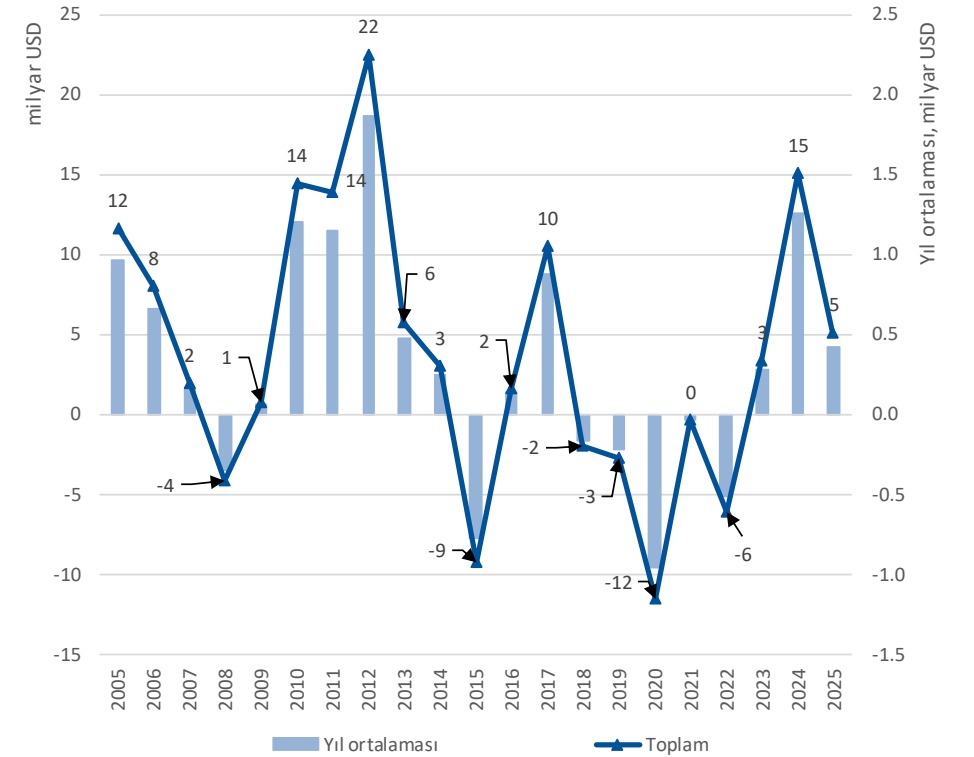
İlk çeyrekteki dalgalanmada 4 hafta içerisinde hisse senedi ve DİBS'ten toplamda 9.5 milyar dolar (-) para çıkışı gerçekleşirken, ilerleyen 35 haftada 9.6 milyar dolar (+) para girişi ile bu çıkış telafi edildi. 7 milyar dolarlık kısım DİBS girişi üzerinden sağlandı.

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri (hisse+DİBS, repo dahil), 2018-2022, aylık dağılım



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri (hisse+DİBS, repo dahil), yıl ortalaması & toplam

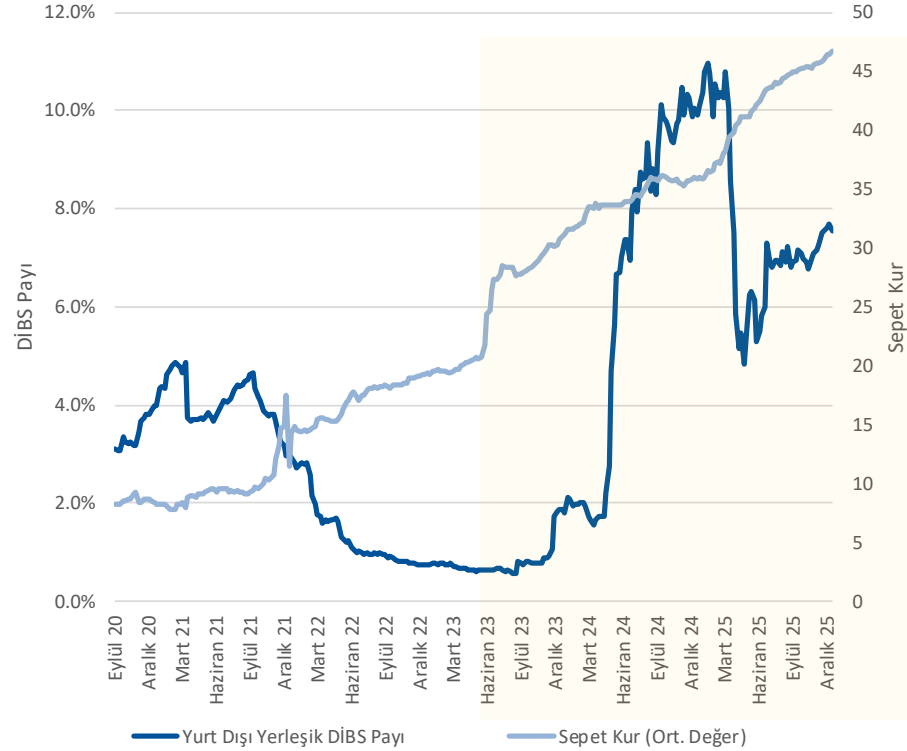


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

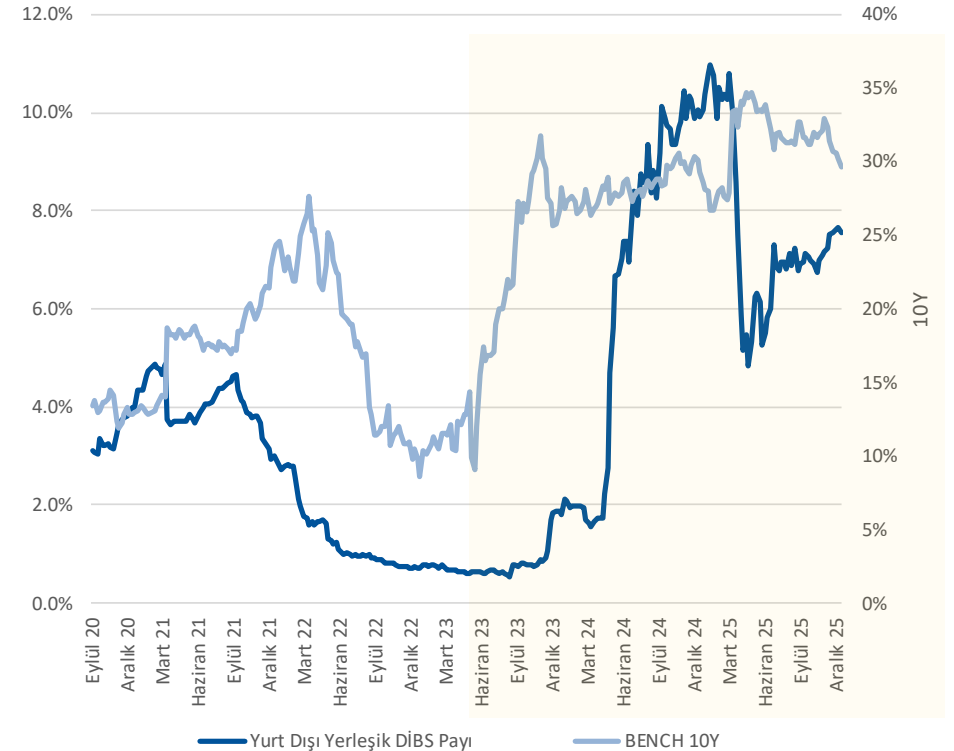
Hesaplamalarımıza göre, yıla %10 seviyesinde başlayan DİBS yabancı payı %7.6'da oluşuyor. 2026'da, uzun vadeli faizlerde düşüş beklentisi yabancı yatırımcı nezdinde son dönemde olduğu üzere satın alınır ise bu oranın yükselişini bekleriz.

Yurt dışı yerleşik DİBS payı, sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

Yurt dışı yerleşik DİBS payı, TR 10y

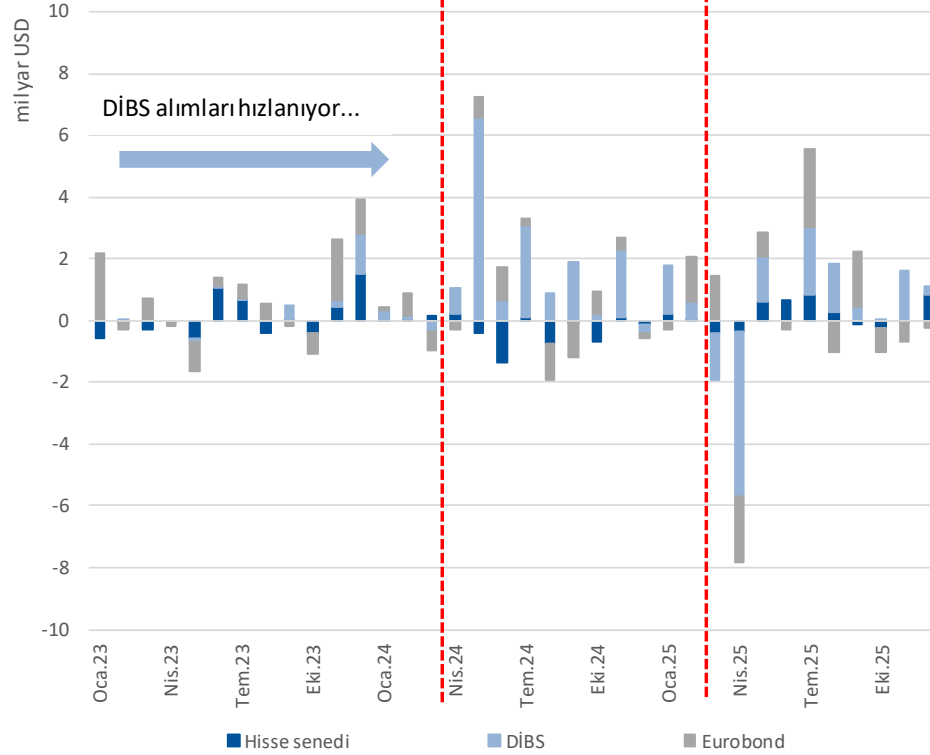


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

TR portföy akımı

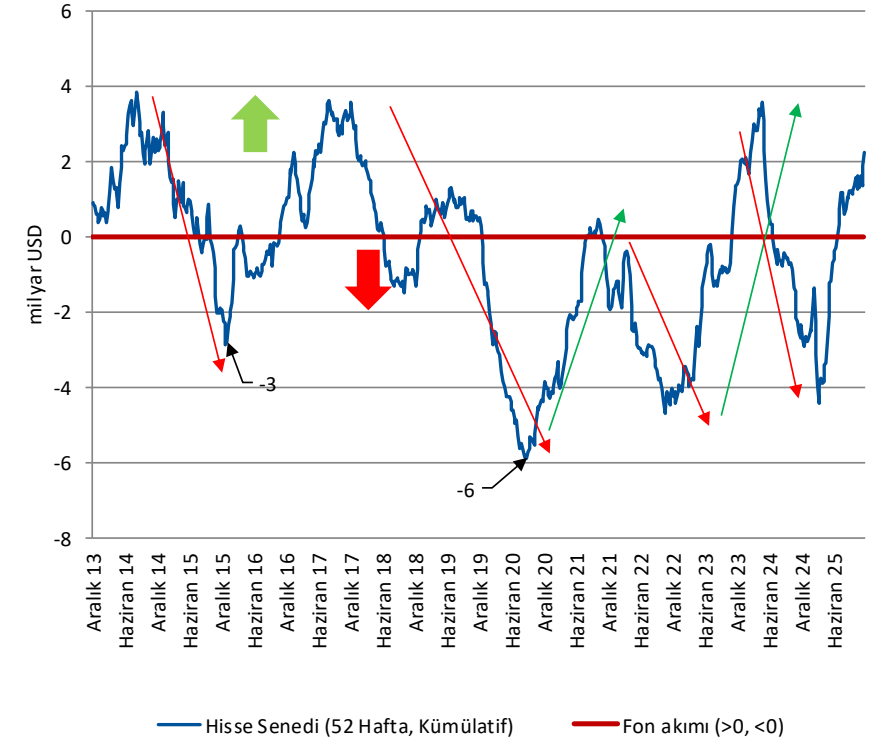
Hisse senetlerine yavaş momentumda ilgi söz konusu. Yılın son döneminde hareketlilik arttı.

Yurt dışı yerleşiklerin net yerel varlık pozisyon değişimleri, ay bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yurtdışı yerleşik kişi hareketleri, hisse senedi, 52 hafta kümülatif

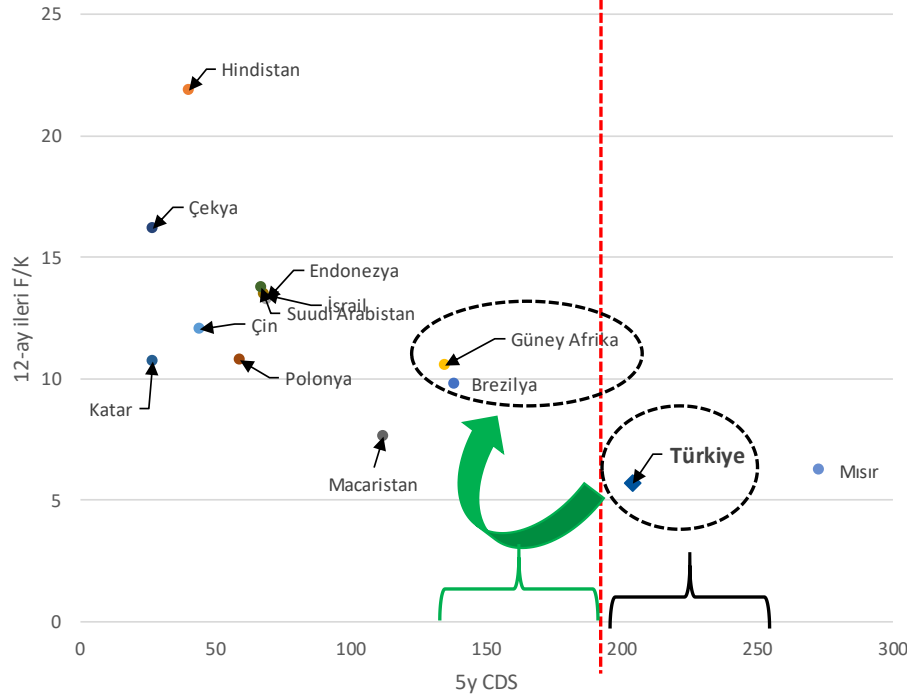


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

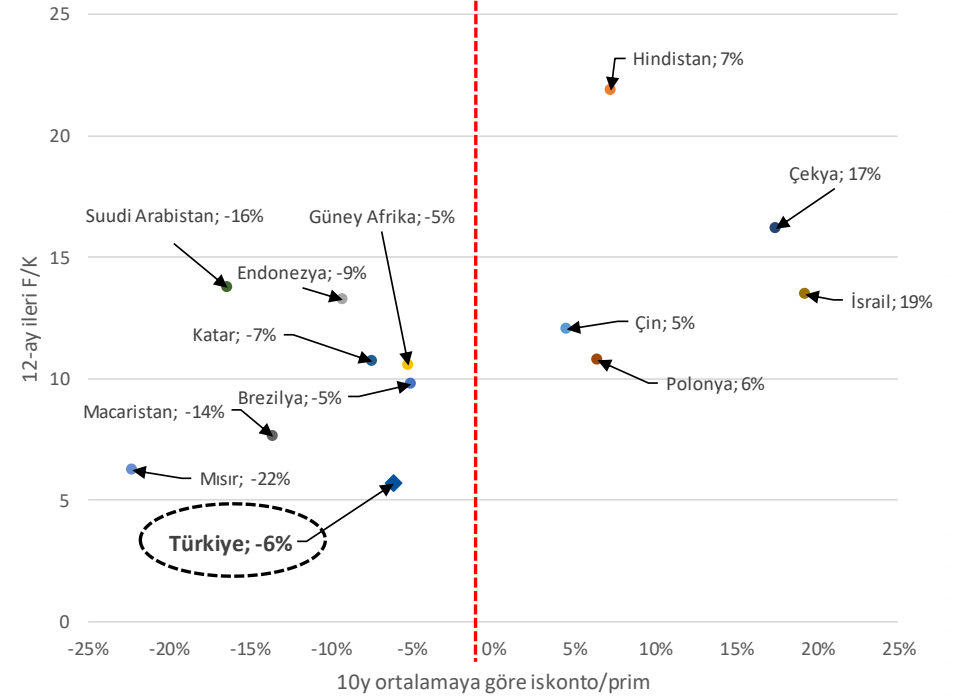
Raporumuzun buraya kadar olan farklı kısımlarında birçok kez değindiğimiz üzere, CDS için 2026 patikasını <200bp ve Brezilya+Güney Afrika bölgesine yaklaşım olarak belirledik. Çarpan olarak Türk hisse senetleri kendi 10y vadeli ortalamasına %6 iskonto ile işlem görürken, emsallerine kıyasla ise %53 yükseliş potansiyeli barındırıyor.

Seçilmiş GOÜ için CDS ve 12-ay ileri F/K değerleri



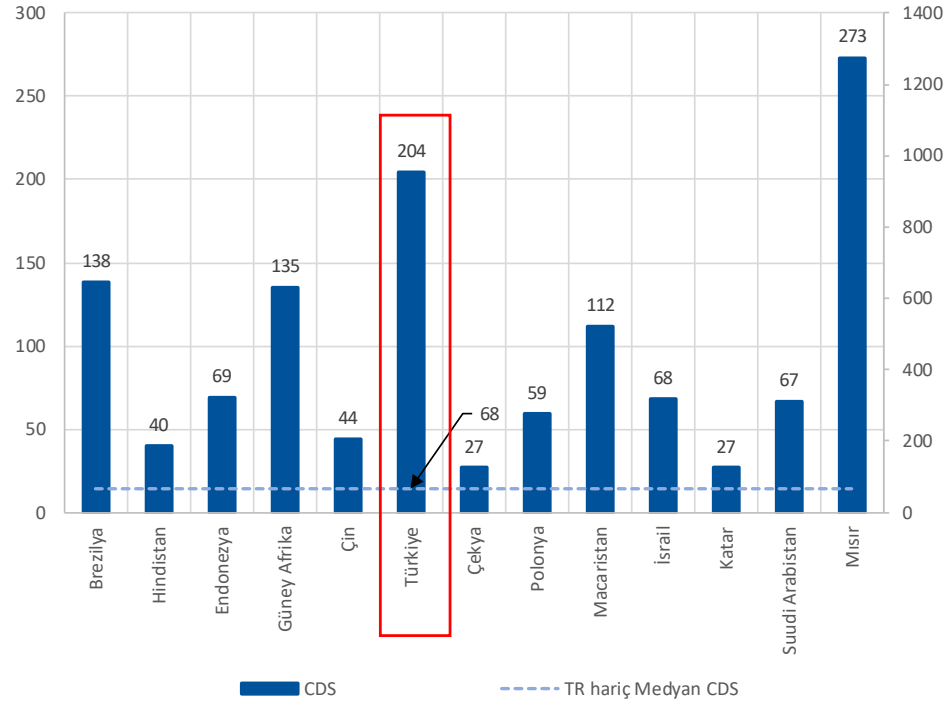
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ için 12-ay ileri F/K ve 10y ortalamaya göre iskonto/prim değerleri



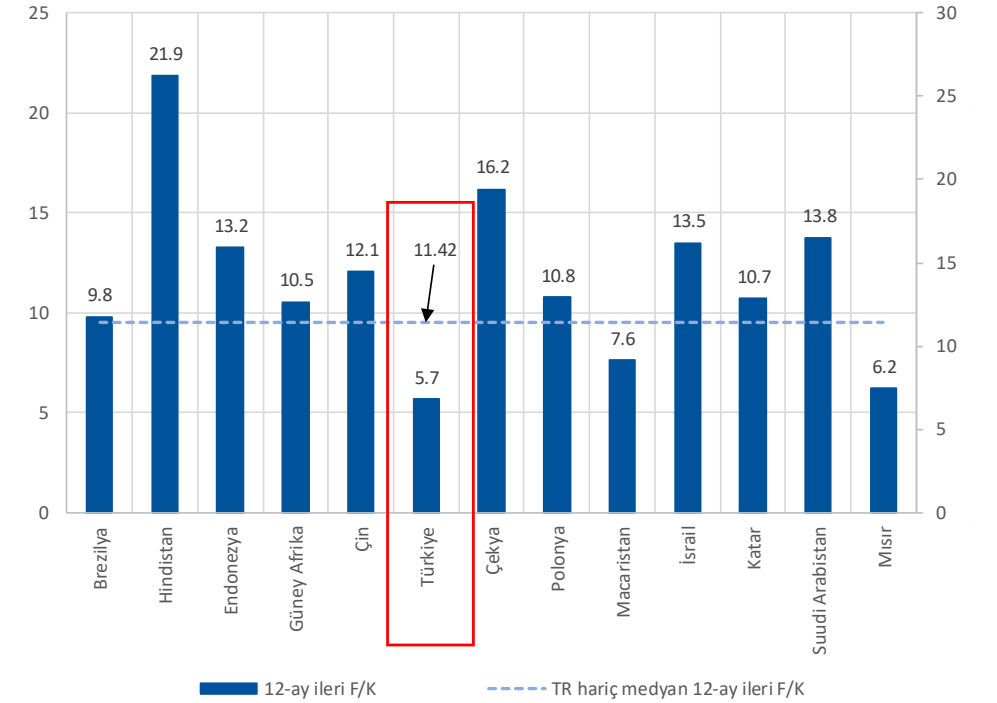
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için CDS



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için 12-ay ileri F/K

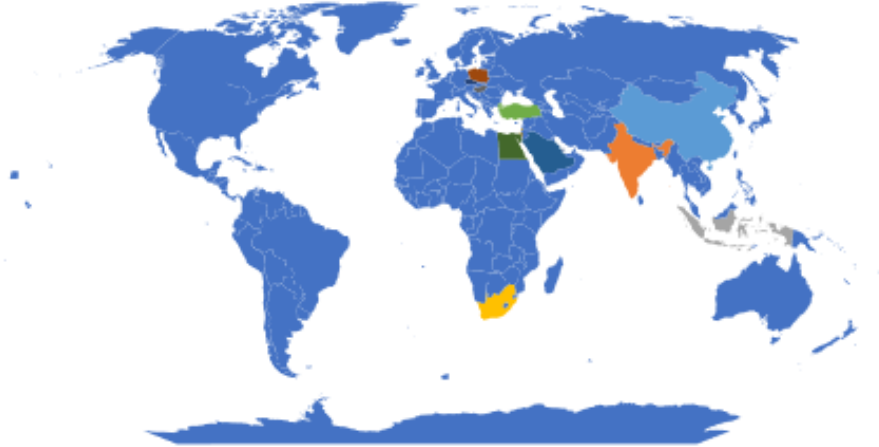


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için CDS haritası

■ 138 ■ 40 ■ 69 ■ 135 ■ 44 ■ 204 ■ 27 ■ 59 ■ 112 ■ 68 ■ 67 ■ 273



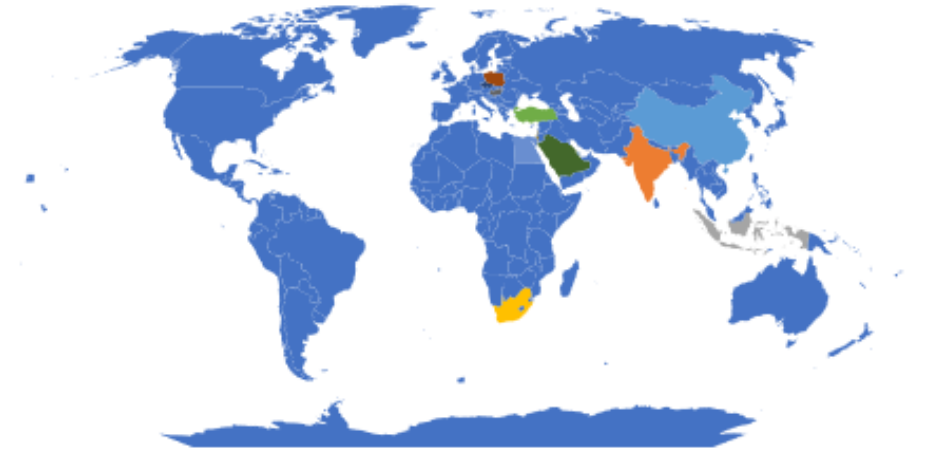
Powered by Bing
© Australian Bureau of Statistics, GeoNames, Microsoft, NavInfo, Open Places, OpenStreetMap, TomTom, Zein

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için 12-ay ileri F/K haritası

■ 9.80 ■ 21.87 ■ 13.25 ■ 10.55 ■ 12.06 ■ 5.69 ■ 16.19

■ 10.77 ■ 7.64 ■ 13.50 ■ 10.71 ■ 13.77 ■ 6.24



Powered by Bing
© Australian Bureau of Statistics, GeoNames, Microsoft, NavInfo, Open Places, OpenStreetMap, TomTom, Zein

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

- 2025 Strateji Raporumuzda, Türk hisse senetlerinin değerlemeleri ve gelecek dönem beklentilerimize yönelik şu değerlendirmede bulunmuştuk: **«Ülke risk priminin (5y USD CDS) yıl içerisinde 200bp bölgesine doğru geri çekilmesini bekliyoruz. Bu, aynı zamanda Türk hisse senetleri için de 12A vadede beklenen F/K fiyatlaması açısından Mısır, Brezilya ve Güney Afrika ile aynı potaya girmesine imkan tanıyacak bir gelişme olacaktır ki orta vadede %20-30 arası primlenme potansiyelinin potada yer aldığı anlamına gelmekte. Ülke kredi notlarına dair süreçte bilhassa yılın ikinci yarısını kritik önemde gördüğümüzden, genel risk iştahı cephesinden de aynı dönemi potansiyel olarak değerlendiriyoruz. Yol kazası yaşanmaması durumunda 2025'ten ziyade 2026'nın Türk lirası cinsinden değerlendirilen varlıklarda «muazzam» fırsatlar barındırma potansiyeli taşıdığı kanaatindeyiz.»**
- **Gelinen noktada haklı-haksız çıkma payımızı ölçmek kolay değil.** Makro taraftaki toparlanmaya hisse senetlerindeki fiyatlamaların eşlik etmekte ne denli zorlandığından birçok kez bahsettik. Ülke risk primindeki azalışı önemsiyoruz. Yıl içerisinde tahvil faizleri ve kademeli şekilde mevduat faizlerindeki gerilemenin bir noktanın ardından yeniden fiyatlama kapısını açacağını, açması gerektiğini düşünmeye temel analiz kapsamında inanmaya devam ediyoruz.
- **Mayıs 2023 sonrasındaki hızlı toparlanma ortalamalara yaklaşmamıza imkan tanıdı, ancak...** Türk hisse senetlerinin son 10 yılda barındırdığı yüksek iskonto, kısmen kapandı. İleri vadede beklenen F/K rasyosu üzerinden yaptığımız hesaplama, çok yüksek oranda 10y vadeli tarihi ortalamamıza yaklaştığımızı gösteriyor. Ancak, emsal olarak kabul ettiğimiz grup ile aramızdaki ucuzluk makası (10y ortalamada) %50'li seviyelerde. Bu oran, bankacılık sektörü üzerinden baktığımızda F/K cephesinde %25-30 aralığında iskonto barındırırken, F/DD nezdinde ise hızlı geri dönüş etkisini yansıtmaması ile %30 düzeyinde prime işaret ediyor.
- **Çarpanlar önemli, ama...** Geride kalan 2 yılda devreye alınan Enflasyon Muhasebesi (EM) uygulaması nedeniyle çarpanları tarihsel ortalamalarla kendi içerisinde kıyaslamak eskisi kadar sağlıklı sonuçlar vermiyor. Bu nedenle, sektör-şirket özelinde spesifik şekilde beklentilere ve toparlanma sürecine odaklanmak bize çok daha mantıklı ve doğru geliyor.
- **Değerlendirmemiz:** Nette Türk hisse senetleri 2025'i TL bazında sınırlı primle tamamlamış olsa da alternatif getirilerin kurduğu baskı karşısında ciddi anlamda zorlandı. Ayrıca, makro taraftaki toparlanma, risk primi azalışı ve kredi notu gelişmelerinin beklendiği zamanlama ile satın alınmadığı bir ortamı karşımıza çıkardı. Bunun, büyük oranda, Mayıs 2023 sonrası dönemdeki önden satın alma kaynaklı olduğunu değerlendiriyoruz. Sanayi kesimindeki zorlanma ise açıklanan finansallar ve ilk etapta EM uygulamasının hala daha kimi yatırımcı grupları nezdinde tam olarak anlaşılabilmesi kaynaklı. 2026'da kademeli şekilde alternatif getiri arayışında çeşitlenme ve hisse senetlerine olan ilginin artacağını değerlendiriyoruz. Bu süreçte yol gösterici konumda izleyeceklerimiz; enflasyon seyri, faiz düzeyi, ana belirleyici olan yerlilerin tercihleri ve likidite koşulları olacak.

■ Kredi notu & CDS | TR-GOÜ

Kredi notu & CDS

Takip edilen 3 kredi derecelendirme şirketi nezdinde aynı not seviyeleri ve görünümlere gelmiş durumdayız. «Durağan» görünümlerin, enflasyondaki seyir ile birlikte revizesini ve not artışı ihtimalini tam olarak göz ardı etmiyoruz. Yılın ikinci yarısında takip edeceğiz.

Kredi notu değerlendirme sınıfları-uzun dönem (Long Term)

		S&P	Moody's	Fitch
	Not seviyesinin tanımlaması	Durağan	Durağan	Durağan
Yatırım yapılabilir (Investment Grade)	En yüksek derece (Prime)	AAA	Aaa	AAA
	Yüksek derece (High Grade)	AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
	Orta yüksek derece (Upper medium Grade)	A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
	Orta düşük derece (Lower Medium Grade)	BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
		BBB-	Baa3	BBB-
Önemsiz (Junk)	Yatırım yapılamaz-spekülatif (Non investment Grade Speculative)	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
	Yüksek spekülatif (Highly Speculative)	B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
	Yüksek riskli (Very High Risk)	CCC+	Caa1	CCC
		CCC	Caa2	
		CCC-	Caa3	
	İflasa yakın (Very near to default)	CC	Ca	CC
		C		C
		C		C
	İflas (In default)	SD/D	C	RD/D

Türkiye'nin kredi notu seviyesini ifade etmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kurumlar

İflas seviyeleri kurumlar arasında tanımlamada ve karşılıklı denk gelmede farklılık gösterebilmektedir. (C sınıfı notlarda)

Kredi notu & CDS

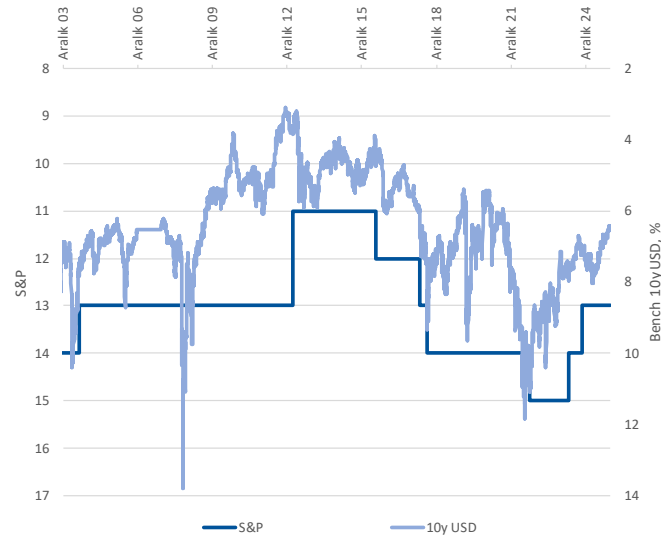
Türkiye ve seçilmiş GOÜ üyelerine ait kredi notu, CDS kapanışları ve değişimler

Seçilmiş Ülkeler	S&P	Moody's	Fitch	*CDS (5Y, USD, bp)	CDS, 2024	Değişim
Türkiye	BB-	Ba3	BB-	204	263	-59
Güney Afrika	BB	Ba2	BB-	135	193	-58
Brezilya	BB	Ba1	BB	138	216	-78
Hindistan	BBB	Baa3	BBB-	40	48	-8
Endonezya	BBB	Baa2	BBB	69	79	-10

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

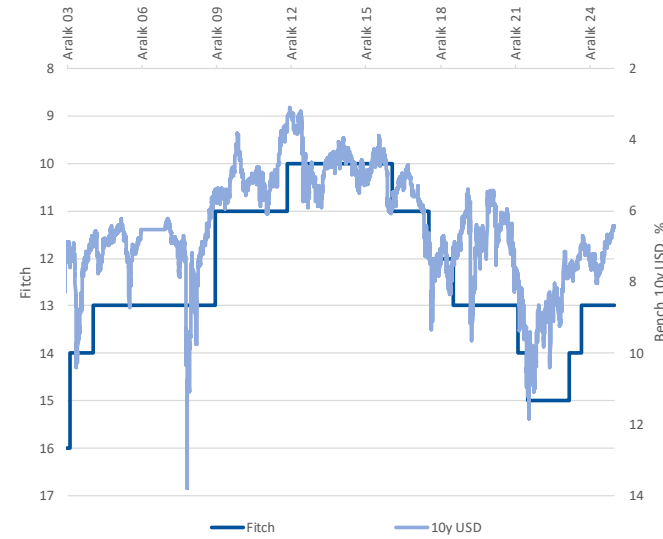
*CDS değerleri yıl kapanışlarına aittir.

Türkiye, kredi notu dağılımı & Bench 10y USD



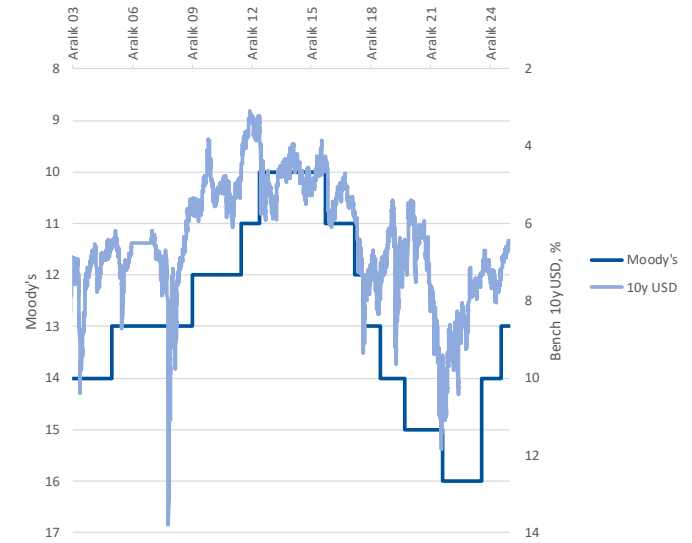
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, kredi derecelendirme kuruluşları
S&P için 8-17 arası sırasıyla; BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+
Seriler ters çevrilmiştir.

Türkiye, kredi notu dağılımı & Bench 10y USD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, kredi derecelendirme kuruluşları
Fitch için 8-17 arası sırasıyla; BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+
Seriler ters çevrilmiştir.

Türkiye, kredi notu dağılımı & Bench 10y USD



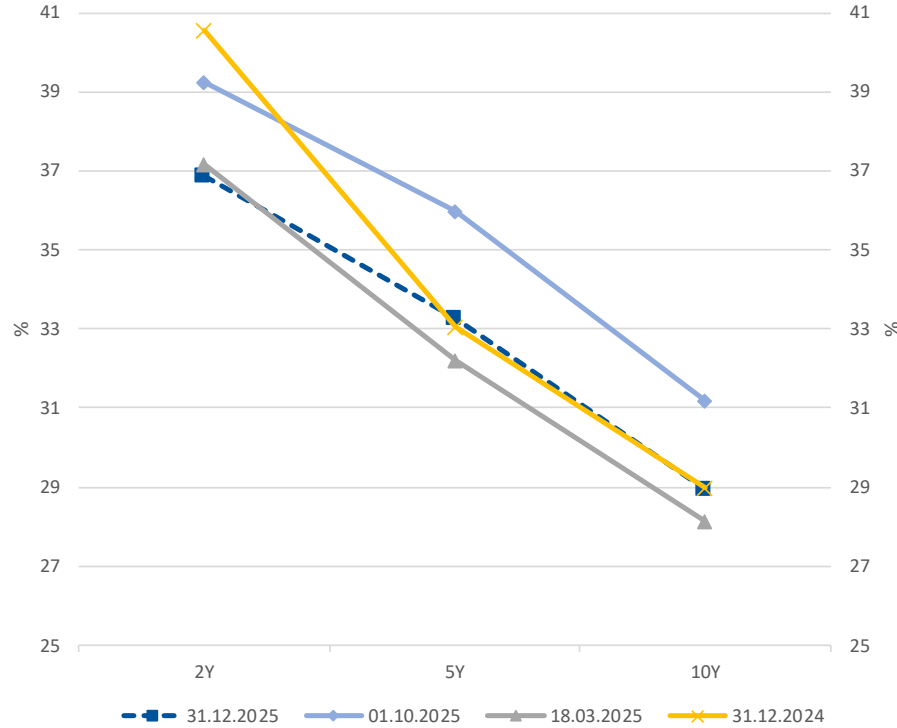
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, kredi derecelendirme kuruluşları
Moody's için 8-17 arası sırasıyla; Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1
Seriler ters çevrilmiştir.

■ Faiz

Faiz

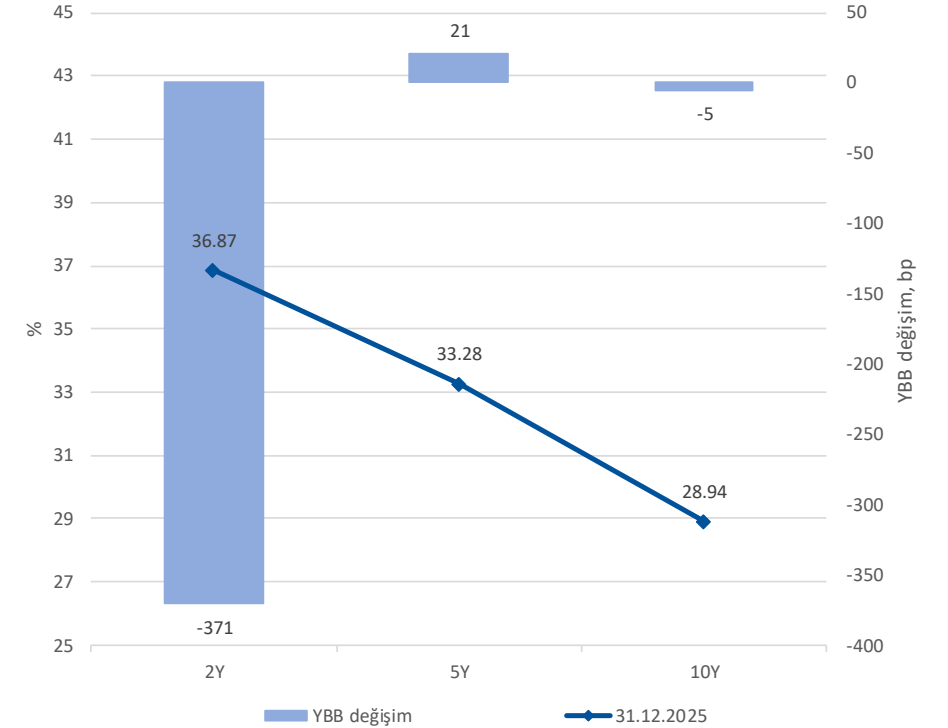
Getiri eğrisinde kısa-uzun vade ayrışması belirginleşti. Yılın son dönemecinde uzun vadeli tahvillere talep gözlense de yıllık değişimde kısa tarafın para politikasına olan yüksek bağımlılığı çok daha etkili çalıştı. 2026'nın en önemli hikayelerinden birisinin uzun vadeli faizlerin seyri olduğu kanaatindeyiz. Enflasyondaki ikna süreci ile birlikte tüm varlık fiyatlamaları açısından kritik dönemeç.

Seçilmiş vadelerde tahvil faizleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş vadelerde tahvil faizleri ve değişimler

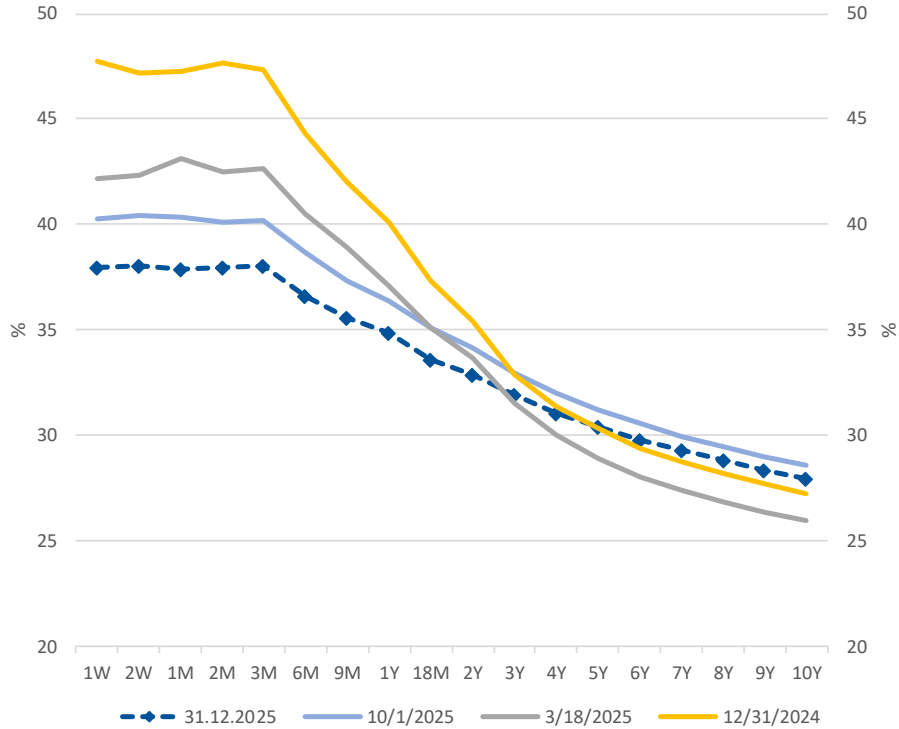


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

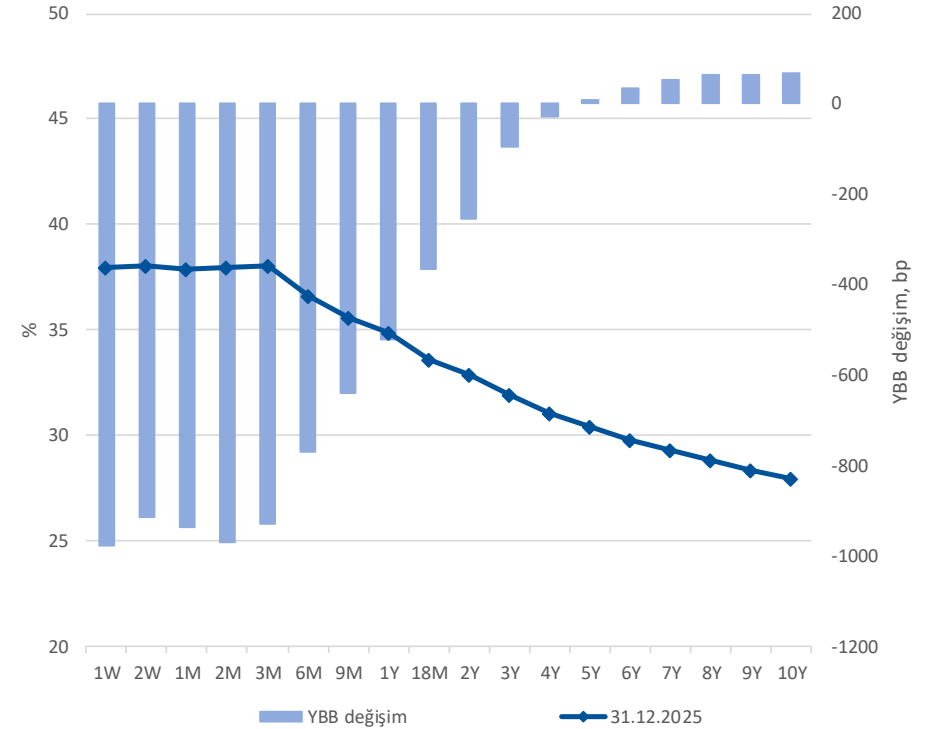
Beklentiler ve politika faizindeki indirim süreci ile birlikte, kısa vadeli faizler geriledi.

OIS eğrisi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

OIS eğrisi: vade ve değişimler

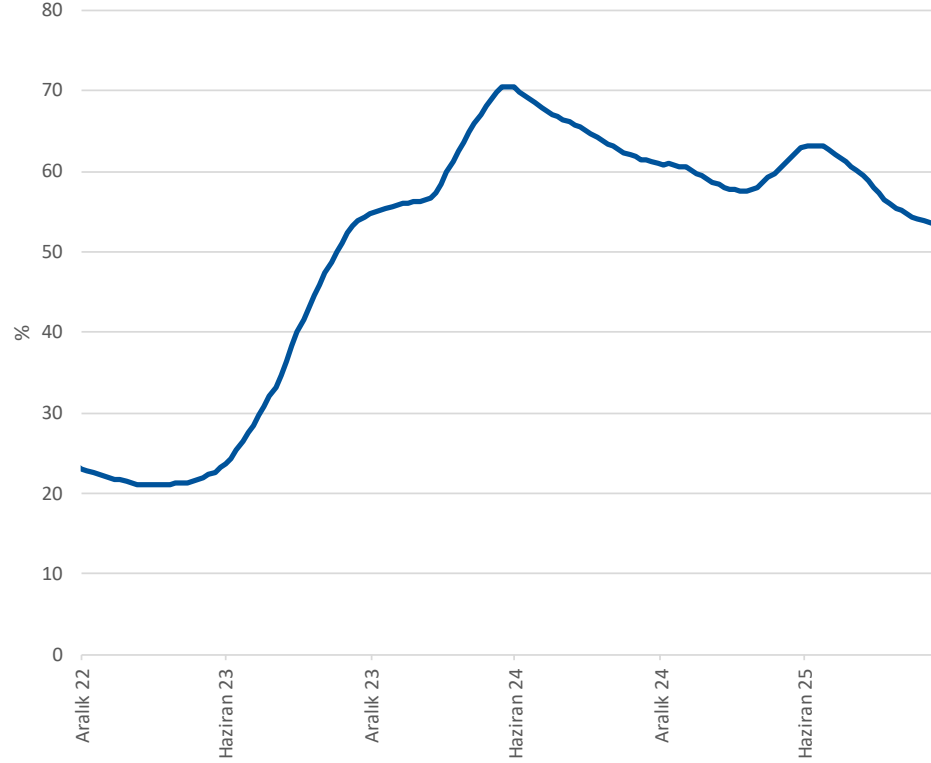


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

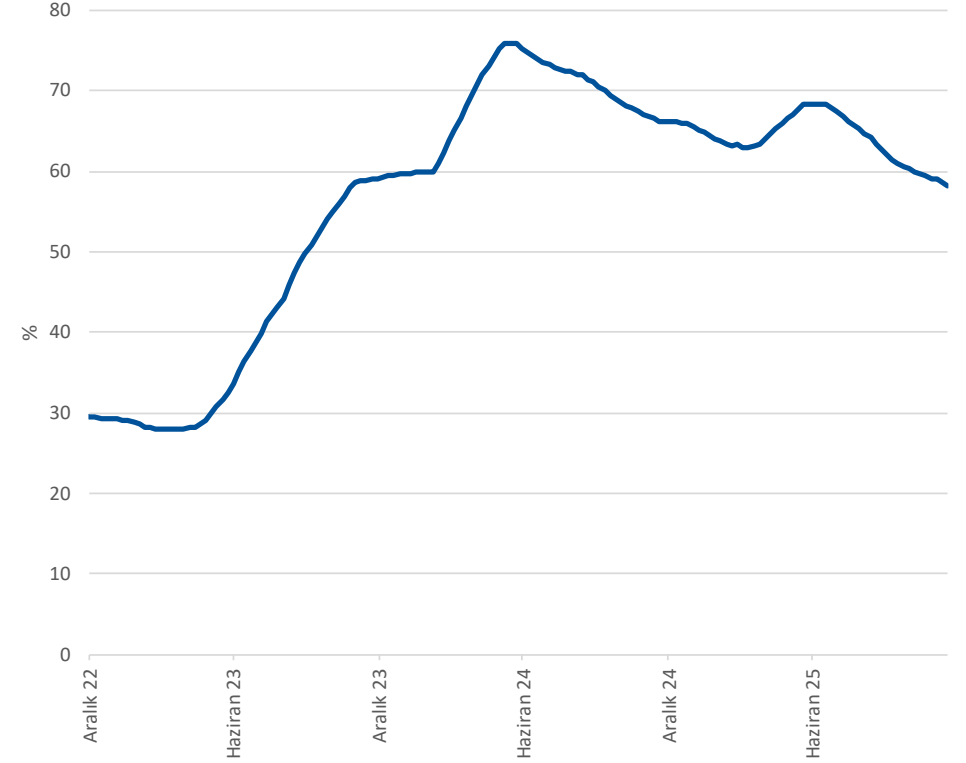
Politika faizindeki indirimlerle birlikte kredi faizleri yıl başlangıcına kıyasla 10 puan gevşedi.

Tüketici+ticari kredi faizleri ortalaması, 13 hafta basit h.o.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Tüketici, ihtiyaç+taşıt+konut kredi faizleri, 13 hafta basit h.o.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Faiz

Kredi faizlerinin çeyrek dönem değişimleri.

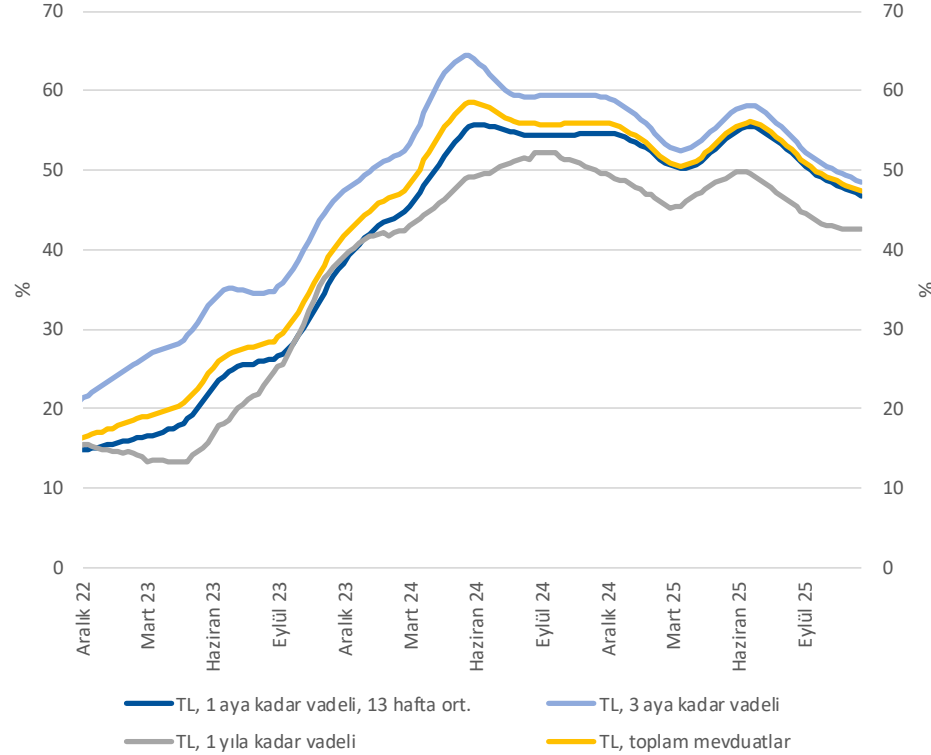
Kredi	31.12.2024	31.03.2025	30.06.2025	30.09.2025	19.12.2025
İhtiyaç	70.08%	72.45%	69.12%	58.15%	56.83%
İhtiyaç, KMH dahil	73.87%	73.22%	72.82%	65.19%	60.88%
Taşıt	38.90%	39.12%	42.81%	39.82%	33.24%
Konut	40.87%	38.79%	43.23%	38.12%	37.21%
Ticari	59.63%	60.40%	61.02%	52.85%	51.11%
Ticari, KMH+kredi kartı hariç	55.58%	54.74%	57.86%	47.56%	46.92%
Tüketici, ihtiyaç+taşıt+konut	65.10%	66.50%	66.13%	55.97%	54.59%
Tüketici+Ticari, ort.	60.34%	60.62%	62.00%	51.77%	50.76%
Kredi, 13 hafta ort.	31.12.2024	31.03.2025	30.06.2025	30.09.2025	19.12.2025
İhtiyaç	70.28%	66.26%	71.61%	65.22%	61.23%
Taşıt	43.07%	43.11%	44.99%	42.60%	35.65%
Konut	41.27%	40.01%	41.76%	40.56%	37.80%
Ticari, KMH+kredi kartı hariç	55.66%	52.09%	57.82%	51.80%	47.41%
Tüketici, ihtiyaç+taşıt+konut	66.08%	63.27%	68.29%	62.66%	58.27%
Tüketici+Ticari, ort.	60.87%	57.68%	63.06%	57.23%	52.84%
Kredi	31.12.2024	31.03.2025	30.06.2025	30.09.2025	19.12.2025
İhtiyaç		2.4 puan	-3.3 puan	-11 puan	-1.3 puan
İhtiyaç, KMH dahil		-0.7 puan	-0.4 puan	-7.6 puan	-4.3 puan
Taşıt		0.2 puan	3.7 puan	-3 puan	-6.6 puan
Konut		-2.1 puan	4.4 puan	-5.1 puan	-0.9 puan
Ticari		0.8 puan	0.6 puan	-8.2 puan	-1.7 puan
Ticari, KMH+kredi kartı hariç		-0.8 puan	3.1 puan	-10.3 puan	-0.6 puan
Tüketici, ihtiyaç+taşıt+konut		1.4 puan	-0.4 puan	-10.2 puan	-1.4 puan
Tüketici+Ticari, ort.		0.3 puan	1.4 puan	-10.2 puan	-1 puan
Kredi, 13 hafta ort.	31.12.2024	31.03.2025	30.06.2025	30.09.2025	19.12.2025
İhtiyaç		-4 puan	5.4 puan	-6.4 puan	-4 puan
Taşıt		0 puan	1.9 puan	-2.4 puan	-7 puan
Konut		-1.3 puan	1.7 puan	-1.2 puan	-2.8 puan
Ticari, KMH+kredi kartı hariç		-3.6 puan	5.7 puan	-6 puan	-4.4 puan
Tüketici, ihtiyaç+taşıt+konut		-2.8 puan	5 puan	-5.6 puan	-4.4 puan
Tüketici+Ticari, ort.		-3.2 puan	5.4 puan	-5.8 puan	-4.4 puan

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Faiz

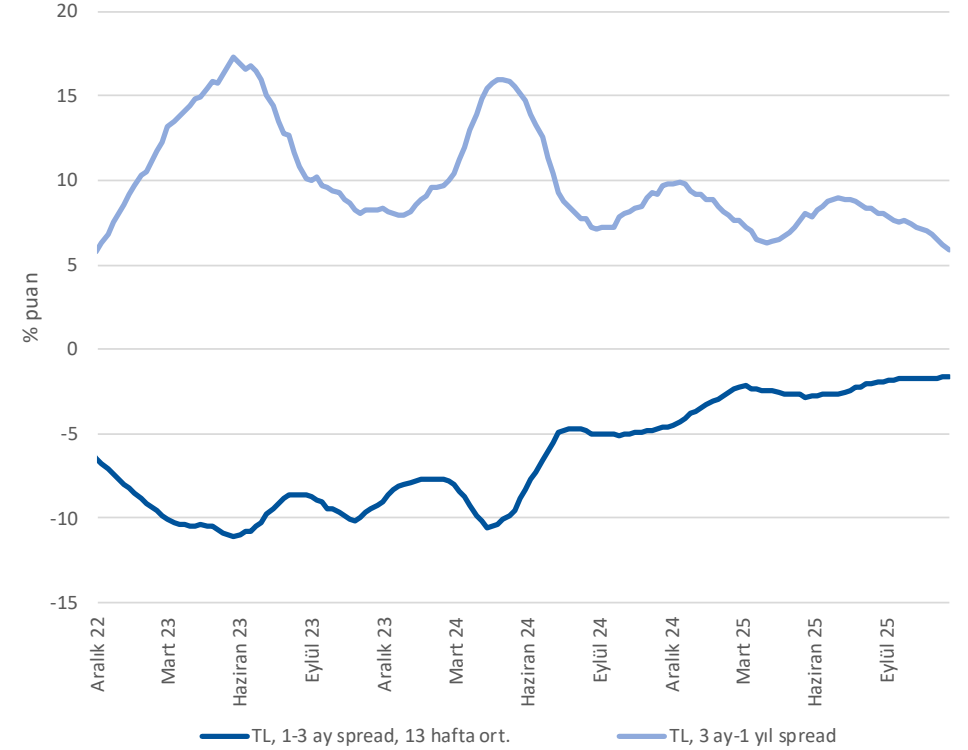
Mevduat faizlerindeki gerileme kredilere kıyasla fiyatlama kaynaklı daha hızlı.

TL mevduat faizleri, 13 hafta ortalamalar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TL mevduat faizleri, 13 hafta ortalamalar

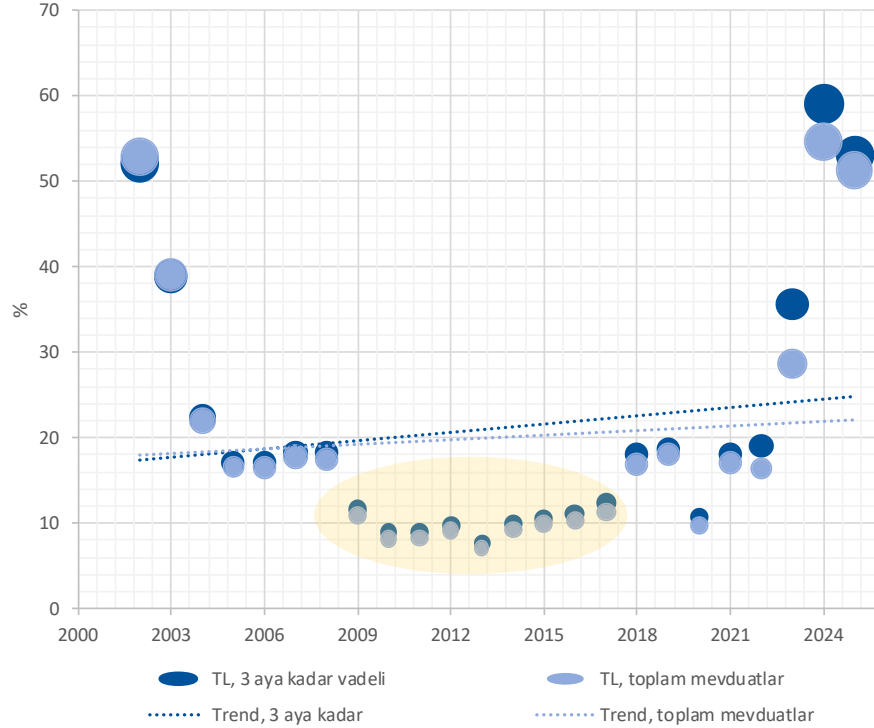


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Faiz

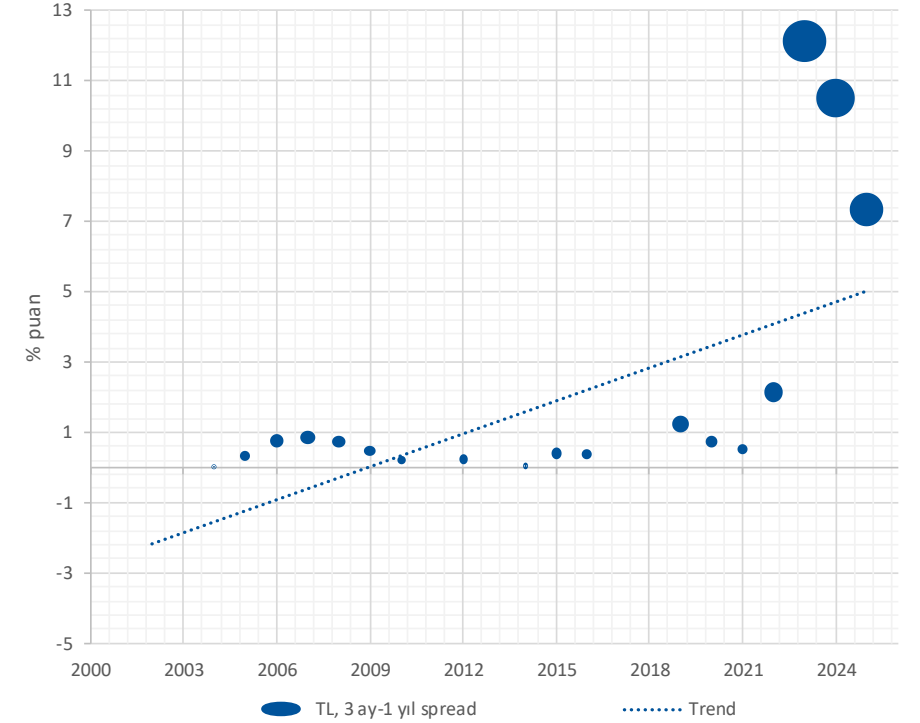
Enflasyondaki düşüş hızı ve beklentilerin daha kuvvetli çıpılanması ile fonlama maliyetleri gerilemesi daha makul seviyelere gelebilir; ancak, bir süre daha yüksek çift hane enflasyon kaynaklı çıktılar bizimle olacak. Dezenflasyon sürecinin önemi ve devamlılığı burada öne çıkıyor: uzun vadeli fiyatlama ve fonlama kalitesi ve kabiliyetinin artışı.

Yıllar itibarıyla ortalama mevduat faizi oranları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yıllar itibarıyla ortalama 3 ay-1 yıl mevduat faizi spreadleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ Reel faiz

Reel faiz

İlk kez 2024'te paylaştığımız bu tabloyu 2026 raporumuzda da devam ettirmek istedik. Enflasyonun aylık artış hızında yavaşlama olacağı ve politika faizinin kademeli gerileyeceği senaryoda reel faiz düzeyinin de yıl ortalamasında gerileyeceğini ve portföy çeşitlendirmesi düşüncesini destekleyeceğini değerlendiriyoruz.

Reel faiz (%)	Türkiye	Güney Afrika	Brezilya	Hindistan	Endonezya	Rusya	TR hariç grup ortalaması	Türkiye-grup ortalaması
2014-2017 ort.	0.41	0.72	5.29	2.00	1.37	1.59	2.19	-1.78
2018 ort.	1.52	1.99	2.88	2.29	1.85	4.50	2.70	-1.18
2019 ort.	5.16	2.54	2.33	1.92	2.63	2.72	2.43	2.73
2020 ort.	-1.75	1.08	-0.33	-2.37	2.21	1.50	0.42	-2.17
2021 ort.	-1.61	-1.07	-3.76	-1.10	1.92	-0.64	-0.93	-0.68
2022 ort.	-59.02	-1.75	3.22	-1.72	-0.21	-1.80	-0.11	-58.91
2023 ort.	-35.12	1.91	8.69	0.80	2.01	4.70	3.35	-38.47
2024 ort.	-11.03	3.55	6.64	1.60	3.72	9.58	3.88	-14.91
2025 ort.	8.47	2.81	10.05	0.71	2.97	10.37	4.14	4.34
Uzun dönem ort.	-12.68	1.12	3.12	0.43	1.94	2.77	1.74	-14.42

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel faiz hesaplaması için ülkelerin resmi politika faizlerinden tüketici fiyatı seviyeleri çıkarılmıştır.

Türkiye için politika faizi ortalaması olarak AOFM kullanılmıştır.

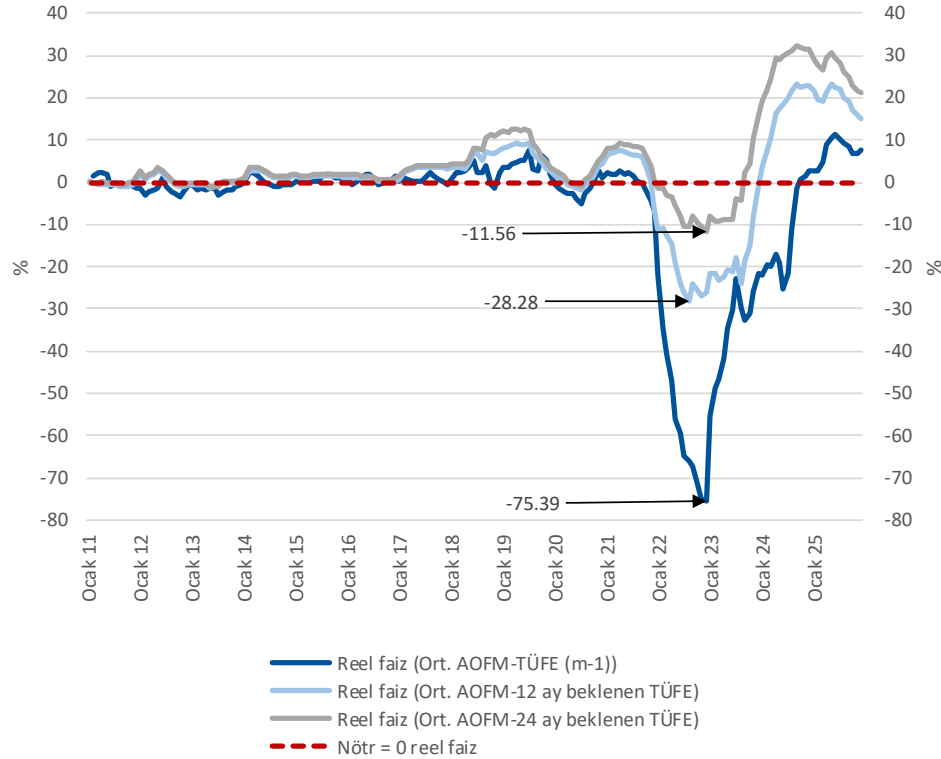
2022 ve sonrası yıllarda grup ortalaması analizlerinden Rusya çıkarılmış, bilgi amaçlı tabloda gösterilmiştir.

Tabloda, TR hariç (Aralık) ülkelere ait Kasım ayı enflasyon verileri üzerinden ilerlenmiştir. Aralık ayı rakamları tüm ülkeler için açıklanmadığından eşitlik bu şekilde sağlanmıştır. Ülkelerde ortalama politika faizi düzeyleri baz alınmıştır. Türkiye özelinde, yukarıda da belirtildiği üzere, AOFM üzerinden gidilmiştir.

Reel faiz

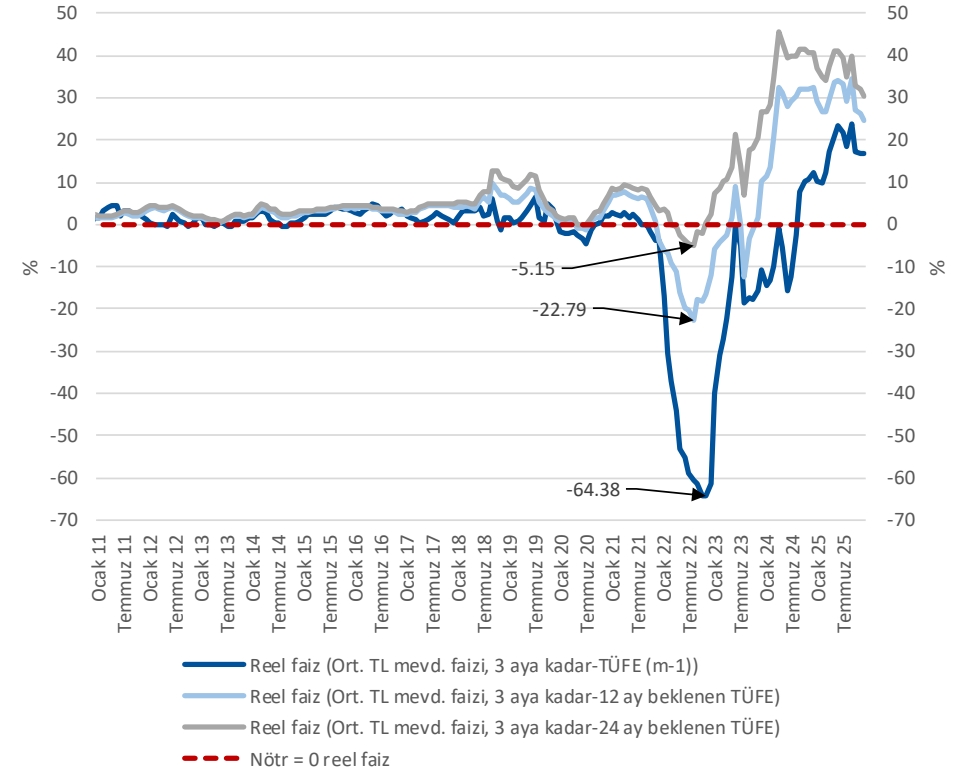
Alternatif getirilerin ağırlığı 2025'te fazlasıyla hissedildi. Ortalama enflasyonun %25-30 aralığına gerileyeceği 2026'da reel faiz düzeyi de gerileyecek, ancak, belirli bir getiri sağlayarak Türk lirasının mevcut kompozisyonunu devam ettirecek.

Türkiye, reel faiz, AOFM'ye göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye, reel faiz, 3 aya kadar mevduat faizine göre



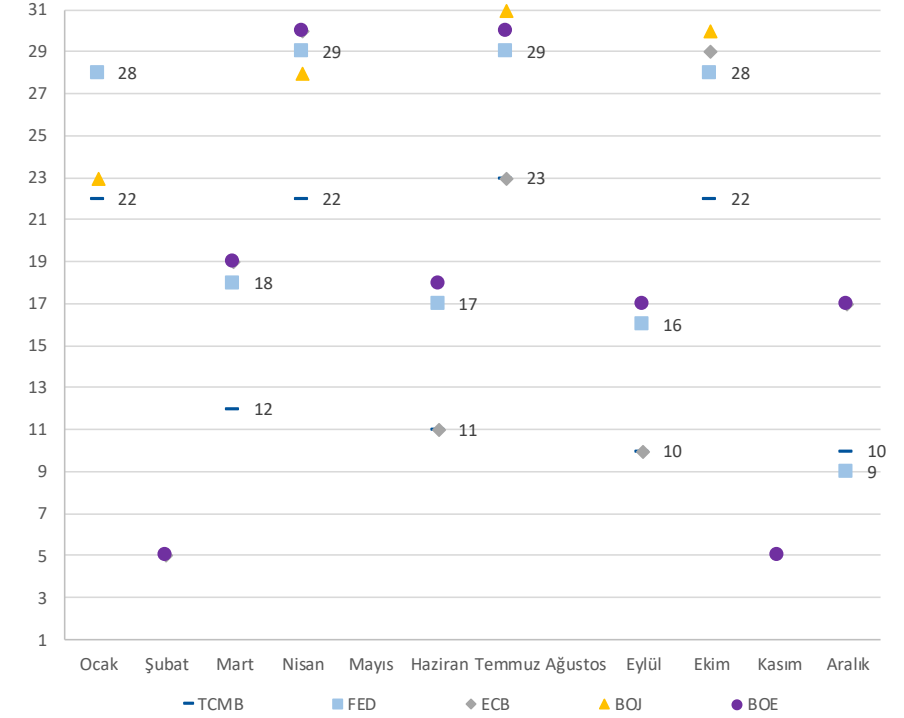
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ 2026 takvimi

2026 yılı seçilmiş merkez bankalarına ait toplantı tarihleri						
Dönem	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	PPK & FOMC-dipnot
Ocak	22	28		23		FOMC öncesi
Şubat			5		5	TCMB & FOMC toplantısı yok
Mart	12	18	19		19	FOMC öncesi
Nisan	22	29	30	28	30	FOMC öncesi
Mayıs						TCMB & FOMC toplantısı yok
Haziran	11	17	11		18	FOMC öncesi
Temmuz	23	29	23	31	30	FOMC öncesi
Ağustos						FOMC toplantısı yok
Eylül	10	16	10		17	FOMC öncesi
Ekim	22	28	29	30		FOMC öncesi
Kasım					5	TCMB & FOMC toplantısı yok
Aralık	10	9	17		17	FOMC sonrası
Toplantı sayısı	8	8	8	4	8	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili merkez bankaları

Seçilmiş merkez bankalarına ait toplantı takvimi, 2026



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, ilgili merkez bankaları

2026 yılı TCMB açısından önemli rapor tarihleri		
Dönem	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
Ocak		
Şubat	12	
Mart		
Nisan		
Mayıs	14	22
Haziran		
Temmuz		
Ağustos	13	
Eylül		
Ekim		
Kasım	12	27
Aralık		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

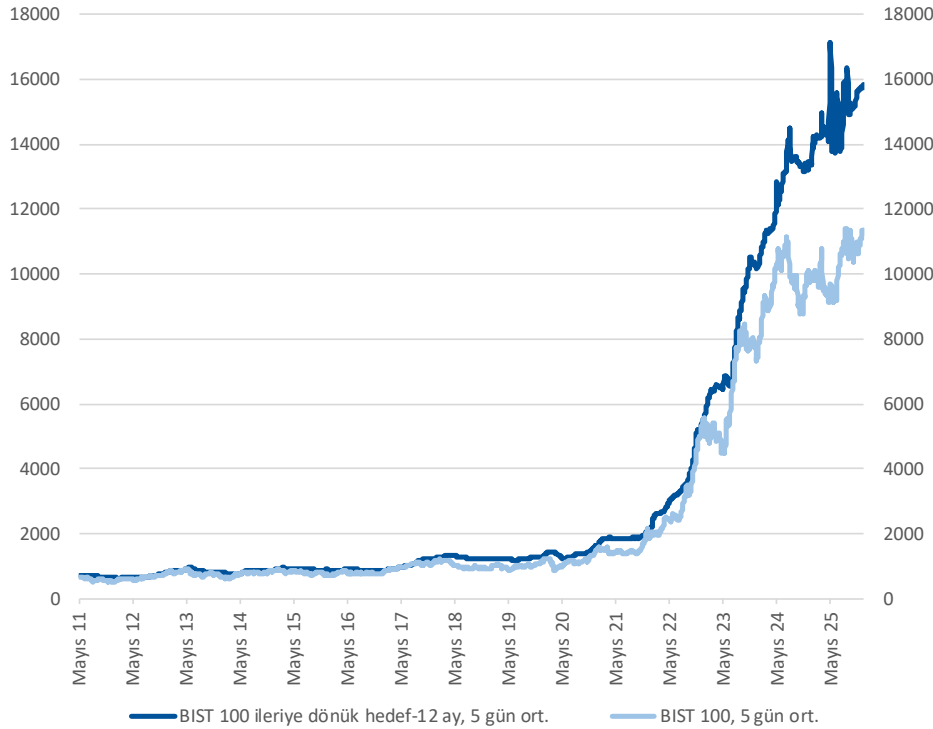
Türkiye Kredi Notu Değerlendirme Tarihleri			
Dönem	Moody's	Fitch	Standard and Poor's
Ocak	23	23	
Şubat			
Mart			
Nisan			17
Mayıs			
Haziran			
Temmuz	24	17	
Ağustos			
Eylül			
Ekim			16
Kasım			
Aralık			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kuruluşlar, Matriks Haber

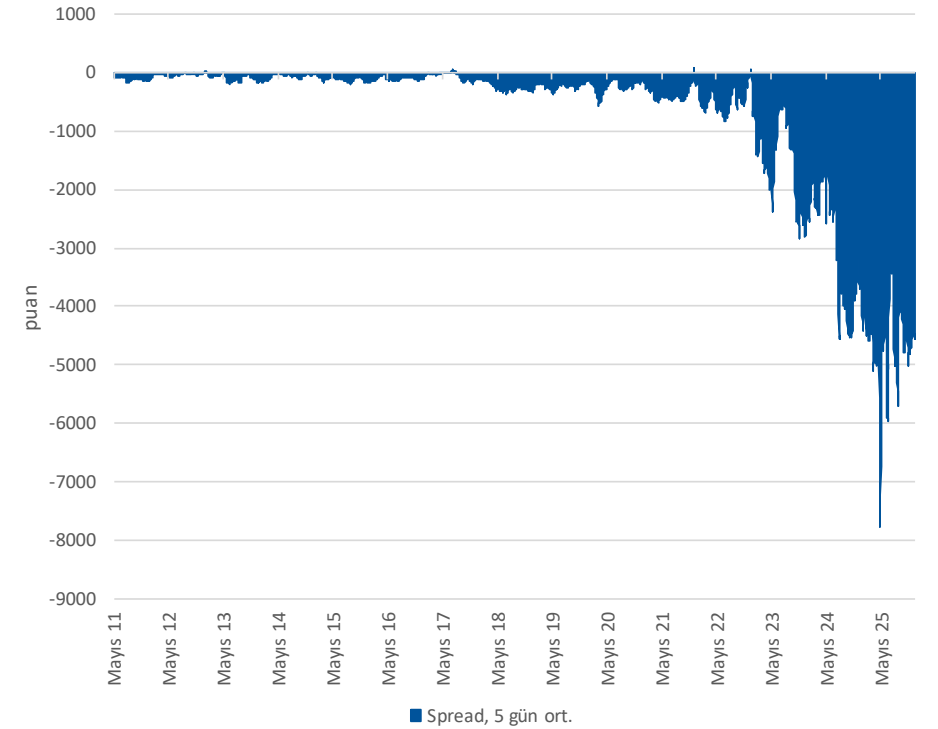
■ BIST

BIST

Ocak 2025'te 1 yıl sonrası için 13000-13500 aralığında şekillenen endeks beklentileri, şimdilerde 15000-16000 puan aralığında.

BIST 100 ileriye dönük hedef, 12-ay & BIST 100

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

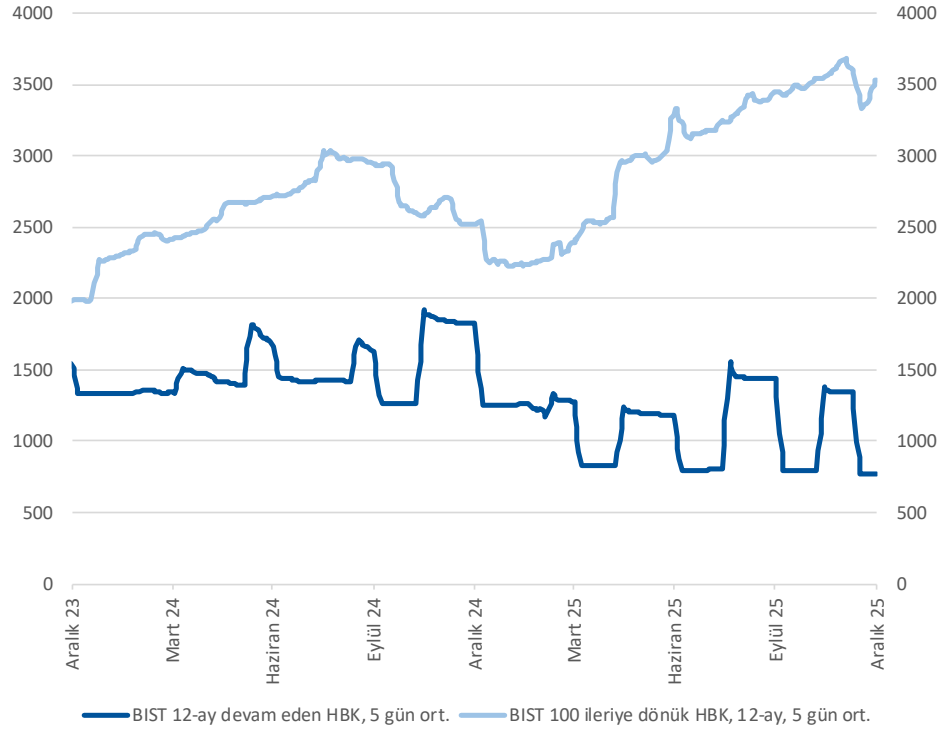
BIST 100 & BIST 100 ileriye dönük hedef, 12-ay arasındaki spread

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BIST

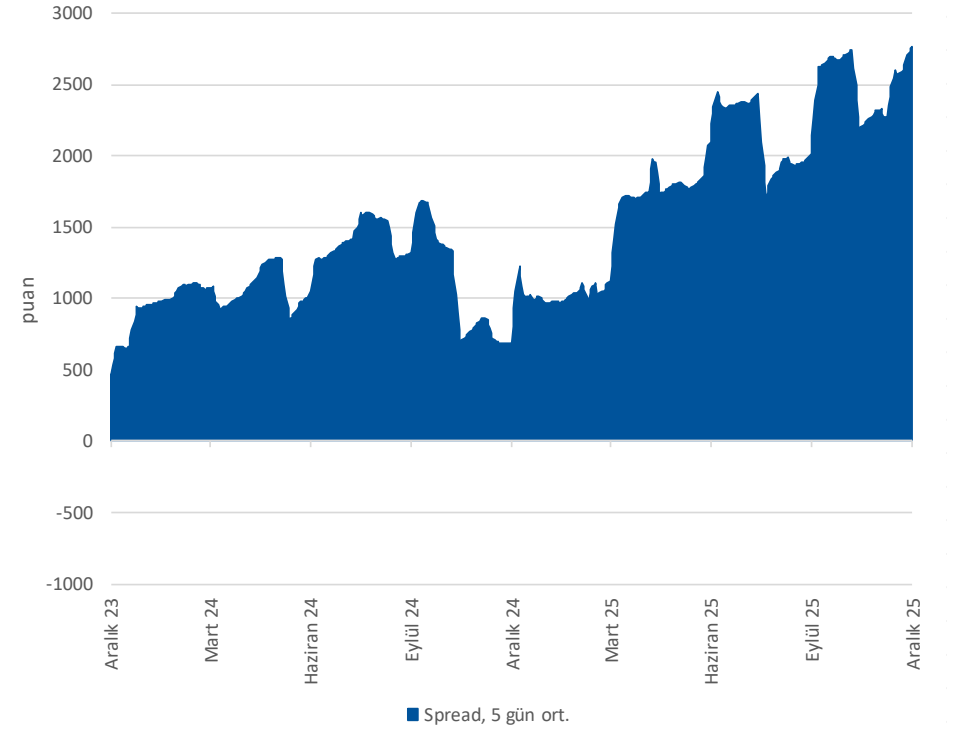
Lira bazında hisse başı beklenen kar rakamı Aralık ayı ile birlikte hafif toparlanma eğiliminde.

BIST 100 12-ay devam eden HBK & ileriye dönük HBK, 12-ay



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST 100 12-ay devam eden HBK ve ileriye dönük HBK, 12-ay arasındaki spread

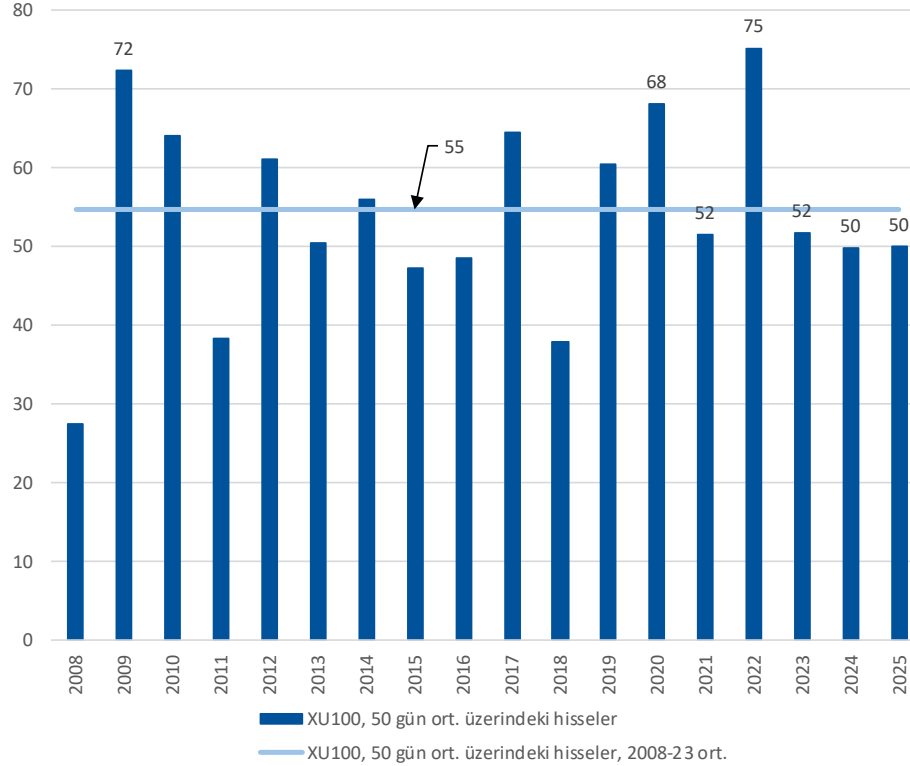


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST

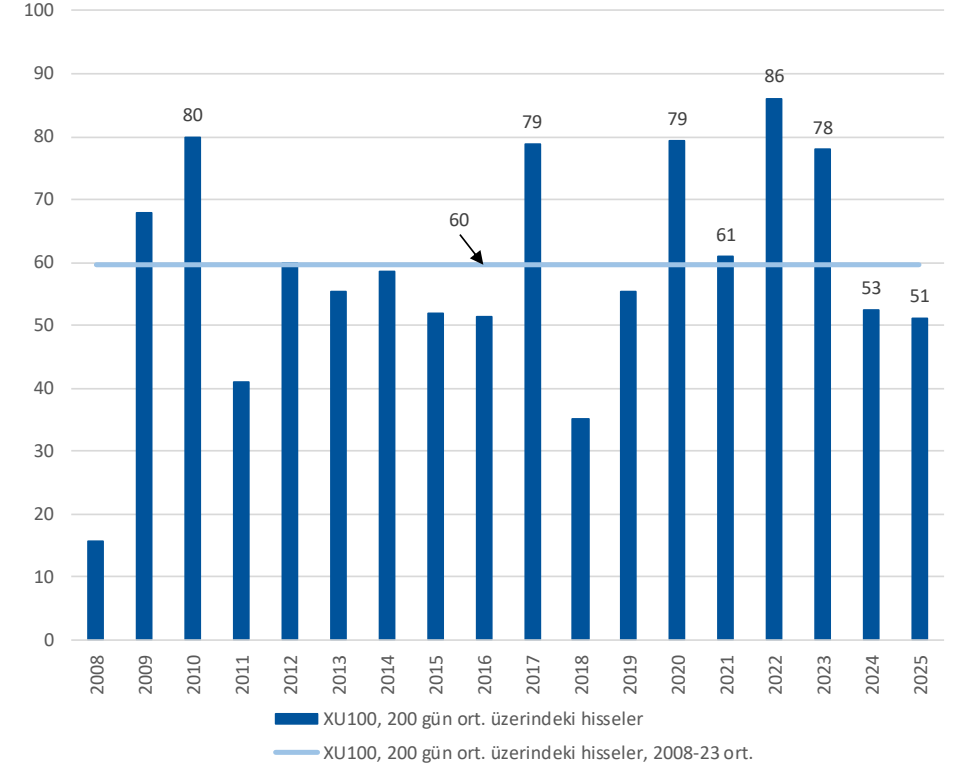
Yıl içerisindeki yüksek volatilité ve zayıf BIST performansı, hisselerin kısa ve uzun dönem ortalamalarının gerisinde seyretmesine neden oldu. Bu eğilim, yıl geneline yayıldı.

XU100 50 gün ort. üzerindeki hisseler analizi, yıl ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 200 gün ort. üzerindeki hisseler analizi, yıl ort.

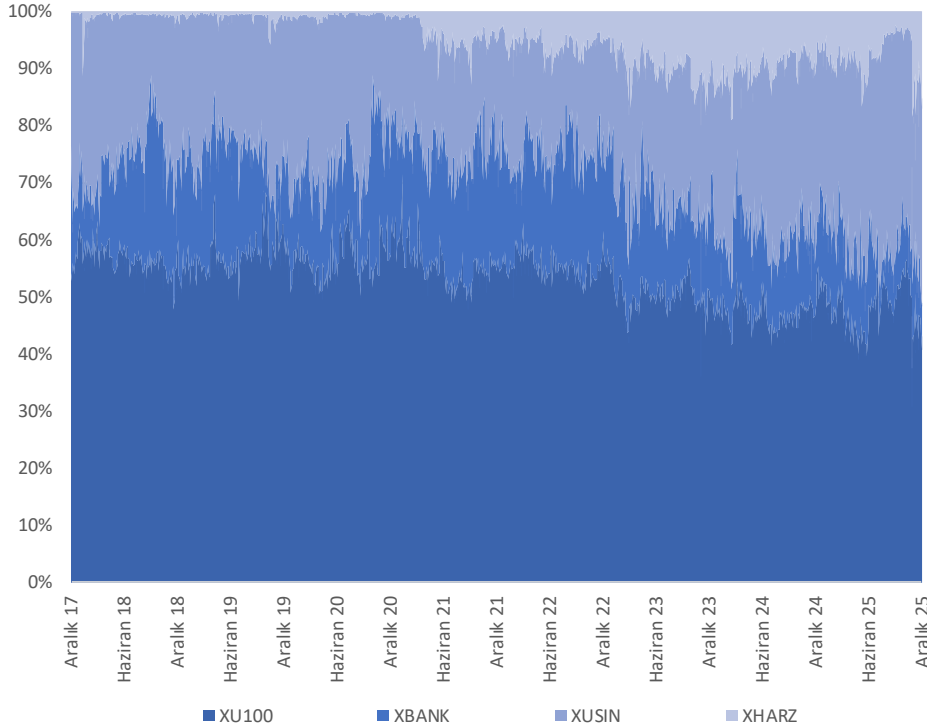


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST

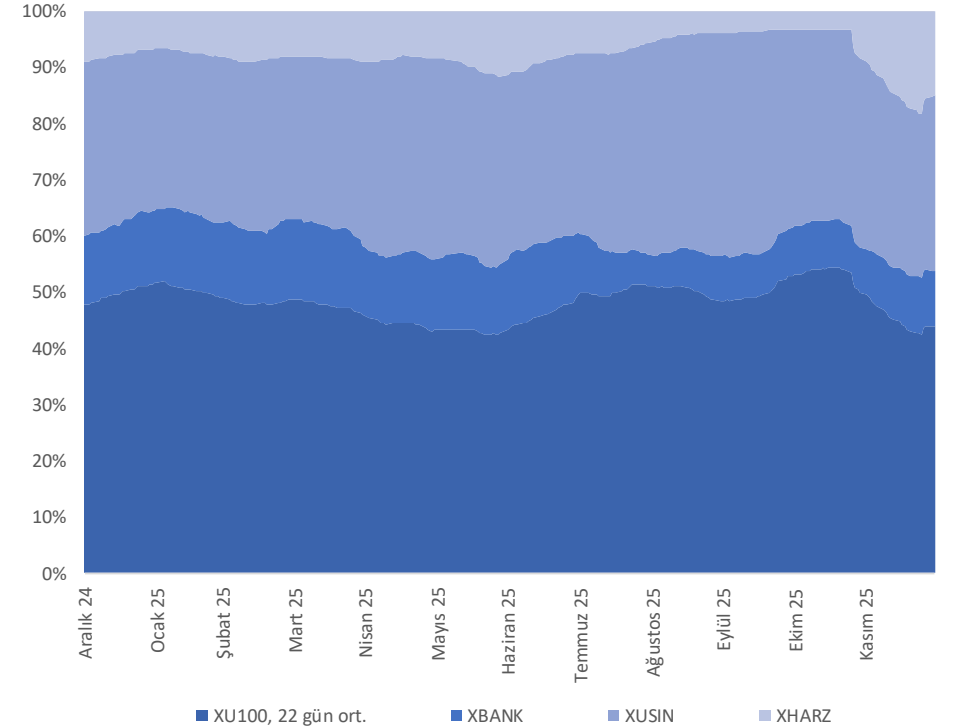
2024'ün tamamında etkili olan derinlik ve hacim problemi 2025'te hayatımızda yer aldı. İlk yarıda XU100'ün seçilmiş endekslere göre payı düşük seyrederken, ikinci yarıda yeniden faiz indirimi döngüsünün başlaması ile birlikte arttı, yılın son dilimindeki azalışa dek. Öte yandan 2024'teki kaybın ardından XHARZ aktivitesi dikkat çekti.

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları dağılımı, günlük



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları dağılımı, 22 günlük ortalamalarına göre

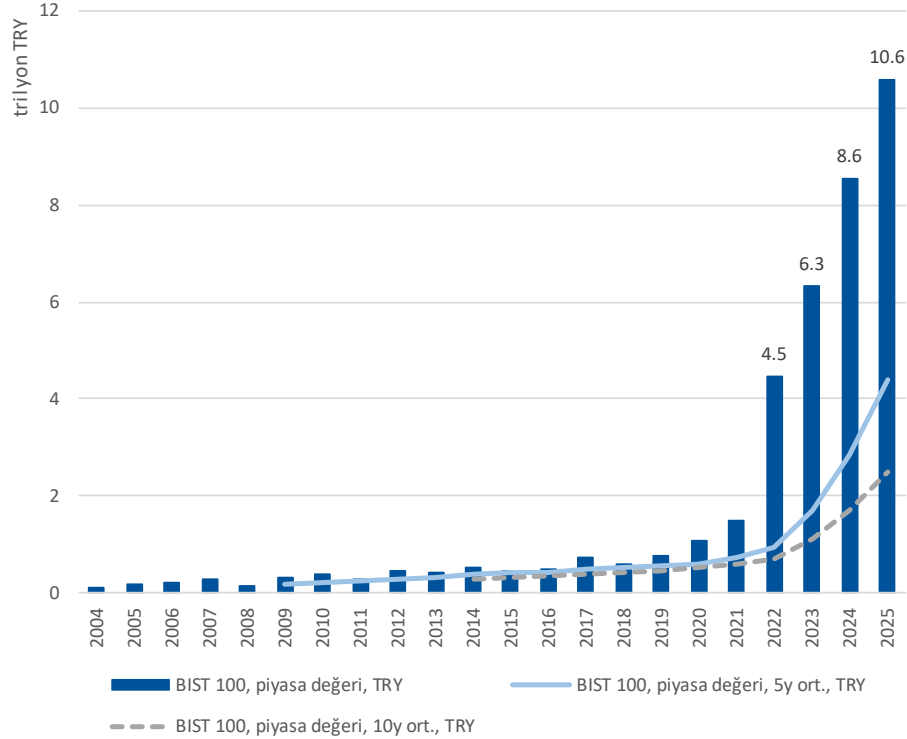


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

BIST

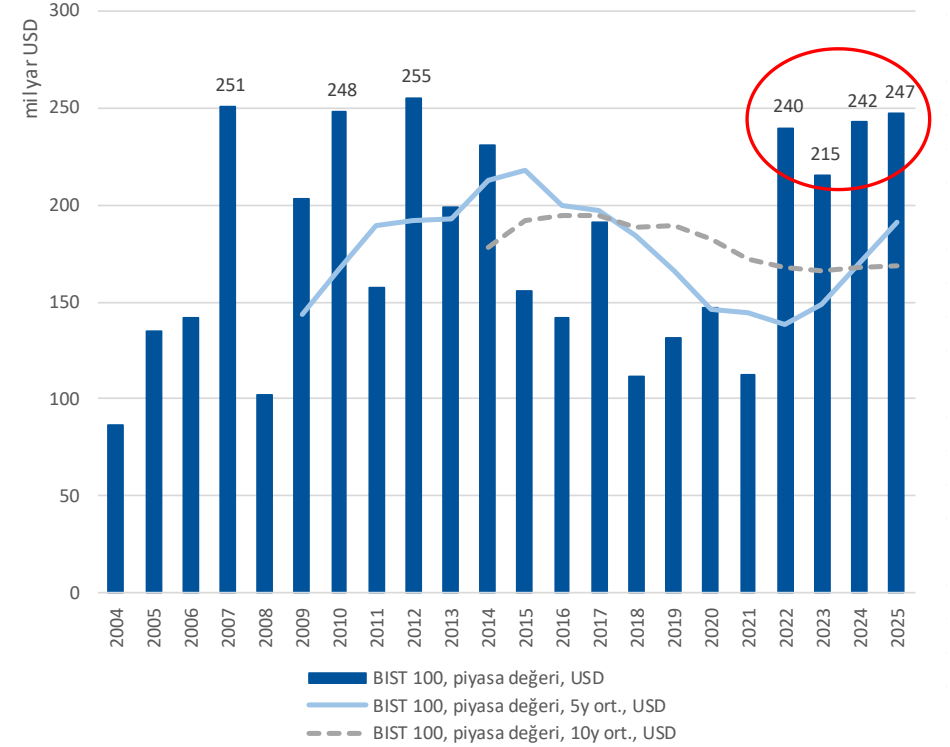
BIST, USD bazında piyasa değerinde ikinci seneyi de yatay geçirdi. 2012 kapanışındaki \$255 milyar seviyesinin hemen aşağısında yıl kapanışı gerçekleşti.

BIST 100 piyasa değeri, yıllara göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST 100 piyasa değeri, yıllara göre

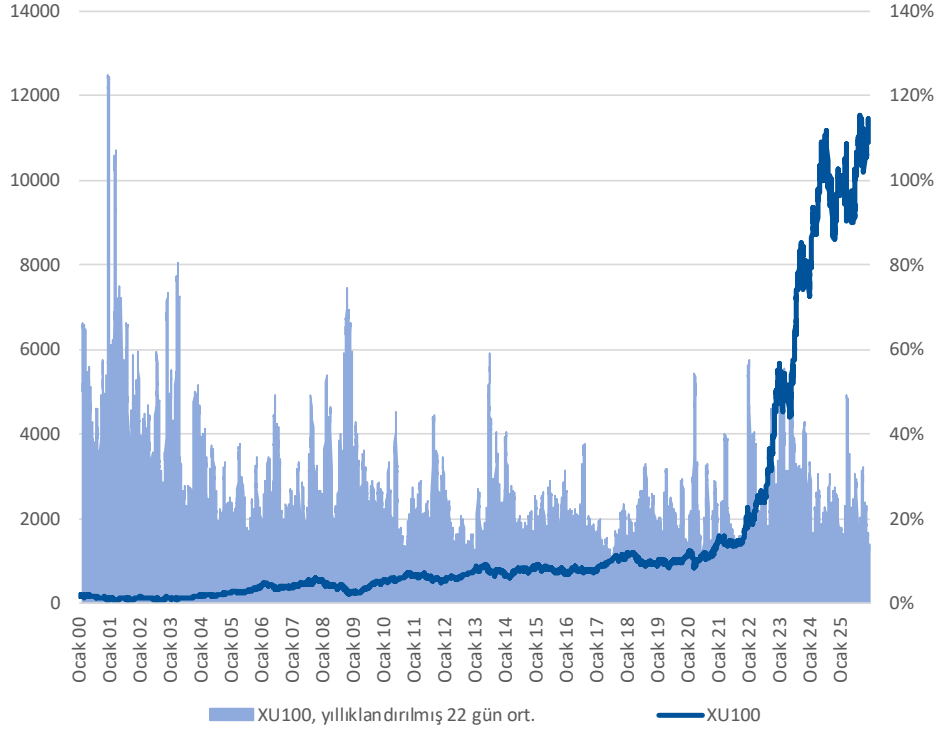


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST

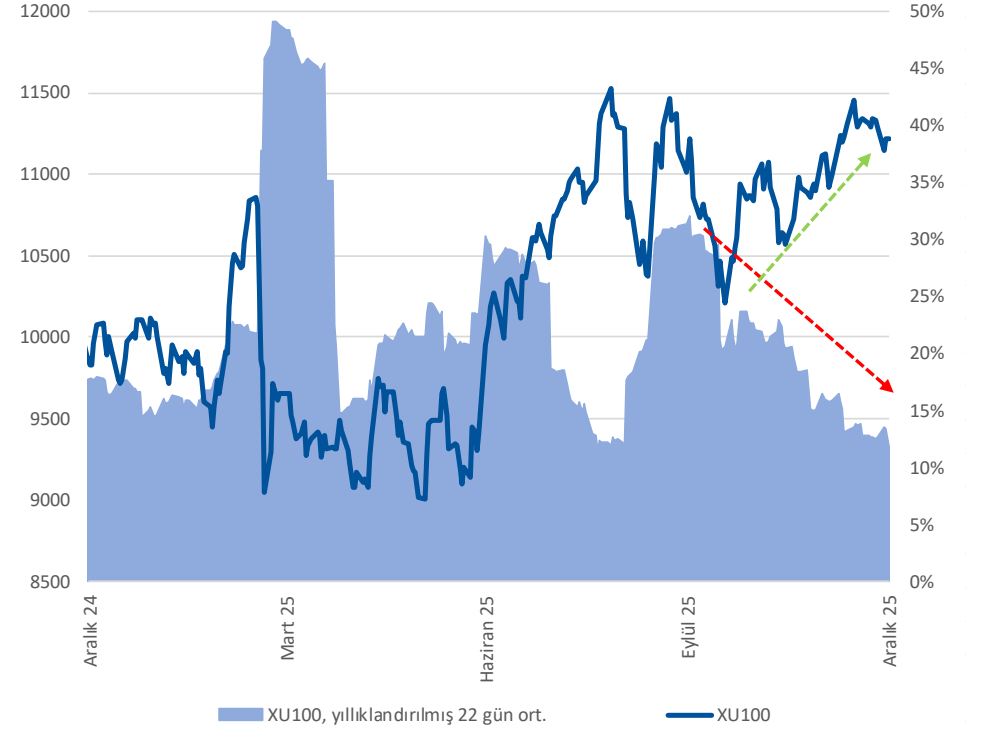
Son çeyrekteki endeks yükselişinde kendi hesaplamamıza göre oynaklık değeri geriledi.

BIST 100 & 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST 100 & 22 gün volatilité

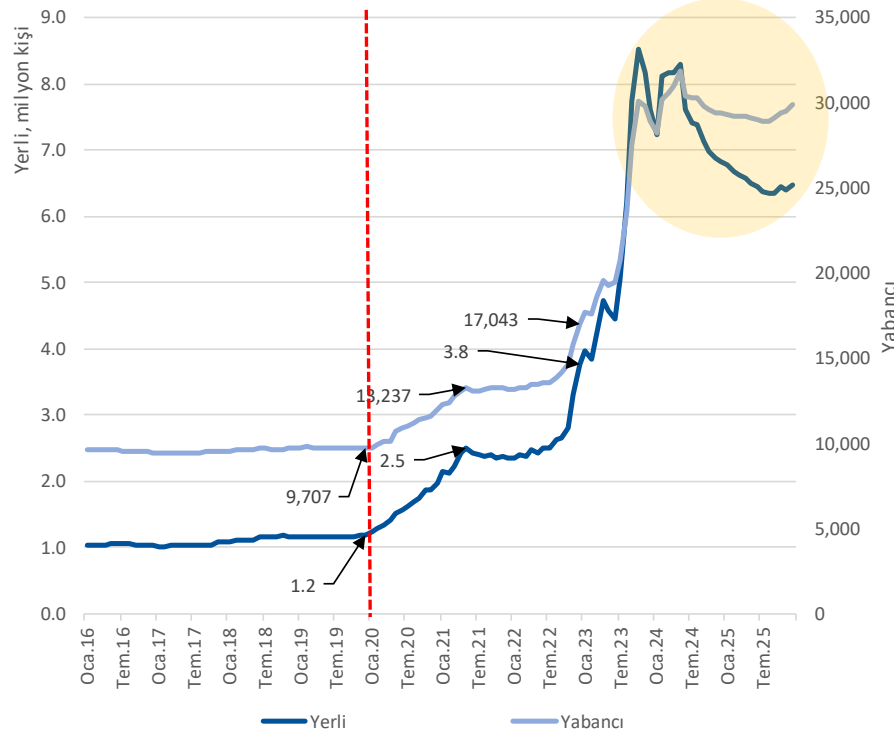


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST

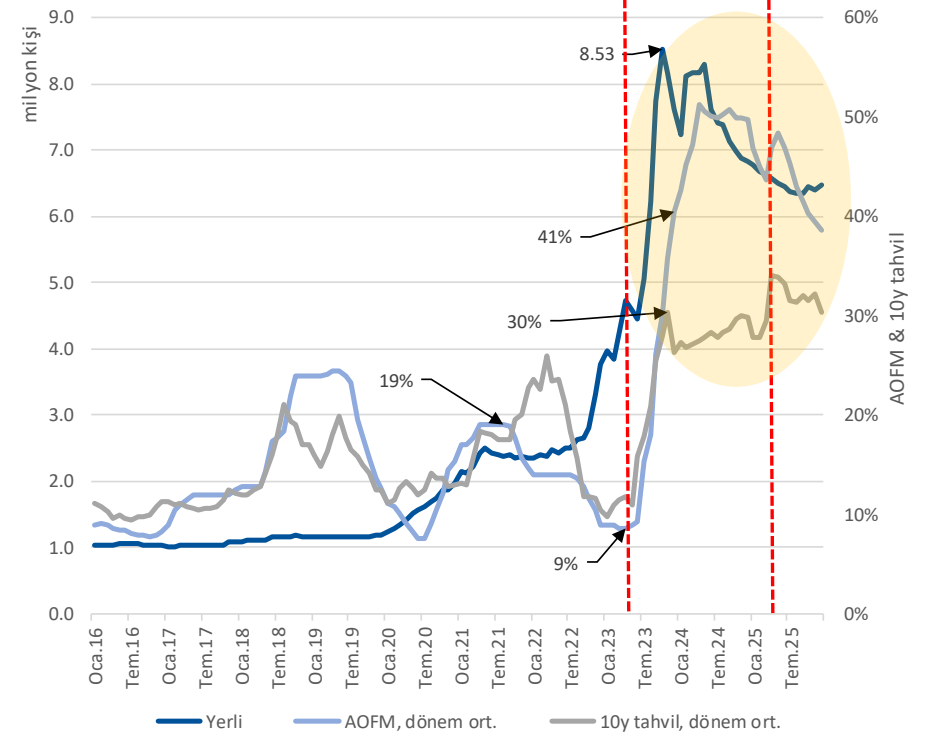
Yerli yatırımcı sayısının 6-7 milyon kişi civarında konsolide olmasını bekliyorduk. Bu düşüncemiz şimdilik haklı çıktı. 6.3-6.4 milyon civarında dengelenme görülüyor. Faizlerden gelen baskı ve piyasanın işleyişi en önemli başlıklar.

Yerli/yabancı yatırımcı sayıları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

Yerli yatırımcı sayısı, AOFM & 10y tahvil



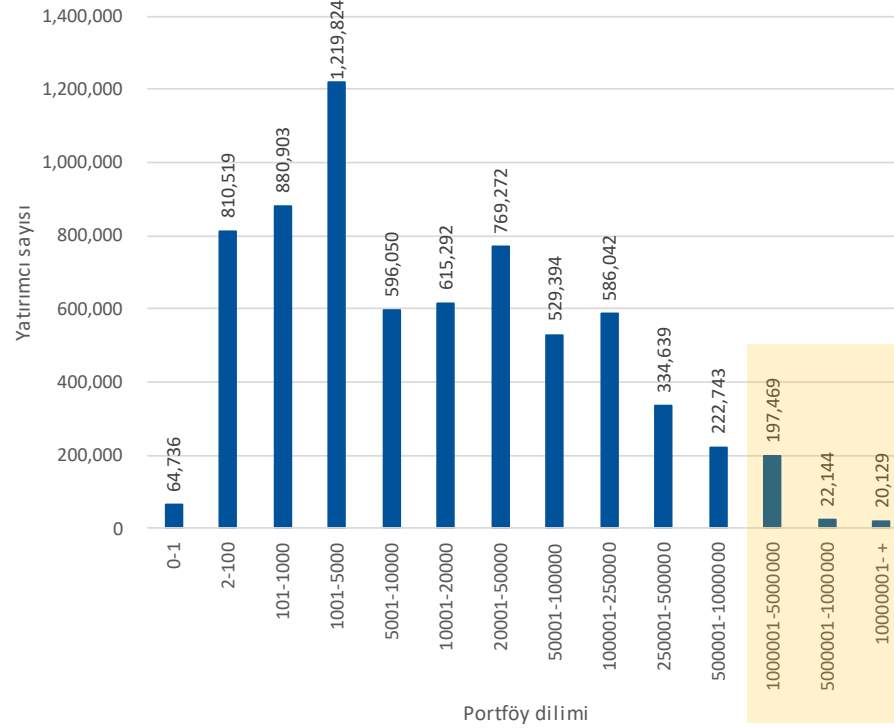
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK, Bloomberg

AOFM: TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti

Portföy değeri, yerli														
Yaş aralığı	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Yaş aralığı	2020-19 değişim	2021-20 değişim	2022-21 değişim	2023-22 değişim	2024-23 değişim	2025-24 değişim
0 - 14	123	176	270	949	2,330	3,344	3,536	0 - 14	53	94	679	1,381	1,014	192
15 - 19	140	392	515	1,784	3,182	3,088	4,754	15 - 19	252	123	1,269	1,398	-94	1,666
20 - 24	846	2,812	2,992	12,161	21,103	21,394	27,781	20 - 24	1,966	180	9,169	8,942	291	6,387
25 - 29	1,719	6,969	8,326	32,300	49,568	52,244	67,385	25 - 29	5,250	1,357	23,974	17,268	2,676	15,141
30 - 34	3,802	12,953	15,327	59,314	92,034	96,232	116,279	30 - 34	9,151	2,374	43,987	32,720	4,198	20,047
35 - 39	7,088	21,485	27,462	102,228	147,054	157,082	187,394	35 - 39	14,397	5,977	74,766	44,826	10,028	30,312
40 - 44	10,737	30,823	41,626	143,061	203,142	223,676	297,294	40 - 44	20,086	10,803	101,435	60,081	20,534	73,618
45 - 49	12,675	31,631	44,055	158,349	221,299	264,569	383,199	45 - 49	18,956	12,424	114,294	62,950	43,270	118,630
50 - 54	15,768	27,304	39,034	150,679	204,585	240,334	348,443	50 - 54	11,536	11,730	111,645	53,906	35,749	108,109
55 - 59	9,744	21,565	32,369	106,507	158,210	198,713	265,757	55 - 59	11,821	10,804	74,138	51,703	40,503	67,044
60 - 64	9,145	16,736	24,040	82,271	121,315	144,724	186,947	60 - 64	7,591	7,304	58,231	39,044	23,409	42,223
65 - 69	7,090	12,662	21,436	66,713	82,917	105,706	146,614	65 - 69	5,572	8,774	45,277	16,204	22,789	40,908
70 - 74	6,164	13,024	15,106	34,528	54,059	71,824	93,890	70 - 74	6,860	2,082	19,422	19,531	17,765	22,066
+75	7,149	11,779	21,763	52,645	77,014	92,663	130,256	+75	4,630	9,984	30,882	24,369	15,649	37,593
Toplam	92,190	210,311	294,321	1,003,489	1,437,812	1,675,593	2,259,529		118,121	84,010	709,168	434,323	237,781	583,936
		128%	40%	241%	43%	17%	35%							

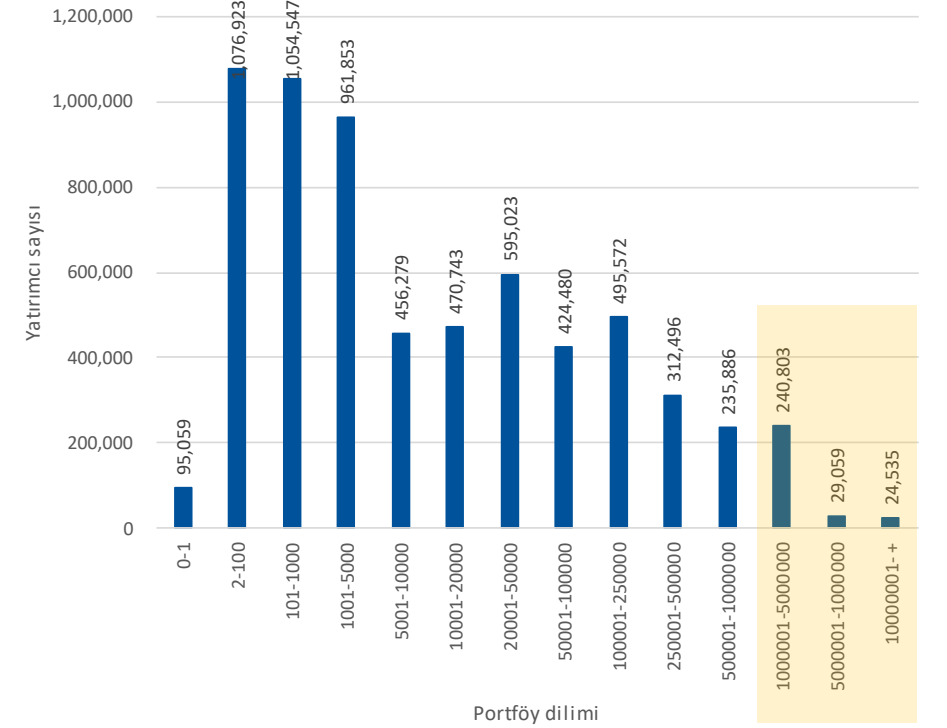
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK
milyar TRY

Portföy dilimine göre yerli yatırımcı sayıları, Aralık 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

Portföy dilimine göre yerli yatırımcı sayıları, Aralık 2025

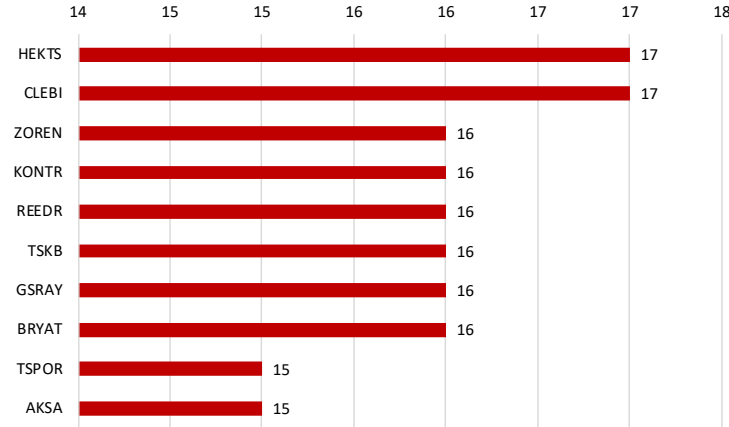


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

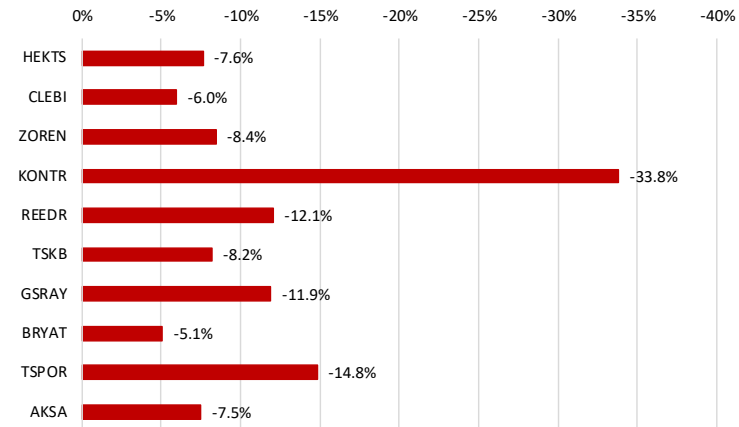
BIST

BIST100 şirketlerinin 2025 yılının son 1 aylık dönemindeki endeksin altında veya üzerinde performans gösterdiği gün sayısı ve relatif performans durumları.

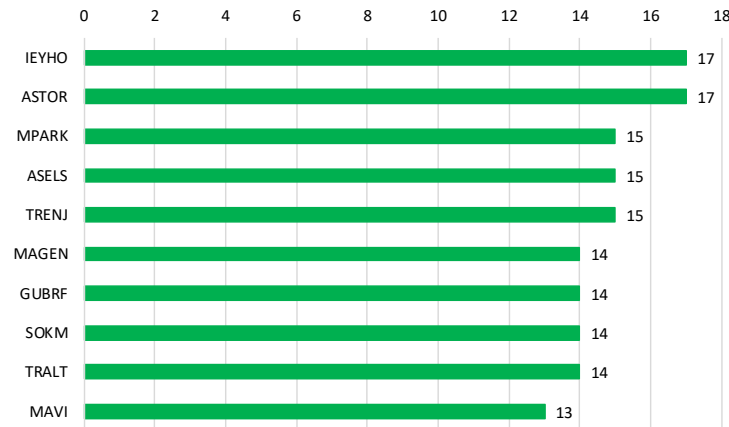
BIST 100'deki şirketlerin 2025'in son 1 ayındaki negatif relatif performans gün sayısı



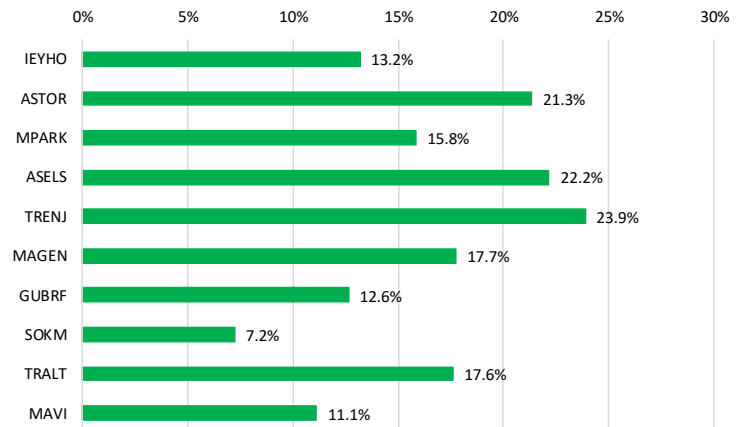
Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2025'in son 1 ayındaki relatif performansı



BIST 100'deki şirketlerin 2025'in son 1 ayındaki pozitif relatif performans gün sayısı



Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2025'in son 1 ayındaki relatif performansı

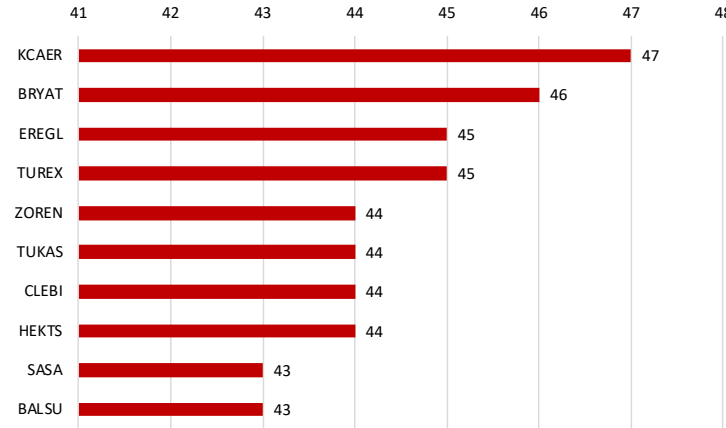


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

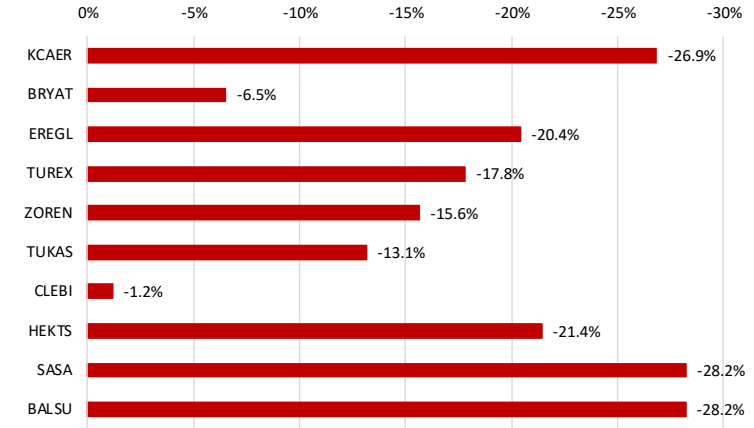
BIST

BIST100 şirketlerinin 2025 yılının son 3 aylık dönemindeki endeksin altında veya üzerinde performans gösterdiği gün sayısı ve relatif performans durumları.

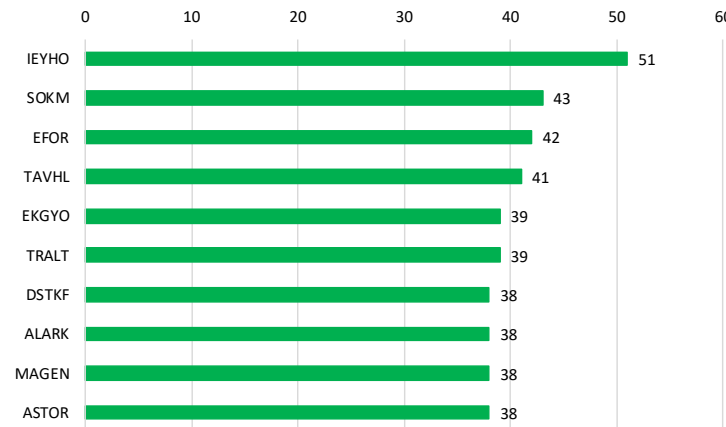
BIST 100'deki şirketlerin 2025'in son 3 ayındaki negatif relatif performans gün sayısı



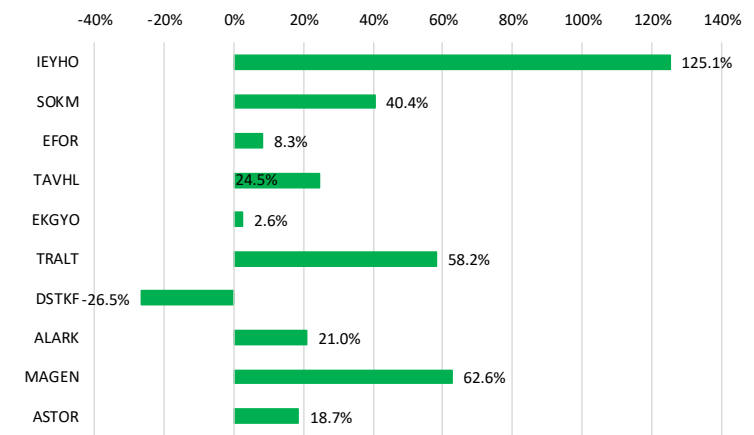
Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2025'in son 3 ayındaki relatif performansı



BIST 100'deki şirketlerin 2025'in son 3 ayındaki pozitif relatif performans gün sayısı



Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2025'in son 3 ayındaki relatif performansı

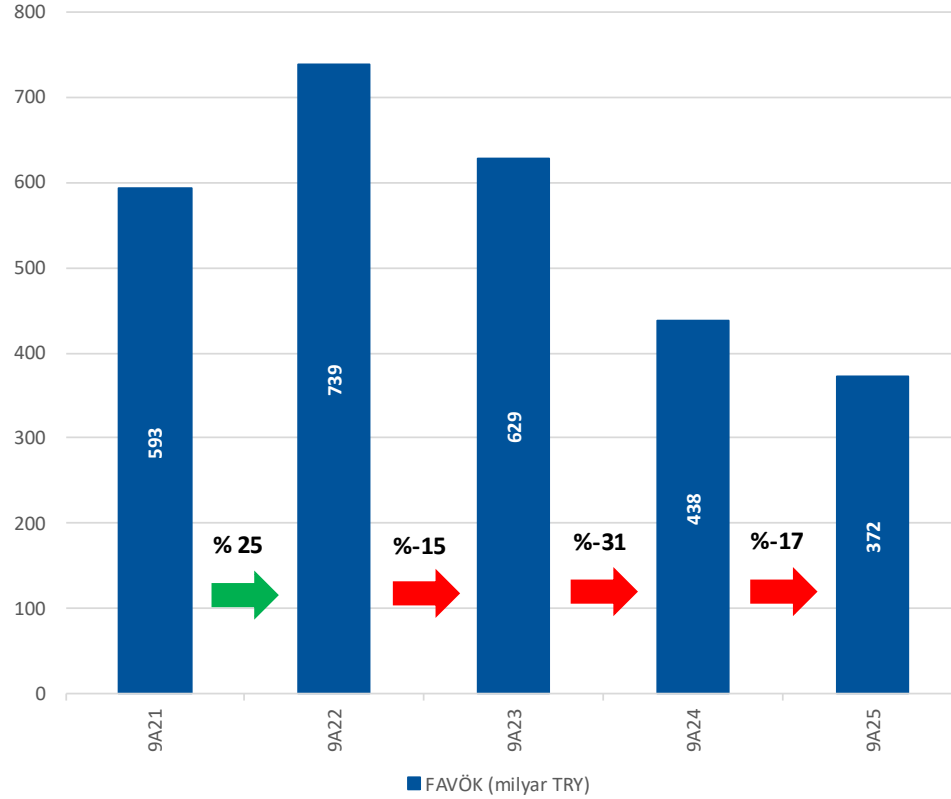


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

BIST

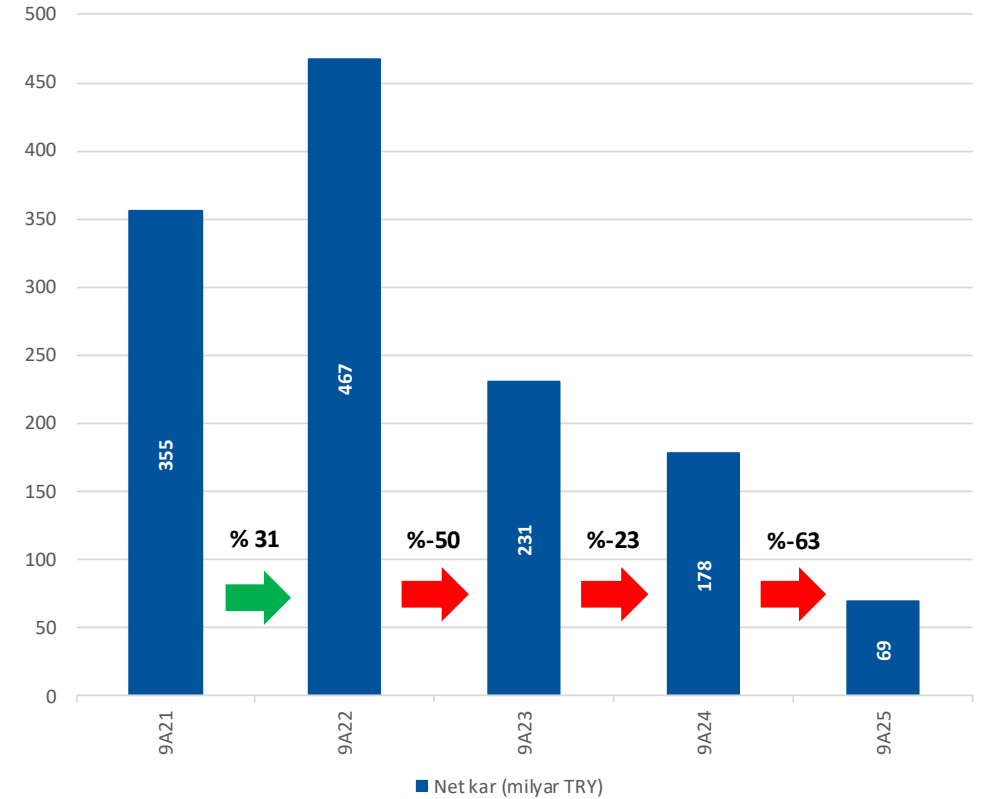
BIST sanayi endeksinde yer alan şirketler için yaptığımız çalışma, 2025 yılı itibarıyla FAVÖK ve net kar tarafındaki reel bazda daralmaların devam ettiğini gösteriyor. Ancak, 3Ç dönemi ile birlikte en kötü dönemi geride bırakmaya hazırlandığımız düşüncesindeyiz.

XUSIN endeksi 9 aylık bazda FAVÖK değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet
* Geçmiş veriler, 2025 yılı 9 aylık enflasyona göre düzeltilmiştir.

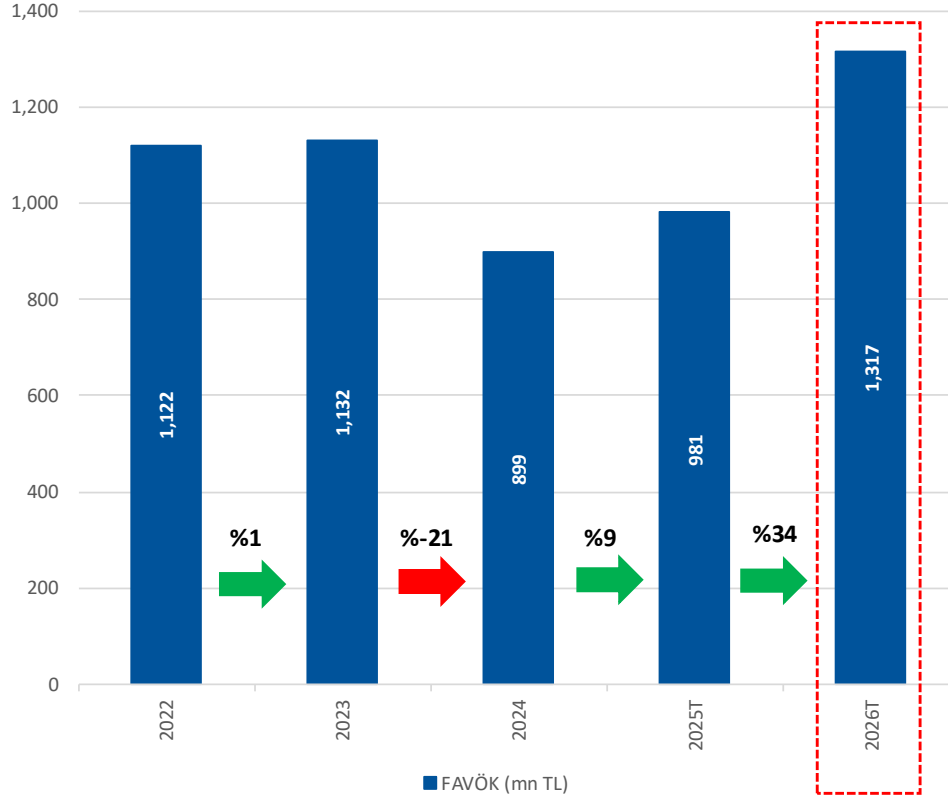
XUSIN endeksi 9 aylık bazda net kar değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet
* Geçmiş veriler, 2025 yılı 9 aylık enflasyona göre düzeltilmiştir.

Araştırma kapsamımızda yer alan finans dışı şirketlerin FAVÖK değişimini 2026 yılının tamamı için 2025 yılına kıyasla %34, net kar değişimlerini ise %62 olarak hesaplıyoruz.

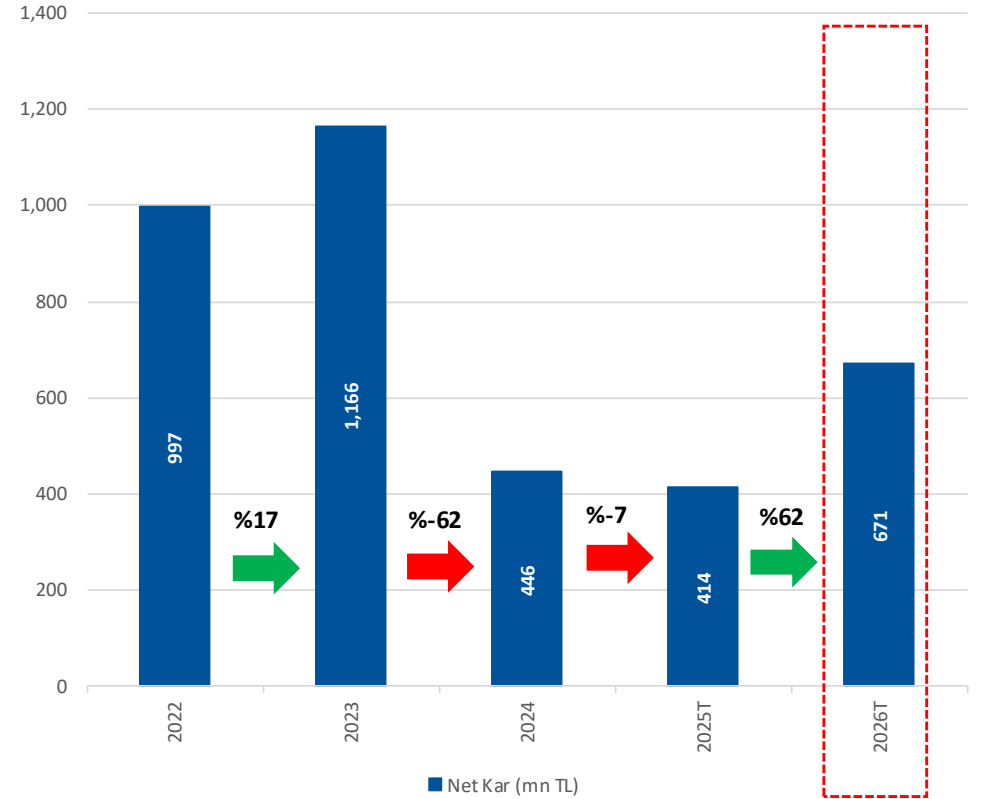
Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin FAVÖK kalemi seyri



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

* Geçmiş veriler, 2025 yılı 9 aylık enflasyona göre düzeltilmiştir.

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin net kar kalemi seyri



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

* Geçmiş veriler, 2025 yılı 9 aylık enflasyona göre düzeltilmiştir.

Dönem	Hisse	Aktif karlılık - yıllık	Aktif karlılık - yıllık/Ç-1	Özsermaye karlılığı - yıllık	Özsermaye karlılığı - yıllık/Ç-1	Yatırım karlılığı - yıllık	Yatırım karlılığı - yıllık/Ç-1
2025/9M	AEFES	2.3%	-0.4 puan	9.5%	-1.8 puan	3.3%	-0.6 puan
2025/9M	AKBNK	1.8%	0.1 puan	19.2%	1.2 puan		
2025/9M	ASELS	7.4%	0.4 puan	12.8%	0.9 puan	10.5%	0.6 puan
2025/9M	ASTOR	16.1%	-0.9 puan	23.8%	-1 puan	23.7%	-1 puan
2025/9M	BIMAS	5.1%	-0.3 puan	11.0%	-0.7 puan	8.0%	-0.6 puan
2025/9M	DSTKF	10.1%	-0.3 puan	41.3%	-0.6 puan		
2025/9M	EKGYO	8.5%	-1.6 puan	17.1%	-3.2 puan	15.7%	-4.2 puan
2025/9M	ENKAI	8.4%	0.5 puan	11.0%	0.7 puan	9.9%	0.6 puan
2025/9M	EREGL	1.1%	-0.1 puan	2.0%	-0.2 puan	1.4%	-0.2 puan
2025/9M	FROTO	8.6%	-0.8 puan	25.2%	-3.3 puan	14.3%	-1.5 puan
2025/9M	GARAN	3.7%	0 puan	31.0%	0.1 puan		
2025/9M	GUBRF	12.5%	1.8 puan	29.7%	3.5 puan	22.2%	3.2 puan
2025/9M	ISCTR	1.5%	0.1 puan	16.4%	1.8 puan		
2025/9M	KCHOL	0.1%	0.2 puan	1.0%	1.8 puan	0.4%	0.7 puan
2025/9M	KARDM	-0.8%	0.6 puan	-1.3%	0.9 puan	-1.1%	0.8 puan
2025/9M	MGROS	3.3%	-0.2 puan	8.6%	-0.6 puan	6.1%	-0.5 puan
2025/9M	PETKM	-8.2%	1.6 puan	-17.4%	2.6 puan	-12.3%	2.1 puan
2025/9M	PGSUS	4.8%	-0.5 puan	17.4%	-2.4 puan	5.9%	-0.6 puan
2025/9M	SAHOL	-0.1%	0.1 puan	-1.5%	1.2 puan	-0.6%	0.5 puan
2025/9M	SASA	-3.5%	-1.3 puan	-7.1%	-2.6 puan	-4.8%	-1.7 puan
2025/9M	SISE	0.8%	0.1 puan	1.7%	0.1 puan	1.0%	0.1 puan
2025/9M	TAVHL	1.9%	1 puan	5.9%	3 puan	2.4%	1.2 puan
2025/9M	TCELL	3.3%	-3.1 puan	6.6%	-6 puan	4.3%	-4 puan
2025/9M	THYAO	6.8%	-0.2 puan	14.6%	-0.6 puan	9.1%	-0.4 puan
2025/9M	TOASO	2.1%	0.6 puan	5.1%	1.5 puan	3.7%	1 puan
2025/9M	TRALT	10.9%	3.9 puan	12.0%	4.3 puan	11.6%	4.1 puan
2025/9M	TTKOM	5.8%	1.8 puan	10.2%	3.1 puan	7.3%	2.3 puan
2025/9M	TUPRS	4.6%	0.3 puan	8.0%	0.5 puan	7.2%	0.3 puan
2025/9M	ULKER	6.4%	0.2 puan	20.4%	0.6 puan	9.8%	0.9 puan
2025/9M	YKBNK	1.7%	0.3 puan	21.1%	3.8 puan		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Son dönem verileri	
Ort. Aktif karlılık	4.2%
Ort. Özsermaye karlılığı	11.8%
Ort. Yatırım karlılığı	6.4%

Bir önceki dönem verileri	
Ort. Aktif karlılık	4.1%
Ort. Özsermaye karlılığı	11.6%
Ort. Yatırım karlılığı	6.2%

Dönem	Hisse	Aktif karlılık - yıllık	Aktif karlılık - yıllık/Ç-1	Özsermaye karlılığı - yıllık	Özsermaye karlılığı - yıllık/Ç-1	Yatırım karlılığı - yıllık	Yatırım karlılığı - yıllık/Ç-1
2025/9M	AEFES	2.3%	-0.4 puan	9.5%	-1.8 puan	3.3%	-0.6 puan
2025/9M	AGHOL	0.2%	-0.1 puan	1.1%	-0.4 puan	0.3%	-0.1 puan
2025/9M	AKBNK	1.8%	0.1 puan	19.2%	1.2 puan		
2025/9M	AKSA	5.1%	3.9 puan	8.6%	6.6 puan	7.3%	5.6 puan
2025/9M	AKSEN	1.7%	0 puan	3.6%	0.1 puan	2.3%	0 puan
2025/9M	ALARK	1.4%	1.1 puan	2.3%	1.7 puan	1.8%	1.3 puan
2025/9M	ALTNY	3.7%	1.2 puan	7.1%	2.6 puan	5.4%	2 puan
2025/9M	ANSGR	11.2%	0.1 puan	37.5%	1 puan		
2025/9M	ARCLK	-4.5%	0.6 puan	-28.6%	1.1 puan	-10.7%	1 puan
2025/9M	ASELS	7.4%	0.4 puan	12.8%	0.9 puan	10.5%	0.6 puan
2025/9M	ASTOR	16.1%	-0.9 puan	23.8%	-1 puan	23.7%	-1 puan
2025/9M	BALSU						
2025/9M	BIMAS	5.1%	-0.3 puan	11.0%	-0.7 puan	8.0%	-0.6 puan
2025/9M	BINHO	-16.5%	7 puan	-22.0%	9 puan	-17.2%	7.1 puan
2025/9M	BRSAN	1.5%	2 puan	3.0%	3.9 puan	2.5%	3.2 puan
2025/9M	BRYAT	7.1%	-0.6 puan	7.5%	-0.7 puan	7.1%	-0.6 puan
2025/9M	BSOKE	-0.7%	-1.3 puan	-1.1%	-1.9 puan	-0.9%	-1.6 puan
2025/9M	BTCIM	-1.3%	1 puan	-2.2%	1.7 puan	-1.6%	1.2 puan
2025/9M	CANTE	-10.4%	-2.9 puan	-12.0%	-3.4 puan	-11.4%	-3.1 puan
2025/9M	CCOLA	7.1%	0.3 puan	19.7%	0.2 puan	11.3%	0.3 puan
2025/9M	CIMSA	2.1%	-0.5 puan	5.6%	-0.9 puan	2.9%	-0.7 puan
2025/9M	CLEBI	15.2%	-1.4 puan	47.1%	-4.6 puan	23.0%	-2 puan
2025/9M	CWENE	5.9%	3.7 puan	11.8%	7.4 puan	9.5%	6 puan
2025/9M	DAPGM	3.4%	0 puan	7.3%	0 puan	4.2%	0 puan
2025/9M	DOAS	5.5%	1.4 puan	10.0%	2.7 puan	8.4%	2.3 puan
2025/9M	DOHOL	0.6%	-0.7 puan	1.2%	-1.5 puan	0.9%	-1.1 puan
2025/9M	DSTKF	10.1%	-0.3 puan	41.3%	-0.6 puan		
2025/9M	ECILC	3.6%	-0.7 puan	4.5%	-0.8 puan	3.9%	-0.7 puan
2025/9M	EFOR	-3.2%	-6.7 puan	-7.3%	-15 puan	-6.6%	-13.4 puan
2025/9M	EGEEN	2.9%	-1.8 puan	3.9%	-2.5 puan	3.2%	-2 puan
2025/9M	EKGYO	8.5%	-1.6 puan	17.1%	-3.2 puan	15.7%	-4.2 puan
2025/9M	ENERY	4.9%	0.2 puan	10.2%	0.2 puan	6.2%	0.2 puan
2025/9M	ENJSA	0.0%	0.9 puan	-0.1%	2.2 puan	-0.1%	1.4 puan
2025/9M	ENKAI	8.4%	0.5 puan	11.0%	0.7 puan	9.9%	0.6 puan
2025/9M	EREGL	1.1%	-0.1 puan	2.0%	-0.2 puan	1.4%	-0.2 puan

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Dönem	Hisse	Aktif karlılık - yıllık	Aktif karlılık - yıllık/Ç-1	Özsermaye karlılığı - yıllık	Özsermaye karlılığı - yıllık/Ç-1	Yatırım karlılığı - yıllık	Yatırım karlılığı - yıllık/Ç-1
2025/9M	EUPWR	4.8%	2 puan	7.5%	3.1 puan	6.1%	2.5 puan
2025/9M	FENER	-9.4%	0 puan			-42.4%	0 puan
2025/9M	FROTO	8.6%	-0.8 puan	25.2%	-3.3 puan	14.3%	-1.5 puan
2025/9M	GARAN	3.7%	0 puan	31.0%	0.1 puan		
2025/9M	GENIL	4.4%	0.3 puan	7.6%	0.5 puan	6.9%	0.4 puan
2025/9M	GESAN	4.2%	0.4 puan	9.4%	0.6 puan	5.9%	0.3 puan
2025/9M	GLRMK	8.7%		35.7%		16.4%	
2025/9M	GRSEL	19.6%	0.6 puan	29.5%	1.1 puan	25.8%	1.4 puan
2025/9M	GRTHO	13.8%	-2 puan	16.2%	-2.4 puan	15.0%	-2.3 puan
2025/9M	GSRAY	-4.2%	0 puan	-19.5%	0 puan	-8.2%	0 puan
2025/9M	GUBRF	12.5%	1.8 puan	29.7%	3.5 puan	22.2%	3.2 puan
2025/9M	HALKB	0.6%	0.1 puan	12.2%	1.7 puan		
2025/9M	HEKTS	-11.1%	-0.4 puan	-21.8%	1.3 puan	-18.1%	0.7 puan
2025/9M	IEYHO	-16.3%	-2 puan	-28.5%	-4 puan	-22.2%	-2.8 puan
2025/9M	ISCTR	1.5%	0.1 puan	16.4%	1.8 puan		
2025/9M	ISMEN	7.0%	-0.5 puan	23.8%	-0.7 puan	19.8%	-1.1 puan
2025/9M	KCAER	2.2%	0.9 puan	4.5%	2 puan	3.9%	1.6 puan
2025/9M	KCHOL	0.1%	0.2 puan	1.0%	1.8 puan	0.4%	0.7 puan
2025/9M	KONTR	-4.0%	-1.9 puan	-22.2%	-11.5 puan	-7.0%	-3.5 puan
2025/9M	KARDM	-0.8%	0.6 puan	-1.3%	0.9 puan	-1.1%	0.8 puan
2025/9M	KTLEV	27.8%	2.3 puan	136.1%	7.9 puan		
2025/9M	KUYAS	3.9%	-2 puan	6.8%	-2.2 puan	6.1%	-2 puan
2025/9M	MAGEN	-5.4%	1.2 puan	-8.2%	1.6 puan	-6.2%	1.2 puan
2025/9M	MAVI	9.3%	0.1 puan	18.0%	-0.2 puan	16.3%	0 puan
2025/9M	MGROS	3.3%	-0.2 puan	8.6%	-0.6 puan	6.1%	-0.5 puan
2025/9M	MIATK	18.5%	-14.5 puan	24.5%	-18.6 puan	23.7%	-17.8 puan
2025/9M	MPARK	8.0%	-2.5 puan	17.6%	-5.1 puan	10.5%	-3.7 puan
2025/9M	OBAMS	-4.8%	-2.2 puan	-5.7%	-2.6 puan	-5.7%	-2.6 puan
2025/9M	ODAS	-0.6%	3.1 puan	-1.5%	7.9 puan	-0.7%	3.7 puan
2025/9M	OTKAR	-2.0%	1.6 puan	-11.3%	7.5 puan	-4.7%	3.3 puan
2025/9M	OYAKC	12.4%	0.3 puan	16.4%	0.7 puan	15.5%	0.7 puan
2025/9M	PASEU	4.5%	-0.6 puan	7.1%	-0.8 puan	6.5%	-0.9 puan
2025/9M	PATEK	17.1%	9.2 puan	74.3%	40.8 puan	39.8%	21.6 puan
2025/9M	PETKM	-8.2%	1.6 puan	-17.4%	2.6 puan	-12.3%	2.1 puan

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Dönem	Hisse	Aktif karlılık - yıllık	Aktif karlılık - yıllık/Ç-1	Özsermaye karlılığı - yıllık	Özsermaye karlılığı - yıllık/Ç-1	Yatırım karlılığı - yıllık	Yatırım karlılığı - yıllık/Ç-1
2025/9M	PGSUS	4.8%	-0.5 puan	17.4%	-2.4 puan	5.9%	-0.6 puan
2025/9M	RALYH	17.6%	-1.1 puan	42.8%	-1.8 puan	26.2%	-1.1 puan
2025/9M	REEDR	-10.3%	-0.2 puan	-13.9%	0.2 puan	-12.8%	0 puan
2025/9M	SAHOL	-0.1%	0.1 puan	-1.5%	1.2 puan	-0.6%	0.5 puan
2025/9M	SASA	-3.5%	-1.3 puan	-7.1%	-2.6 puan	-4.8%	-1.7 puan
2025/9M	SISE	0.8%	0.1 puan	1.7%	0.1 puan	1.0%	0.1 puan
2025/9M	SKBNK	1.2%	-0.1 puan	15.1%	-0.4 puan		
2025/9M	SOKM	-0.7%	0.2 puan	-2.0%	0.6 puan	-1.5%	0.5 puan
2025/9M	TABGD	9.0%	0.4 puan	14.2%	0.8 puan	11.4%	0.6 puan
2025/9M	TAVHL	1.9%	1 puan	5.9%	3 puan	2.4%	1.2 puan
2025/9M	TCELL	3.3%	-3.1 puan	6.6%	-6 puan	4.3%	-4 puan
2025/9M	THYAO	6.8%	-0.2 puan	14.6%	-0.6 puan	9.1%	-0.4 puan
2025/9M	TKFEN	-3.7%	-1.1 puan	-7.9%	-2.3 puan	-6.6%	-2 puan
2025/9M	TOASO	2.1%	0.6 puan	5.1%	1.5 puan	3.7%	1 puan
2025/9M	TRALT	10.9%	3.9 puan	12.0%	4.3 puan	11.6%	4.1 puan
2025/9M	TRENJ	0.7%	2.3 puan	3.0%	9.4 puan	0.8%	2.5 puan
2025/9M	TRMET	5.9%	7.8 puan	12.4%	16.5 puan	6.3%	8.4 puan
2025/9M	TSKB	4.7%	-0.3 puan	34.6%	-2.9 puan		
2025/9M	TSPOR	-11.5%	0 puan	-32.6%	0 puan	-21.1%	0 puan
2025/9M	TTKOM	5.8%	1.8 puan	10.2%	3.1 puan	7.3%	2.3 puan
2025/9M	TTRAK	3.0%	-2 puan	6.9%	-4.2 puan	5.5%	-3.6 puan
2025/9M	TUKAS	6.9%	2.5 puan	10.3%	4 puan	8.7%	3.2 puan
2025/9M	TUPRS	4.6%	0.3 puan	8.0%	0.5 puan	7.2%	0.3 puan
2025/9M	TUREX	6.0%	0.9 puan	8.8%	1.3 puan	7.1%	1.1 puan
2025/9M	TURSG	14.5%	0.1 puan	53.1%	-0.9 puan		
2025/9M	ULKER	6.4%	0.2 puan	20.4%	0.6 puan	9.8%	0.9 puan
2025/9M	VAKBN	1.3%	0 puan	23.7%	0.2 puan		
2025/9M	VESTL	-12.4%	-0.6 puan	-54.0%	-6.5 puan	-28.5%	-2 puan
2025/9M	YEOTK	6.9%	2.2 puan	32.9%	12.4 puan	15.6%	5.3 puan
2025/9M	YKBNK	1.7%	0.3 puan	21.1%	3.8 puan		
2025/9M	ZOREN	-6.6%	3.8 puan	-13.4%	7.6 puan	-8.1%	4.9 puan

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Son dönem verileri	
Ort. Aktif karlılık	3.2%
Ort. Özsermaye karlılığı	9.6%
Ort. Yatırım karlılığı	3.6%

Bir önceki dönem verileri	
Ort. Aktif karlılık	2.9%
Ort. Özsermaye karlılığı	8.5%
Ort. Yatırım karlılığı	3.2%

BIST

BIST 100'de yer alan, 9A25 dönemi verilerine göre ciro, FVÖK (faaliyet karı) ve FAVÖK kalemlerinin en çok arttığı ve azaldığı 10 finans dışı şirket ve 2025 yılındaki BIST 100'e göre relatif performansları.

Kod	9A25 yıllık ciro büyümesi	2025 relatif performans	Kod	9A25 yıllık FVÖK büyümesi	2025 relatif performans	Kod	9A25 yıllık FAVÖK büyümesi	2025 relatif performans
PATEK	106%	-8%	GUBRF	228%	6%	GUBRF	144%	6%
TOASO	63%	13%	ENERY	185%	103%	ENERY	68%	103%
ENKAI	58%	49%	BIMAS	160%	-10%	ENKAI	62%	49%
EFOR	47%	117%	TRALT	106%	58%	BRSAN	58%	12%
YEOTK	41%	-38%	BRSAN	71%	12%	BIMAS	50%	-10%
TAVHL	40%	-5%	TTKOM	71%	15%	TAVHL	44%	-5%
PGSUS	36%	-21%	ENKAI	70%	49%	MGROS	41%	-15%
CIMSA	34%	-12%	MGROS	66%	-15%	TUKAS	39%	-6%
TRALT	32%	58%	ZOREN	60%	-39%	AKSEN	36%	61%
KONTR	30%	-49%	AKSEN	48%	61%	BSOKE	36%	19%
TUPRS	-25%	25%	KONTR	-97%	-49%	VESTL	-87%	-65%
BTCIM	-21%	-27%	SASA	-91%	-40%	KONTR	-60%	-49%
AEFES	-21%	-28%	OBAMS	-77%	-26%	TOASO	-54%	13%
EGEEN	-20%	-28%	CANTE	-77%	5%	EGEEN	-53%	-28%
VESTL	-19%	-65%	EGEEN	-76%	-28%	MIATK	-52%	-18%
SASA	-18%	-40%	BTCIM	-70%	-27%	KUYAS	-52%	126%
ECILC	-18%	55%	AKSA	-67%	-30%	SASA	-46%	-40%
CANTE	-18%	5%	MIATK	-62%	-18%	DOAS	-32%	-4%
PETKM	-16%	-22%	EREGL	-58%	-14%	EREGL	-30%	-14%
AKSA	-16%	-30%	KUYAS	-50%	126%	AKSA	-28%	-30%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

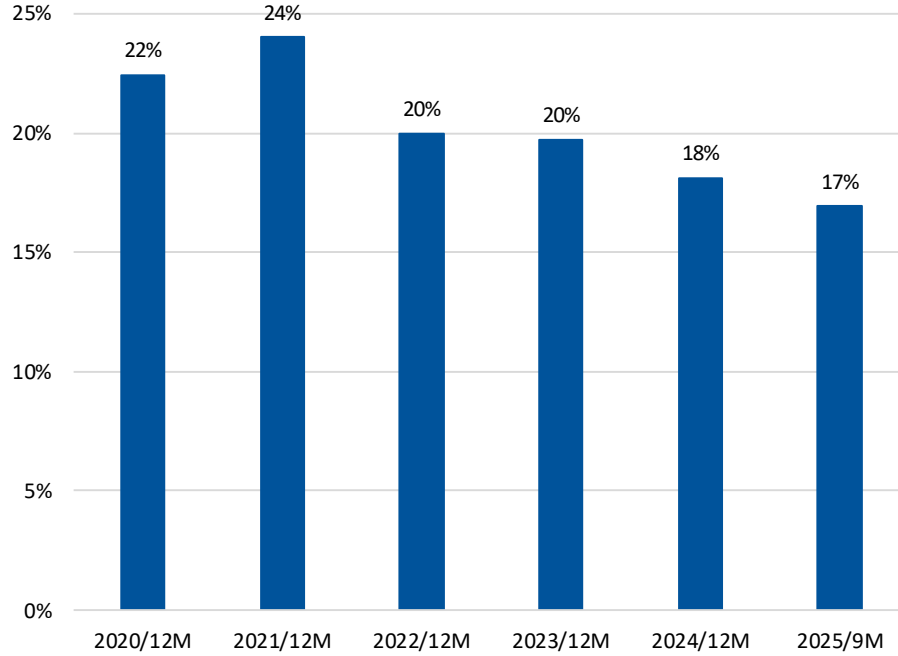
BIST

Araştırma kapsamımızda bulunan, 9A25 dönemi verilerine göre ciro, FVÖK (faaliyet karı) ve FAVÖK kalemlerinin en çok arttığı ve azaldığı 10 finans dışı şirket ve 2025 yılındaki BIST 100'e göre relatif performansları.

Kod	9A25 yıllık ciro büyümesi	2025 relatif performans	Kod	9A25 yıllık FVÖK büyümesi	2025 relatif performans	Kod	9A25 yıllık FAVÖK büyümesi	2025 relatif performans
TOASO	63%	13%	AYGAZ	191%	6%	KAREL	264%	-28%
ENKAI	58%	49%	BIMAS	160%	-10%	HTTBT	76%	-29%
HTTBT	54%	-29%	HTTBT	81%	-29%	ENKAI	62%	49%
TAVHL	40%	-5%	TTKOM	71%	15%	BIMAS	50%	-10%
PGSUS	36%	-21%	ENKAI	70%	49%	AYGAZ	50%	6%
CIMSA	34%	-12%	MGROS	66%	-15%	TAVHL	44%	-5%
THYAO	25%	-15%	AKSEN	48%	61%	MGROS	41%	-15%
TTKOM	14%	15%	TAVHL	41%	-5%	AKSEN	36%	61%
EBEBK	13%	-20%	TCELL	36%	-9%	ARMGD	33%	57%
ASELS	12%	179%	ARMGD	30%	57%	SISE	31%	-18%
TTRAK	-41%	-36%	TTRAK	-78%	-36%	VESTL	-87%	-65%
TUPRS	-25%	25%	ALKIM	-75%	-16%	TTRAK	-62%	-36%
BIZIM	-21%	-22%	ALFAS	-72%	-47%	VESBE	-56%	-60%
VESBE	-20%	-60%	AKCNS	-69%	-17%	ALFAS	-56%	-47%
VESTL	-19%	-65%	MEDTR	-68%	-52%	TOASO	-54%	13%
AKCNS	-18%	-17%	AKSA	-67%	-30%	AKCNS	-46%	-17%
BIOEN	-18%	-14%	EREGL	-58%	-14%	SELEC	-45%	-4%
ALFAS	-17%	-47%	BRISA	-52%	-15%	ALKIM	-45%	-16%
PETKM	-16%	-22%	SELEC	-52%	-4%	MEDTR	-43%	-52%
AYGAZ	-16%	6%	KORDS	-50%	-41%	AZTEK	-36%	-20%

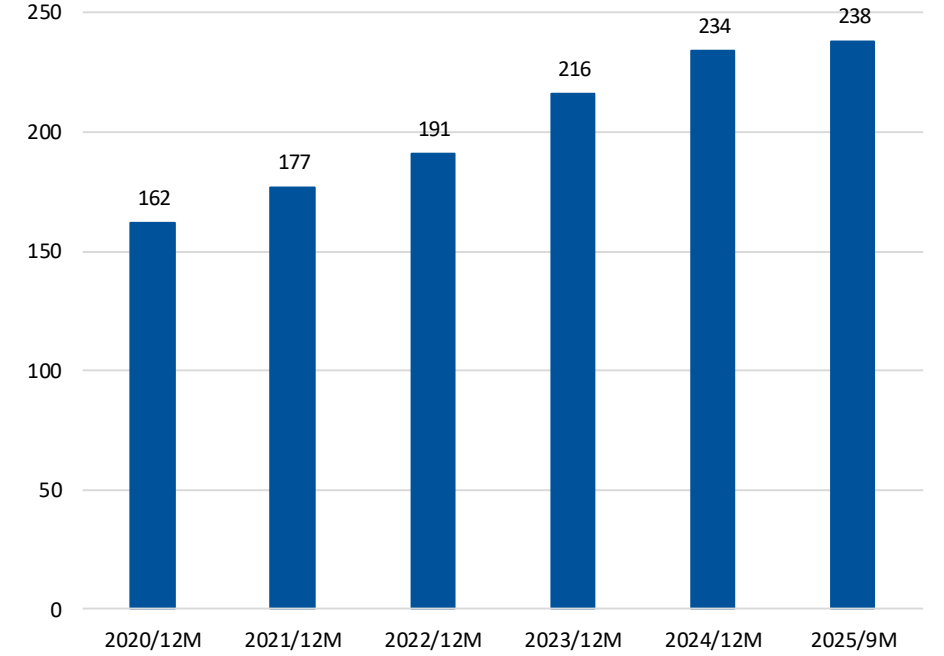
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Brüt kar marjı



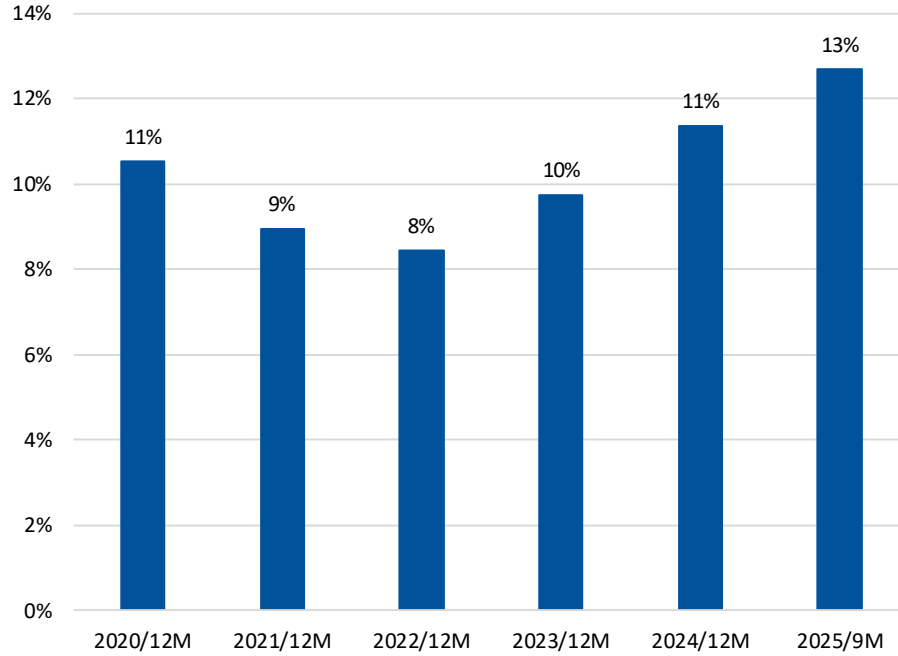
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Şirket sayısı



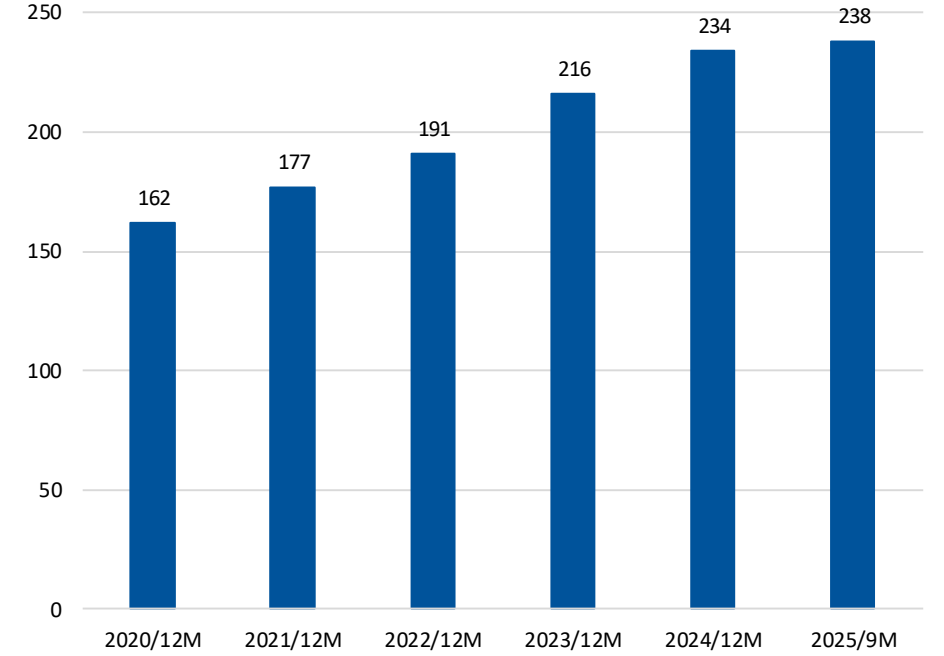
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Operasyonel giderler/satışlar



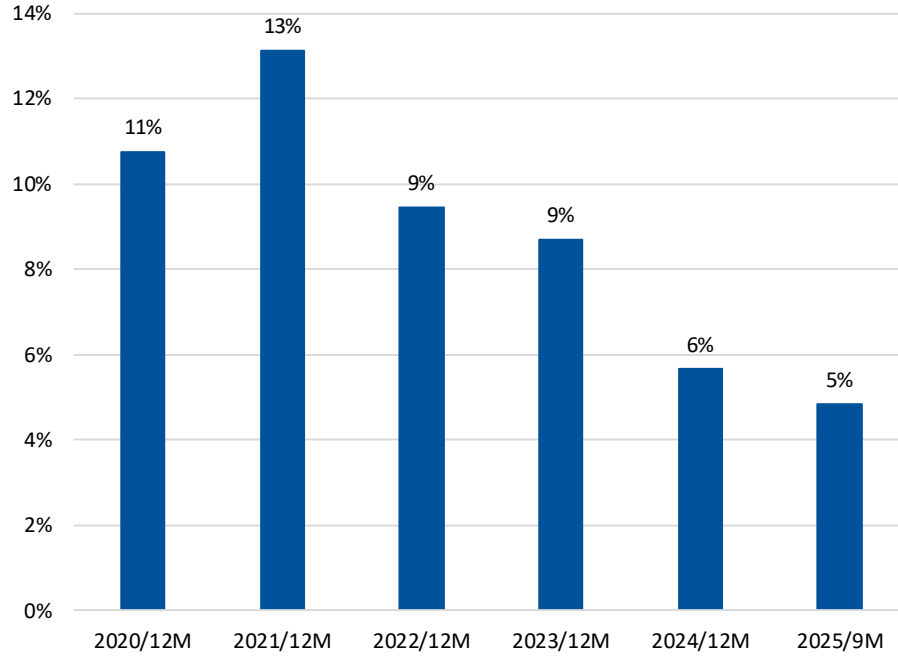
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Şirket sayısı



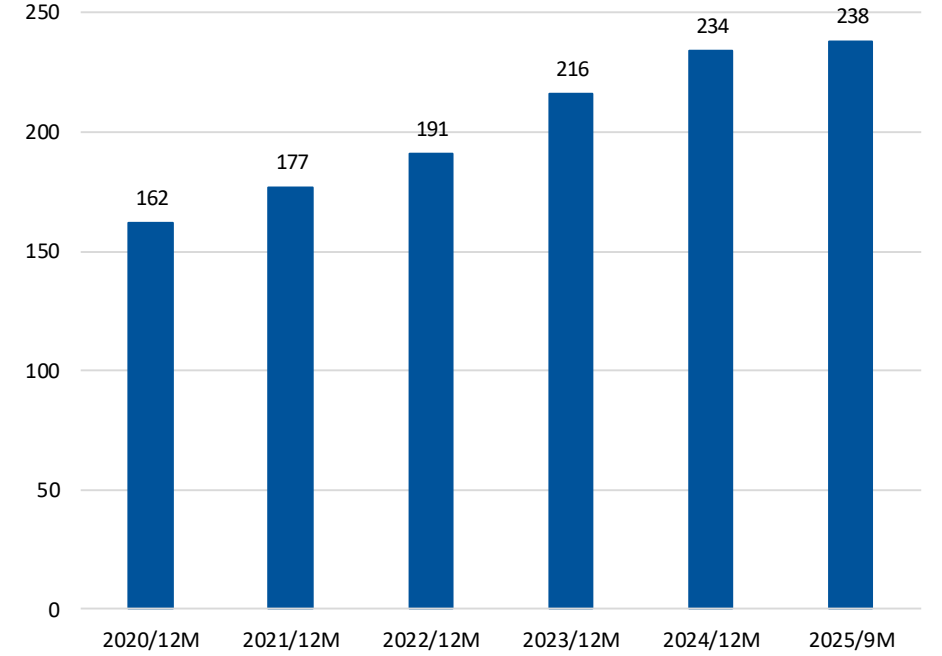
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

FVÖK marjı



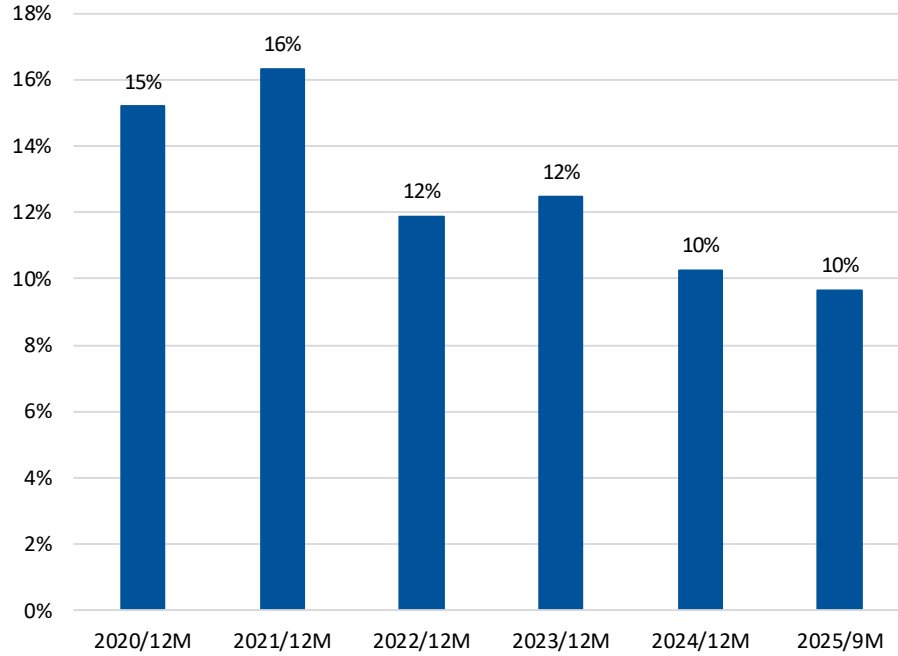
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Şirket sayısı



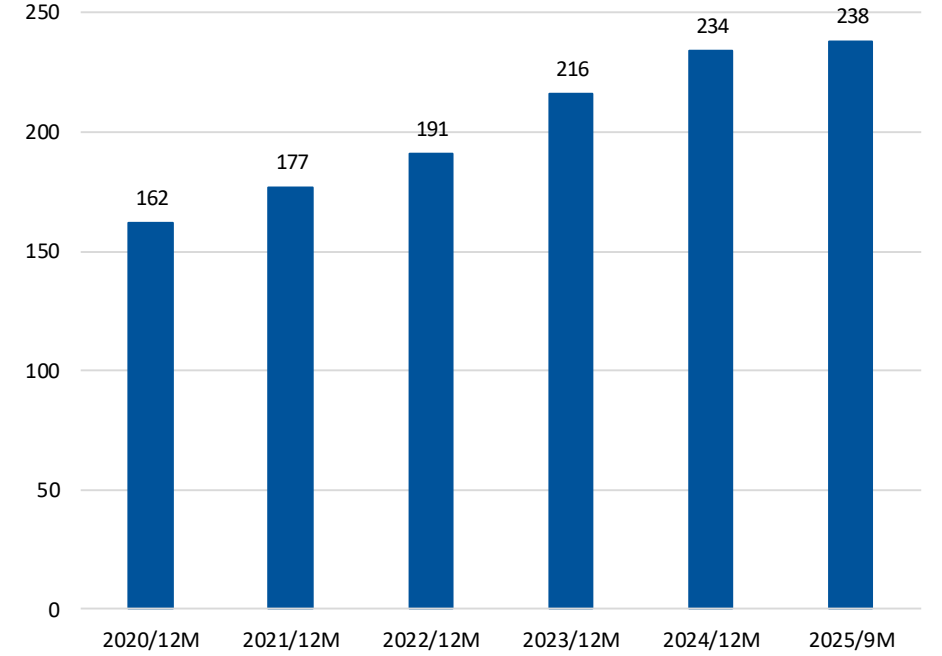
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

FAVÖK marjı



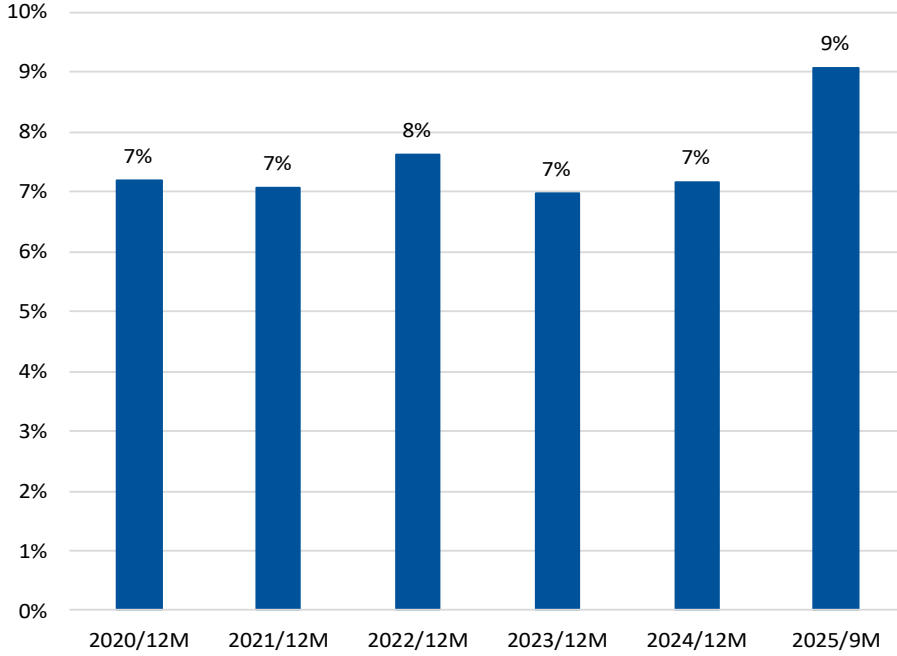
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Şirket sayısı



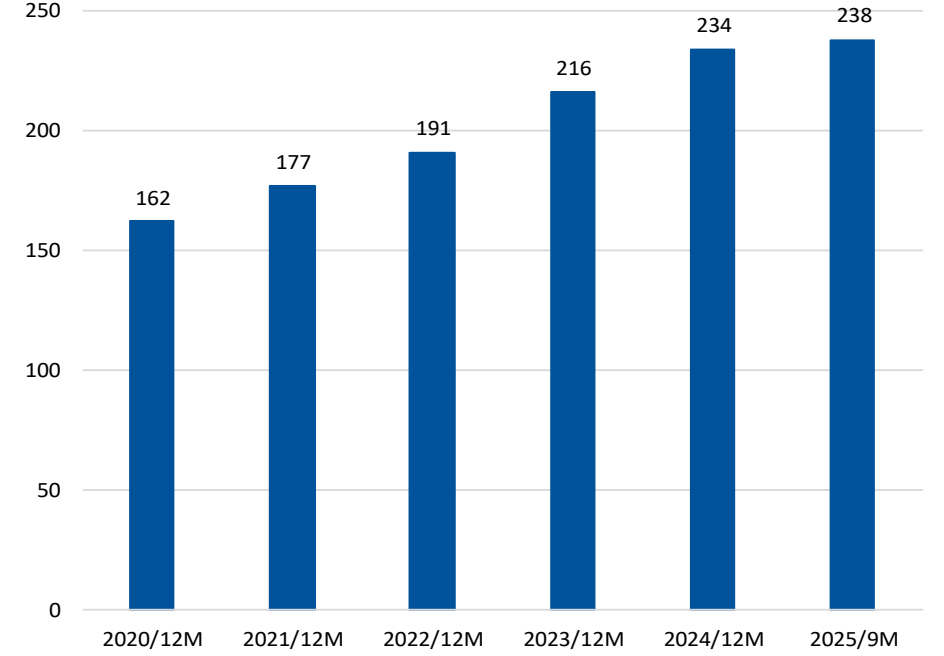
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Finansman gideri/satışlar

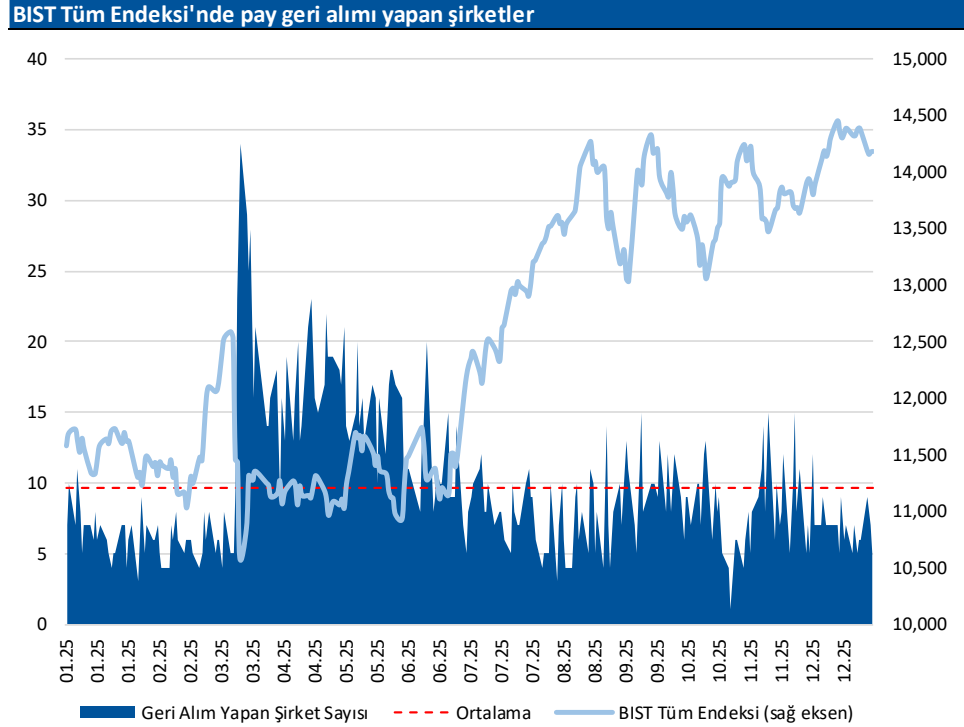


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

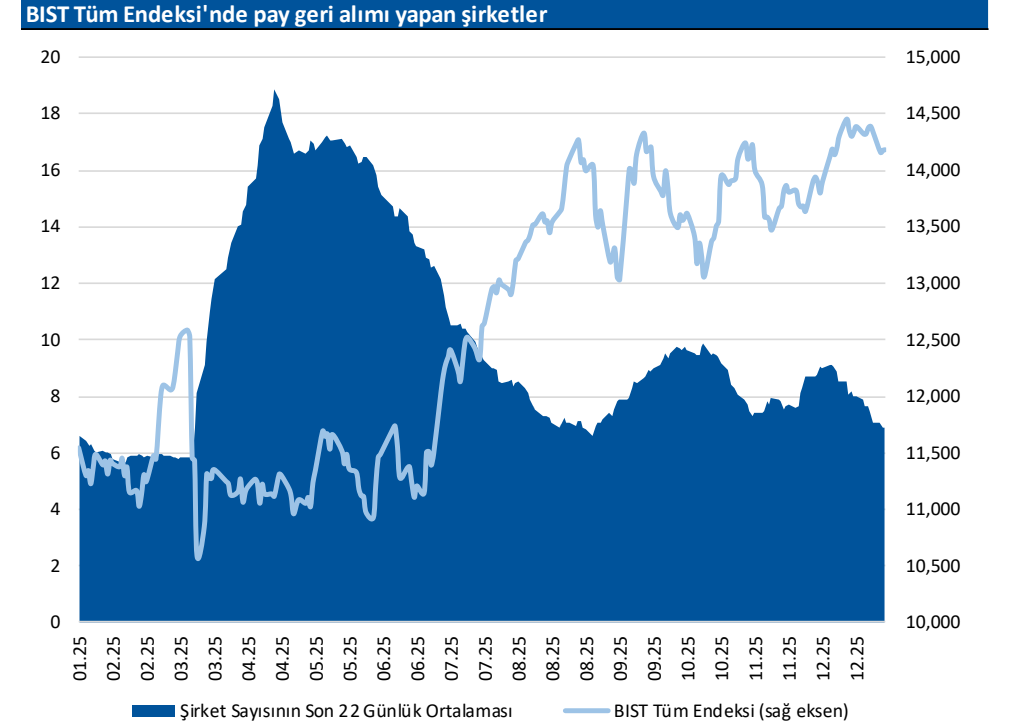
Şirket sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

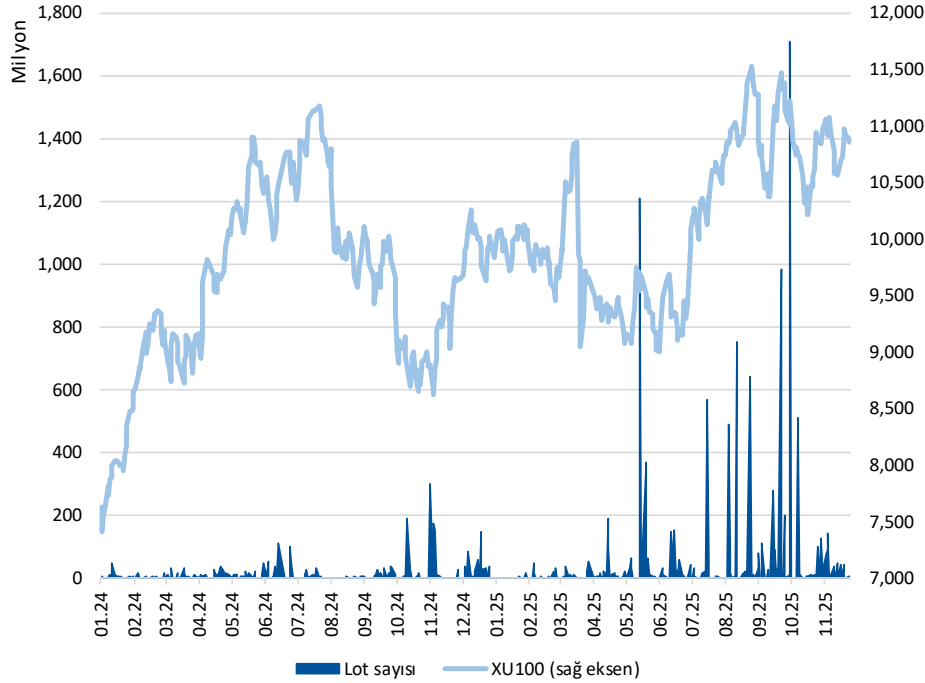


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet



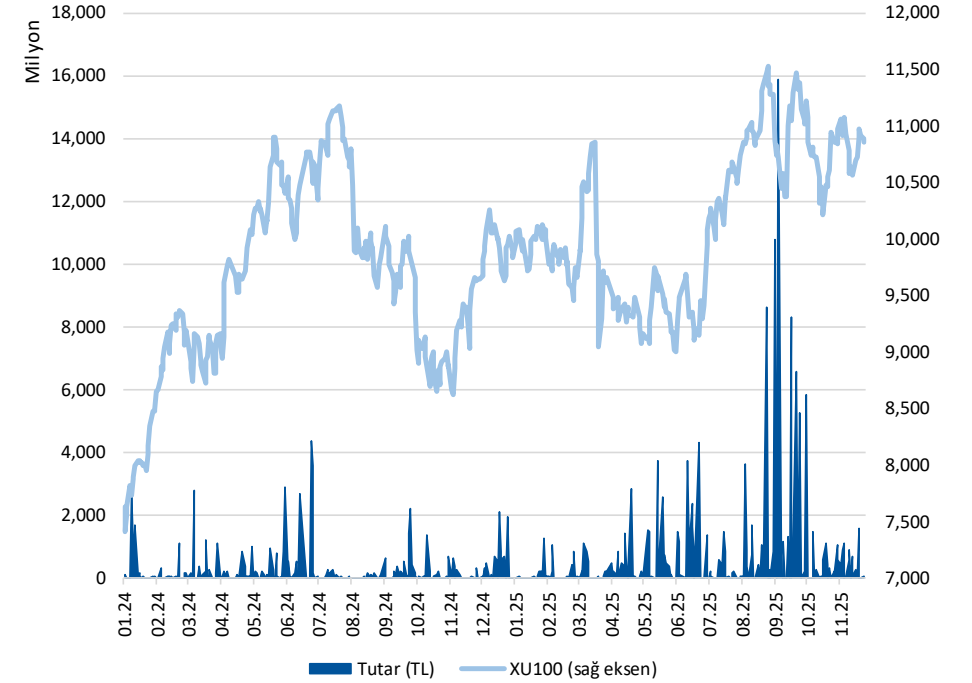
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

BİST 100 endeksi ve lot bazında borsada işlem gören tipe dönüşüm



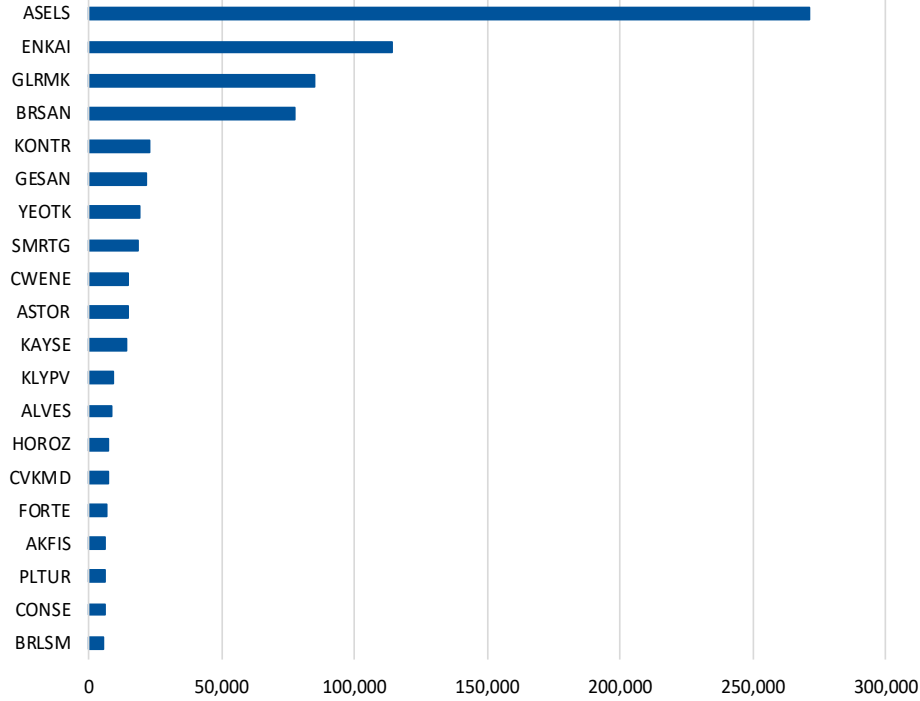
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, KAP

BİST 100 endeksi ve TL bazında borsada işlem gören tipe dönüşüm

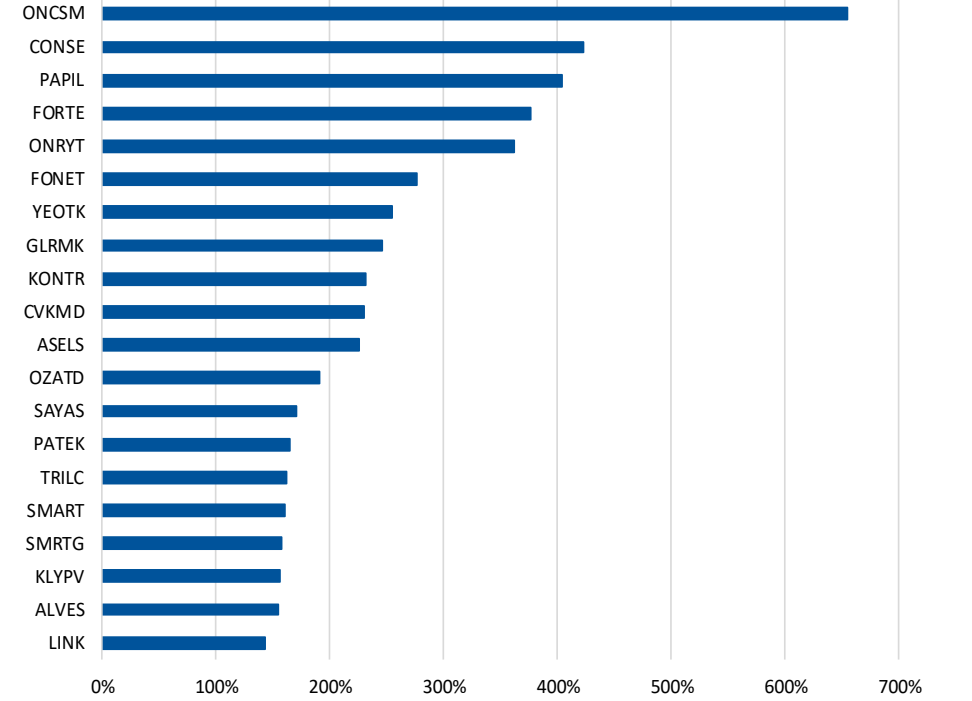


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, KAP

2025 yılı içerisinde en çok iş ilişkisi açıklayan 20 şirket (parasal büyüklük bazında) (mn TL)



2025 yılı içerisinde en çok iş ilişkisi açıklayan 20 şirket (2024 yılı cirosuna oranı bazında)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* Açıklanan iş ilişkilerinin parasal büyüklüklerinin şirketler açısından öneminin daha net anlaşılması için yıllık ciro ile karşılaştırılması faydalı olmakla birlikte söz konusu iş ilişkilerinin 1 yıl içerisinde tamamlanmayabileceği ve tamamının o yıl cirosunu etkilemeyebileceğinin de unutulmaması gerektiğini vurgulamak isteriz.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

■ Enflasyon muhasebesi

Enflasyon muhasebesi – I

- 2024 ve 2025 yıllarında uygulanan Enflasyon Muhasebesinin devamına yönelik tartışmalar devam ediyor. Üç yıllık kümülatif enflasyonun %100'ün üzerinde kalmaya devam etmesi nedeniyle tebliğ gereği uygulamanın sürmesi gerekiyor. Bu noktada, resmi açıklama gelmediği sürece 2026 yılı genelindeki uygulama için fikir belirtmenin erken olduğu düşüncesindeyiz.
- Diğer yandan, Enflasyon Muhasebesi uygulamasının 2025, 2026 ve 2027 hesap dönemlerinde ertelenmesine ilişkin düzenleme TBMM'de kabul edildi. Yeni düzenlemeye göre, 2025, 2026 ve 2027 hesap dönemleri ile bu dönemlere ilişkin geçici vergi süreçlerinde enflasyon düzeltmesi uygulanmayacak. Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerle görüşmelerimizden aldığımız geri dönüşler, ilgili değişikliğe yönelik çalışmaların devam ettiği ve şu aşamada bir şey söylemek için erken olduğu, ancak, önemli bir etki beklenmediği yönünde.**
- Ayrıca, şirketler, enflasyonun artış hızındaki yavaşlama ile enflasyon muhasebesinin TFRS finansalları üzerindeki etkisinde belirgin şekilde azalış olduğunu ve 2026 yılında da bu eğilimin devamını teyit ettiler.
- Uygulamanın devam etmesi durumunda sağ tarafta yer alan şirketler fonksiyonel para biriminin Türk lirası dışında başka bir para birimi olması dolayısıyla kapsam dışında olmaya devam edecek. Ancak, alt şirketleri ve/veya iştiraklerindeki Türk lirası işlemlerinden dolayı kısmen etkilenmeye devam edeceğinin altını çizmek isteriz.

Hisse	Şirket	Fonksiyonel para birimi	Piyasa değeri (mio TRY)	Piyasa değeri (mio USD)	2025 nominal performans	2025 relatif performans	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
ALCTL	Alcatel Teletaş	EUR	4,029	94	-14%	-25%		16.41	1.29
ARENA	Arena Bilgisayar	USD	2,824	66	-21%	-31%		7.46	1.14
BIGEN	Birleşim Grup Enerji Yatırımları	USD	5,331	124	-27%	-36%		14.43	1.56
BMSTL	Bms Birleşik Metal Sanayi	USD	13,275	310	214%	174%		60.80	10.07
BRSAN	Borusan Boru Sanayi	USD	80,739	1,883	29%	12%	81.10	24.22	2.18
BRYAT	Borusan Yat. Paz.	USD	64,097	1,495	11%	-3%	31.52		2.16
CASA	Casa Emtia Petrol	USD	524	12	32%	15%	46.13		2.32
CLEBI	Çelebi	EUR	37,641	878	-15%	-26%	11.42	7.38	4.77
DOCO	Do & Co Aktiengesellschaft	EUR	112,031	2,613	59%	39%	26.34	4.55	5.51
DOKTA	Döktaş Dökümcülük	EUR	7,562	176	-8%	-19%		27.57	1.09
ENKAI	Enka İnşaat	USD	480,600	11,208	70%	49%	14.30	10.38	1.36
ERCB	Erciyas Çelik Boru	USD	5,518	129	-30%	-39%		8.46	3.13
EREGL	Ereğli Demir Çelik	USD	169,540	3,954	-1%	-14%	33.39	13.98	0.61
FMIZP	F-M İzmit Piston	EUR	4,569	107	-2%	-15%	42.54	34.39	7.16
HTTBT	Hitit Bilgisayar Hizmetleri	USD	12,786	298	-19%	-29%	34.35	18.51	4.60
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	USD	3,160	74	-19%	-29%	8.91	10.66	0.63
INGRM	Ingram Bilişim	USD	9,966	232	-6%	-18%		25.85	5.01
ISDMR	İskenderun Demir Ve Çelik	USD	103,182	2,406	-12%	-24%	9.60	8.84	0.73
A1YEN	A1 Yenilenebilir Enerji	USD	1,629	38	4%	-10%	27.22	5.22	0.54
KLMSN	Klimasan Klima	EUR	2,511	59	10%	-4%		19.11	0.59
KOPOL	Koza Polyester Sanayi	USD	7,068	165	-17%	-28%	45.57	10.55	1.63
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	USD	9,567	223	-32%	-41%		16.07	0.63
MARBL	Tureks Turunc Madencilik	USD	2,844	66	-6%	-18%	23.45	8.62	1.11
MARTI	Martı Otel	EUR	1,662	39	-22%	-32%	32.96	31.52	0.29
MEGMT	Mega Metal Sanayi	USD	14,416	336	70%	48%	12.32	21.01	3.35
MGRYO	Martı G.M.Y.O.	EUR	2,727	64	37%	19%	2.28	26.06	0.26
NETAS	Netaş Telekom.	USD	3,739	87	-14%	-25%		26.61	
ODINE	Odine Solutions Teknoloji	USD	35,222	821	128%	99%	98.22	101.65	17.18
PARSN	Parsan	EUR	8,905	208	19%	4%		113.03	0.69
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret	USD	5,234	122	-16%	-26%	26.32	4.84	1.28
PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı	EUR	97,500	2,274	-10%	-21%	6.38	6.76	0.87
SEKUR	Sekuro Plastik	USD	685	16	-11%	-23%		9.31	1.58
TATEN	Tatlıpınar Enerji Üretim	USD	15,360	358	24%	8%	18.43	12.82	2.91
TAVHL	Tav Havalimanları	EUR	112,890	2,633	9%	-5%	28.54	7.25	1.41
THYAO	Türk Hava Yolları	USD	378,465	8,826	-2%	-15%	3.58	5.22	0.45

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonel

Enflasyon muhasebesi – II

- Enflasyon Muhasebesinin TFRS finansallarına uygulanmasına yönelik erteleme olması durumunda hangi şirketlerin olumlu etkilenebileceğini tespit etmenin önemli olduğunu düşünüyoruz. Bu noktada, enflasyon muhasebesinin sanayi şirketlerinin karlılıklarına etkilerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:
- ✓ **BIST Sınai endeksinde yer alan şirketlerin brüt kâr marjlarını incelediğimizde, uygulamanın olumsuz etkilerini takip ediyoruz. Şirketlerin, EM öncesi son 10 çeyrek dönemdeki brüt kâr marjlarının medyanı %24,5 seviyesinde oluşurken, EM sonrası son 10 çeyrek dönemde marj %17,7'ye gerilemiş durumda.**
- ✓ **Benzer görünümü, FAVÖK marjında da izliyoruz. İlgili şirketlerin, EM öncesi son 10 çeyrek dönemdeki FAVÖK marjlarının medyanı %16,5 seviyesinde oluşurken, EM sonrası son 10 çeyrek içerisinde %11,1'e geriledi. Bu gerilemede, brüt kârlılıktaki azalışa ek olarak enflasyon üzeri artış gösteren operasyonel giderlerin etkisinden de bahsedebiliriz.**
- ✓ **EM ile birlikte hayatımıza giren ve şirket finansallarını etkileyen en önemli kalemlerden biri olan parasal kayıp/kazanca baktığımızda ise, hala daha yüksek derecede finansallarda etkili olduğunu, ancak, enflasyondaki düşüş eğilimi ile birlikte etkisinin kısmen azalmaya başladığını görüyoruz. Buradaki değerlendirmemiz, aylık enflasyon artış hızının ivme kaybetmesi ve bunun düzenli şekilde devam ettiği senaryoda, parasal kayıp/kazanç kalemindeki momentumun da azalması ve şirketlere ait finansallardaki etkisinin görmezden gelir vaziyete geçmesi.**

EM* Öncesi son 10 çeyrek brüt kar marjı medyanı	EM* sonrası son 10 çeyrek brüt kar marjı medyanı
24.5%	17.7%

XUSIN şirketlerinin dönemler itibarıyla toplam parasal kayıp/kazanç tutarları (milyon TL)	
2022	76,781
2023	134,867
2024	91,521
9A25	97,525

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* EM= Enflasyon muhasebesi

EM* Öncesi son 10 çeyrek FAVÖK marjı medyanı	EM* sonrası son 10 çeyrek FAVÖK marjı medyanı
16.5%	11.1%

Yıllar itibarıyla XUSIN'in XU100'e göre relatif performansı	
2023	-4.5%
2024	-14.0%
2025	-6.3%
2023 - 2025	-19.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* EM= Enflasyon muhasebesi

Enflasyon muhasebesi – III

- Enflasyon Muhasebesi uygulanmasının ertelenmesi durumunda olumlu etkilenebilecek şirketleri aşağıda sıralarken, enflasyon muhasebesinin uygulandığı 2023 yılı sonuna kıyasla seçili endekslere göre relatif performanslarını paylaştık. **Yüksek enflasyon ve TL'deki değer kaybı oranları ile stok ve yeniden değerlendirme kaynaklı enflasyon muhasebesinin olumsuz etkilediği şirketler bu dönemde öne çıkabilir.** Ancak, yine de karlılıktaki daralmaları «sadece» enflasyon muhasebesine bağlamıyor; içeride enflasyon ile mücadele kapsamında uygulanan parasal sıkılaşma adımlarının etkileri ve zorlu talep/fiyatlandırma koşulları, dışarıda ise ana ihracat pazarlarımızda zayıflamayı göz ardı etmiyor ve söz konusu azalışta etkili olabileceğini düşünüyoruz.

BIST 100 endeksinde yer alan ve EM uygulamasının ertelenmesi durumunda olumlu etkilenebilecek şirketler		
Kod	XU100'e relatif performans*	
AEFES	-23.1%	
AKSA	-15.5%	
ARCLK	-47.0%	
ASTOR	-17.0%	
BSOKE	248.9%	
BTCIM	-34.0%	
CCOLA	-16.8%	
EGEEN	-48.9%	
EUPWR	-59.3%	
FROTO	-4.3%	
HEKTS	-71.8%	
KCAER	-32.5%	
KRDMD	-28.7%	
OTKAR	-25.5%	
PETKM	-40.8%	
SASA	-58.8%	
TOASO	-7.5%	
TRALT	39.6%	
TRENJ	94.5%	
TRMET	65.4%	
TTRAK	-43.6%	
TUKAS	-25.3%	
TUPRS	6.8%	
ULKER	-3.9%	
VESTL	-58.7%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* 2023 yılı sonundan bu yana relatif performansları gösterilmiştir.

BIST Sınai endeksinde yer alan ve EM uygulamasının ertelenmesi durumunda olumlu etkilenebilecek şirketler																	
Kod	XU100*	XUSIN*	Kod	XU100*	XUSIN*	Kod	XU100*	XUSIN*	Kod	XU100*	XUSIN*	Kod	XU100*	XUSIN*	Kod	XU100*	XUSIN*
ACSEL	-39.3%	-24.2%	BOSSA	-12.0%	9.8%	EGSER	-44.0%	-30.2%	KAPLM	130.2%	187.1%	NIBAS	-13.4%	8.0%	SNICA	-61.9%	-52.5%
ADEL	-24.8%	-6.2%	BRISA	-24.4%	-5.6%	EKOS	-57.2%	-46.7%	KARSN	-28.3%	-10.5%	NUHCM	-50.1%	-37.7%	SOKE	-57.4%	-46.9%
AEFES	-23.1%	-4.1%	BRSAN	-37.4%	-21.9%	EKSUN	-47.8%	-34.9%	KARTN	-29.4%	-12.0%	ONCSM	18.4%	47.8%	TARKM	-61.4%	-51.9%
AGROT	-66.0%	-57.6%	BSOKE	248.9%	335.3%	ELITE	-65.1%	-56.5%	KATMR	33.8%	66.9%	ORCAY	-33.4%	-16.9%	TATGD	-59.8%	-49.8%
AKCNS	-20.3%	-0.6%	BTCIM	-34.0%	-17.7%	EMKEL	41.9%	77.0%	KAYSE	-62.5%	-53.2%	OTKAR	-25.5%	-7.1%	TBORG	58.9%	98.2%
AKSA	-15.5%	5.5%	BUCIM	-27.5%	-9.6%	ENSRİ	95.3%	143.6%	KBORU	36.7%	70.6%	OZRDN	-22.6%	-3.4%	TEZOL	-49.9%	-37.5%
ALCAR	-43.3%	-29.3%	BURCE	214.0%	291.7%	EPLAS	-36.5%	-20.8%	KCAER	-32.5%	-15.8%	OZSUB	-2.8%	21.3%	TMSN	-20.9%	-1.3%
ALKA	7.2%	33.7%	BURVA	502.6%	651.7%	ERBOS	-32.8%	-16.1%	KLSE	-72.4%	-65.6%	PENGĐ	-13.3%	8.2%	TOASO	-7.5%	15.4%
ALKİM	-29.6%	-12.2%	CCOLA	-16.8%	3.8%	EUPWR	-59.3%	-49.2%	KLSEYN	-5.9%	17.4%	PETKM	-40.8%	-26.2%	TRALT	39.6%	74.1%
ANGEN	-42.6%	-28.4%	CELHA	-14.7%	6.4%	EUREN	-19.7%	0.1%	KMPUR	-63.9%	-54.9%	PETUN	-16.6%	4.1%	TRENJ	94.5%	142.6%
ARCLK	-47.0%	-33.8%	CEMAS	-39.3%	-24.2%	FORMT	47.3%	83.8%	KNFRT	-12.6%	9.1%	PNLSN	-55.7%	-44.8%	TRMET	65.4%	106.3%
ARSAN	105.6%	156.5%	CEMTS	-24.6%	-6.0%	FRİGO	46.2%	82.3%	KONKA	-35.0%	-18.9%	PNSUT	-23.1%	-4.1%	TTRAK	-43.6%	-29.6%
ASTOR	-17.0%	3.5%	CMBTN	-40.3%	-25.6%	FROTO	-4.3%	19.4%	KONYA	-58.5%	-48.3%	POLTK	-64.7%	-55.9%	TUCLK	-45.2%	-31.7%
ASUZU	-38.6%	-23.4%	CUSAN	-27.6%	-9.6%	GEDZA	-8.5%	14.2%	KRDMD	-28.7%	-11.0%	PRKAB	-33.3%	-16.8%	TUKAS	-25.3%	-6.8%
ATAKP	-26.3%	-8.0%	CVKMD	96.8%	145.5%	GEREL	71.6%	114.0%	KRPLS	-29.5%	-12.1%	PRKME	-33.5%	-17.1%	TUPRS	6.8%	33.3%
AVOD	-25.0%	-6.4%	DERİM	57.5%	96.5%	GIPTA	56.9%	95.7%	KRTEK	-38.9%	-23.8%	PRZMA	-46.7%	-33.5%	ULKER	-3.9%	19.8%
AYGAZ	7.6%	34.2%	DEVA	-45.5%	-32.1%	GOODY	-48.2%	-35.3%	KRVGD	-19.9%	-0.1%	QUAGR	-65.5%	-56.9%	ULUSE	-18.5%	1.7%
BAKAB	-32.4%	-15.6%	DGNMO	-64.3%	-55.5%	HATEK	-8.5%	14.1%	KTSKR	-20.8%	-1.2%	RUZYE	7.6%	34.3%	ULUUN	-33.5%	-17.0%
BARMA	48.9%	85.8%	DITAS	197.4%	271.0%	HATSN	-48.0%	-35.1%	LUKSK	4.9%	30.9%	SAMAT	-70.0%	-62.6%	USAK	-12.6%	9.1%
BAYRK	0.0%	24.7%	DMRGD	66.7%	107.9%	HEKTS	-71.8%	-64.8%	MAKİM	-56.0%	-45.1%	SANFM	45.9%	82.0%	VESBE	-66.5%	-58.2%
BESLR	-13.0%	8.5%	DNİSİ	0.6%	25.5%	IHEVA	-32.0%	-15.2%	MAKTK	94.8%	143.0%	SARKY	-12.5%	9.1%	VESTL	-58.7%	-48.4%
BFREN	-53.9%	-42.5%	DOFER	42.2%	77.4%	İMASİM	2.5%	27.9%	MEDTR	-31.6%	-14.6%	SASA	-58.8%	-48.6%	VKİNG	-11.9%	9.9%
BIENY	-58.9%	-48.8%	DOĞUB	114.4%	167.5%	İSKPL	603.9%	778.0%	MEKAG	-43.8%	-29.9%	SAYAS	-70.3%	-63.0%	YAPRK	-16.3%	4.4%
BLCYT	48.9%	85.7%	DURDO	-29.2%	-11.7%	İZFAS	729.1%	934.3%	MERCN	-19.9%	-0.1%	SELVA	61.0%	100.8%	YATAS	8.2%	34.9%
BMSCH	258.4%	347.0%	DYOBÝ	5.1%	31.1%	İZİNV	14.0%	42.2%	MERKO	15.3%	43.8%	SEYKM	4.5%	30.3%	YKSLN	-49.8%	-37.4%
BNTAS	15.7%	44.4%	EGEEN	-48.9%	-36.2%	İZMDC	-22.7%	-3.5%	MNDRS	3.9%	29.7%	SİLVİR	9.2%	36.2%	YUNSA	-42.7%	-28.5%
BORSK	-30.8%	-12.7%	EGGUB	43.2%	78.6%	JANTS	-18.5%	1.7%	MNDTR	-20.3%	-0.6%	SKTAS	2.5%	27.8%	YYLGD	-49.5%	-37.0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* 2023 yılı sonundan bu yana seçili endekslere göre relatif performansları gösterilmiştir.

■ Özel analiz | araştırma kapsamı

Seçilen kalemlere göre şirketlerin finansal sağlığını ölçme sistemimiz (Şirket Check-up)

- Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü olarak Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketleri gelir tablosu ve bilançosunda yer alan toplamda 19 alt kalem ve rasyoda incelemeye bu yıl da devam ediyoruz. Gelir tablosu kalemlerini hem çeyrekssel hem de 9 aylık rakamlar bazındaki gelişimleriyle değerlendirirken, bilanço kalemlerini çeyrekler itibarıyla ele aldık. Sonuç olarak, söz konusu analiz sonucunda her bir kalemden minimum 0, maksimum 5 puan alabilecek şekilde özel bir puanlama sistemi oluşturduk.

Gelir tablosu

- ✓ Satış geliri büyümesi
- ✓ Brüt kar marjı
- ✓ Operasyonel giderler/satış geliri
- ✓ Esas faaliyet kar marjı
- ✓ Net finansman gideri
- ✓ Vergi öncesi kar (VÖK) büyümesi

Bilanço

- ✓ Net borç
- ✓ Net borç/FAVÖK
- ✓ Net borç/özsermaye
- ✓ Özsermaye büyümesi
- ✓ Özsermaye Karlılığı
- ✓ Aktif Karlılık
- ✓ ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi)
- ✓ Cari oranı
- ✓ Likidite oranı
- ✓ Nakit oran
- ✓ Net işletme sermayesi/satış geliri
- ✓ Nakit döndürme süresi
- ✓ Nakit akışı

- Sistemimizde **TTKOM**, **CCOLA**, **SOKM**, **TUPRS** ve **AYGAZ** ön plana çıkan şirketler olarak yer alıyor. Son durumda, **CCOLA**'yı Model Portföy, **TUPRS**'i da Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.

Şirket	Puan	2025 Relatif	Şirket	Puan	2025 Relatif	Şirket	Puan	2025 Relatif
TTKOM	80	15%	TCELL	52	-9%	VESBE	38	-60%
CCOLA	76	-13%	THYAO	52	-15%	AKCNS	36	-17%
SOKM	76	8%	BRISA	50	-15%	LKMNH	36	-5%
TUPRS	68	25%	CIMSA	50	-12%	MAVI	36	-10%
AYGAZ	66	6%	KAREL	50	-28%	AKSEN	34	61%
TAVHL	62	-5%	MGROS	50	-15%	ALFAS	30	-47%
ENKAI	60	49%	ARCLK	46	-38%	HEKTS	30	-31%
TOASO	60	13%	YATAS	46	26%	OFSYM	30	47%
BIMAS	58	-10%	DOAS	44	-4%	ARMGD	28	54%
KLKIM	56	0%	OTKAR	44	-12%	BIGCH	28	46%
SISE	56	-18%	ALKIM	42	-16%	BIOEN	28	-14%
ASELS	54	179%	HTTBT	42	-29%	MEDTR	24	-52%
ENJSA	54	40%	KORDS	42	-41%	VESTL	24	-65%
GWIND	54	-41%	EREGL	40	-14%	AKSA	20	-30%
LOGO	54	26%	FROTO	40	-6%	TTRAK	12	-36%
PETKM	54	-22%	MPARK	40	-13%	AZTEK	2	-20%
ULKER	54	-13%	PGSUS	40	-21%			
BIZIM	52	-22%	EBEBK	38	-20%			
KRDMD	52	-19%	INDES	38	-10%			
SELEC	52	-4%	TABGD	38	24%			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

- Yan tarafta yer alan tabloda sistemimize göre, Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketlerin puanlarını görebilirsiniz.

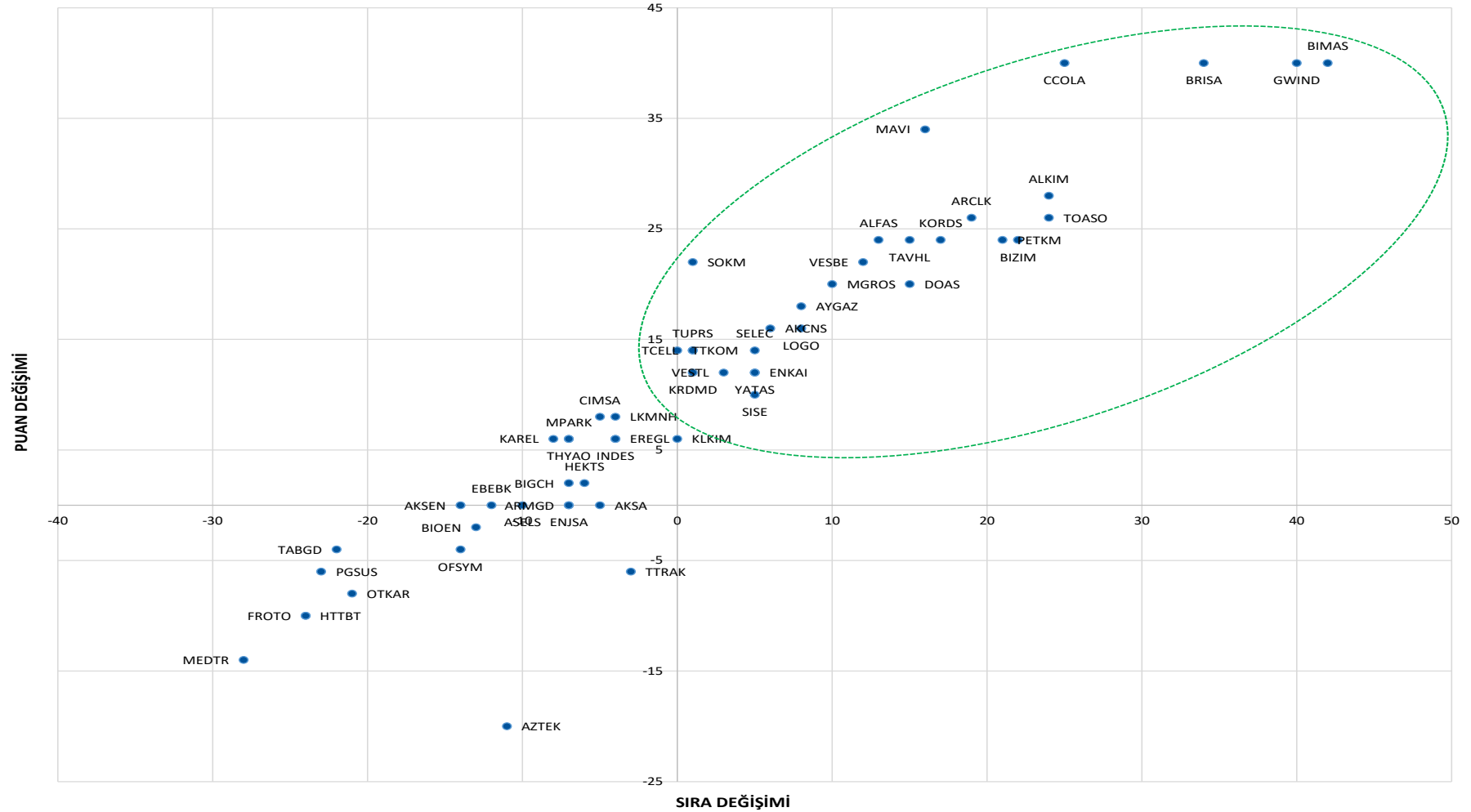
Seçilen kalemlere göre şirketlerin finansal sağlığını ölçme sistemimiz (Şirket Check-up)

- Aşağıdaki tabloda, Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketlerin 3Ç25 itibarıyla puanları ile 2Ç25 dönemine kıyasla puan ve sıralama değişimleri yer almaktadır. Söz konusu tabloda bulunan şirketlerin durumunun grafikte gösterilmiş halini de sonraki sayfada görebilirsiniz.

Sıralama	Sıra Değişimi	Şirket	Puan	Puan Değişimi	2025 Relatif	Sıralama	Sıra Değişimi	Şirket	Puan	Puan Değişimi	2025 Relatif	Sıralama	Sıra Değişimi	Şirket	Puan	Puan Değişimi	2025 Relatif
1	0	TTKOM	80	14	15%	21	1	TCELL	52	14	-9%	41	12	VESBE	38	22	-60%
2	25	CCOLA	76	40	-13%	22	-7	THYAO	52	6	-15%	42	6	AKCNS	36	15	-17%
3	1	SOKM	76	22	8%	23	34	BRISA	50	40	-15%	43	-4	LKMNH	36	8	-5%
4	1	TUPRS	68	14	25%	24	-5	CIMSA	50	8	-12%	44	16	MAVI	36	34	-10%
5	8	AYGAZ	66	18	6%	25	-8	KAREL	50	6	-28%	45	-14	AKSEN	34	0	61%
6	15	TAVHL	62	24	-5%	26	10	MGROS	50	20	-15%	46	13	ALFAS	30	24	-47%
7	5	ENKAI	60	12	49%	27	19	ARCLK	46	25	-38%	47	-6	HEKTS	30	2	-31%
8	24	TOASO	60	25	13%	28	5	YATAS	46	12	26%	48	-14	OFSYM	30	-4	47%
9	42	BIMAS	58	40	-10%	29	15	DOAS	44	20	-4%	49	-7	ARMGD	28	0	54%
10	0	KLKIM	56	6	0%	30	-21	OTKAR	44	8	-12%	50	-7	BIGCH	28	2	46%
11	5	SISE	56	10	-18%	31	24	ALKIM	42	28	-16%	51	-13	BIOEN	28	-2	-14%
12	-10	ASELS	54	0	179%	32	-24	HTTBT	42	10	-29%	52	-28	MEDTR	24	-14	-52%
13	-7	ENJSA	54	0	40%	33	17	KORDS	42	24	-41%	53	3	VESTL	24	12	-65%
14	40	GWIND	54	40	-41%	34	-4	EREGL	40	6	-14%	54	-5	AKSA	20	0	-30%
15	8	LOGO	54	15	26%	35	-24	FROTO	40	10	-6%	55	-3	TTRAK	12	16	-36%
16	21	PETKM	54	24	-22%	36	-7	MPARK	40	6	-13%	56	-11	AZTEK	2	20	-20%
17	41	ULKER	54	45	-13%	37	-23	PGSUS	40	16	-21%						
18	22	BIZIM	52	24	-22%	38	-12	EBEBK	38	0	-20%						
19	1	KRDMD	52	12	-19%	39	-4	INDES	38	6	-10%						
20	5	SELEC	52	14	-4%	40	-22	TABGD	38	14	24%						

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Seçilen kalemlere göre şirketlerin finansal sağlığını ölçme sistemimiz (Şirket Check-up)



Seçilen kalemlere göre şirketlerin finansal sağlığını ölçme sistemimiz (Şirket Check-up)

- 2025 Strateji Raporumuzda paylaştığımız sıralamadaki şirketlerin 2025 yılındaki performanslarına baktığımızda, **güçlü bilanço yapısı ve faaliyetleri ile öne çıkan ve bu doğrultuda da ölçüm sistemimizde yüksek puana sahip şirketlerin olumlu ayrıştığını görüyoruz**. 50 puanı eşik olarak kabul ettiğimizde, 50 ve üzerinde puana sahip şirketlerin 2025 yılındaki relatif performanslarının ortalaması **%+1** seviyesinde iken 50 puanın altındaki şirketlerin performansı **%-9** seviyesinde şekilleniyor.

Şirket	Puan	2025 Relatif	Şirket	Puan	2025 Relatif	Şirket	Puan	2025 Relatif
MGROS	70	-15%	ASELS	36	179%	BIOEN	24	-14%
TTKOM	68	15%	ULKER	36	-13%	YATAS	24	26%
TAVHL	66	-5%	EREGL	36	-14%	KORDS	22	-41%
TCELL	64	-9%	MEDTR	36	-52%	MAVI	22	-10%
KLKIM	60	0%	AKCNS	36	-17%	CCOLA	22	-13%
PGSUS	58	-21%	BIGCH	34	46%	KMPUR	22	-27%
ENKAI	56	49%	ENJSA	32	40%	ALKIM	18	-16%
TKFEN	54	-14%	TEZOL	32	-33%	BRISA	18	-15%
AYGAZ	54	6%	KONTR	30	-49%	VESBE	16	-60%
CIMSA	54	-12%	SOKM	30	8%	AKSA	16	-30%
MPARK	52	-13%	FROTO	30	-6%	AKSEN	14	61%
TUPRS	50	25%	BIZIM	30	-22%	HEKTS	14	-31%
TABGD	48	24%	KRDMD	28	-19%	ARCLK	12	-38%
GENIL	48	45%	PETKM	28	-22%	TTRAK	12	-36%
HTTBT	46	-29%	TOASO	26	13%	KAREL	10	-28%
THYAO	44	-15%	SISE	24	-18%	DOAS	6	-4%
LKMNH	44	-5%	GWIND	24	-41%	OTKAR	6	-12%
BIMAS	44	-10%	VESTL	24	-65%	ALFAS	0	-47%
SELEC	44	-4%	AZTEK	24	-20%			
LOGO	42	26%	INDES	24	-10%			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Piyasa değeri ve firma değerine göre şirketlerin değerleri (XUTUM)

- Şirketlerin piyasa değerleri (MCAP) ve firma değerlerini (EV), serbest nakit akışı (SNA) ve satış geliri ile oranlayarak analiz ettik. Bu noktada, **MCAP/SNA**, **EV/SNA**, **MCAP/satışlar** ve **EV/satışlar** rasyolarını inceledik.
- Aşağıda yer alan tabloda XUTUM endeksinde yer alan şirketlerin son açıklanan finansallarına göre elde ettiğimiz rasyolarının pozitif olanlarının (serbest nakit akışı açısından) en küçük ve büyük değerleri sıralı şekilde gösterilmiştir. **Şirketlerin söz konusu tabloda yer almasının Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma departmanı olarak ön plana çıkardığımız ve/veya beğendiğimiz anlamı taşımadığını önemle belirtmek isteriz.**

Mcapi/SNA	Şirket	Rasyo
1	MZHL	0.9
2	AYDEM	1.3
3	DESPC	1.3
4	GLRYH	1.4
5	ARZUM	1.4
6	SOKM	1.5
7	BAGFS	1.6
8	DGATE	1.7
9	EPLAS	1.8
10	YKSLN	1.8

Mcapi/SNA	Şirket	Rasyo
1	BSOKE	11,907
2	HEDEF	4,355
3	BIGCH	1,903
4	YIGIT	1,530
5	INTEM	745
6	INVEO	672
7	METRO	516
8	BIGTK	464
9	ODINE	426
10	GRTHO	424

EV/SNA	Şirket	Rasyo
1	TRENJ	0.1
2	DESPC	0.7
3	MZHL	1.1
4	DGATE	1.1
5	SOKM	1.6
6	GSDHO	2.0
7	EPLAS	2.0
8	DZGYO	2.1
9	TRMET	2.2
10	GOZDE	2.2

EV/SNA	Şirket	Rasyo
1	BSOKE	13,290
2	HEDEF	4,354
3	BIGCH	2,126
4	YIGIT	1,367
5	VESTL	900
6	INVEO	771
7	INTEM	755
8	METRO	505
9	BIGTK	465
10	GRTHO	420

Mcapi/Satış	Şirket	Rasyo
1	GEDIK	0.05
2	ISMEN	0.05
3	SKYMD	0.07
4	BIZIM	0.07
5	GLBMD	0.08
6	TKNSA	0.09
7	INDES	0.10
8	SOKM	0.11
9	VESTL	0.11
10	AGHOL	0.12

Mcapi/Satış	Şirket	Rasyo
1	ULAS	2,164,640
2	ISATR	816,059
3	TRHOL	125,621
4	ISBTR	95,619
5	GOZDE	18,481
6	ICUGS	6,889
7	ESCOM	1,516
8	BRYAT	709
9	LYDHO	601
10	LYDYE	556

EV/Satış	Şirket	Rasyo
1	ISMEN	0.04
2	GEDIK	0.05
3	GLBMD	0.06
4	SKYMD	0.06
5	TRENJ	0.06
6	DESPC	0.06
7	ULUUN	0.07
8	INDES	0.07
9	TKNSA	0.08
10	BIZIM	0.09

EV/Satış	Şirket	Rasyo
1	ICUGS	7,094
2	BRYAT	707
3	HUBVC	624
4	YYAPI	472
5	LYDHO	438
6	LYDYE	417
7	METRO	387
8	BINHO	336
9	SONME	169
10	MAALT	155

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Piyasa değeri ve firma değerine göre şirketlerin değerleri (XUSIN)

- Şirketlerin piyasa değerleri (MCAP) ve firma değerlerini (EV), serbest nakit akışı (SNA) ve satış geliri ile oranlayarak analiz ettik. Bu noktada, **MCAP/SNA**, **EV/SNA**, **MCAP/satışlar** ve **EV/satışlar** rasyolarını inceledik.
- Aşağıda yer alan tabloda XUSIN endeksinde yer alan şirketlerin son açıklanan finansallarına göre elde ettiğimiz rasyolarının pozitif olanlarının (serbest nakit akışı açısından) en küçük ve büyük değerleri sıralı şekilde gösterilmiştir. **Şirketlerin söz konusu tabloda yer almasının Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma departmanı olarak ön plana çıkardığımız ve/veya beğendiğimiz anlamı taşımadığını önemle belirtmek isteriz.**

Mcap/SNA	Şirket	Rasyo
1	BAGFS	1.6
2	EPLAS	1.8
3	YKSLN	1.8
4	YYLGD	2.3
5	TRENJ	2.5
6	DYOB	2.9
7	DGNMO	3.3
8	DEVA	3.3
9	AVOD	3.4
10	OZSUB	3.5

EV/SNA	Şirket	Rasyo
1	TRENJ	0.1
2	EPLAS	2.0
3	TRMET	2.2
4	YKSLN	2.4
5	BAGFS	3.4
6	YYLGD	3.8
7	DEVA	4.0
8	FADE	4.1
9	ISDMR	4.5
10	OZSUB	4.7

Mcap/Satış	Şirket	Rasyo
1	VESTL	0.11
2	ULUUN	0.13
3	IZMDC	0.22
4	ARCLK	0.23
5	DGNMO	0.24
6	GOODY	0.25
7	SARKY	0.27
8	VESBE	0.31
9	PNSUT	0.34
10	YATAS	0.34

EV/Satış	Şirket	Rasyo
1	TRENJ	0.06
2	ULUUN	0.07
3	GOODY	0.24
4	KOCMT	0.25
5	SARKY	0.31
6	IHEVA	0.34
7	TUPRS	0.35
8	AYGAZ	0.41
9	PRKAB	0.45
10	ARCLK	0.46

Mcap/SNA	Şirket	Rasyo
1	BSOKE	11,907
2	YIGIT	1,530
3	TBORG	352
4	SOKE	350
5	NIBAS	347
6	BMSTL	248
7	GOODY	209
8	EFOR	170
9	SAFKR	162
10	HEKTS	161

EV/SNA	Şirket	Rasyo
1	BSOKE	13,290
2	YIGIT	1,367
3	VESTL	900
4	NIBAS	349
5	TBORG	335
6	SOKE	314
7	GOODY	273
8	BMSTL	263
9	ULKER	207
10	HEKTS	200

Mcap/Satış	Şirket	Rasyo
1	BLUME	101
2	ARSAN	55
3	POLTK	53
4	EMKEL	32
5	ENSRI	29
6	IZINV	25
7	IZFAS	25
8	SAMAT	22
9	NIBAS	19
10	VSNMD	19

EV/Satış	Şirket	Rasyo
1	BLUME	93
2	POLTK	42
3	ARSAN	22
4	ENSRI	21
5	SAMAT	19
6	IZFAS	19
7	EMKEL	17
8	VSNMD	14
9	NIBAS	14
10	PRZMA	13

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Piyasa değeri ve firma değerine göre şirketlerin değerleri (Araştırma kapsamı)

- Şirketlerin piyasa değerleri (MCAP) ve firma değerlerini (EV), serbest nakit akışı (SNA) ve satış geliri ile oranlayarak analiz ettik. Bu noktada, **MCAP/SNA**, **EV/SNA**, **MCAP/satışlar** ve **EV/satışlar** rasyolarını inceledik.
- Aşağıda yer alan tabloda Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin son açıklanan finansallarına göre elde ettiğimiz rasyolarının (serbest nakit akışı açısından) pozitif olanlarının en küçük ve büyük değerleri sıralı şekilde gösterilmiştir. **Şirketlerin söz konusu tabloda yer almasının Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma departmanı olarak ön plana çıkardığımız ve/veya beğendiğimiz anlamı taşımadığını önemle belirtmek isteriz.**

Mcapi/SNA	Şirket	Rasyo
1	SOKM	1.5
2	BİZİM	2.1
3	KAREL	3.9
4	PGSUS	4.2
5	YATAS	4.4
6	ENJSA	4.9
7	THYAO	5.3
8	TTKOM	5.6
9	EREGL	5.7
10	MGROS	6.0

EV/SNA	Şirket	Rasyo
1	SOKM	1.6
2	BİZİM	3.4
3	MGROS	5.9
4	SELEC	6.0
5	KAREL	6.9
6	MEDTR	7.0
7	EREGL	7.0
8	MAVI	7.2
9	TTKOM	7.4
10	ENJSA	7.7

Mcapi/Satış	Şirket	Rasyo
1	ISMEN	0.05
2	BİZİM	0.07
3	İNDES	0.10
4	SOKM	0.11
5	VESTL	0.11
6	ARCLK	0.23
7	DOAS	0.23
8	MGROS	0.27
9	VESBE	0.31
10	KCHOL	0.34

EV/Satış	Şirket	Rasyo
1	ISMEN	0.04
2	İNDES	0.07
3	BİZİM	0.09
4	SOKM	0.09
5	DOHOL	0.16
6	MGROS	0.21
7	SELEC	0.25
8	DOAS	0.25
9	TUPRS	0.35
10	EBEBK	0.39

Mcapi/SNA	Şirket	Rasyo
1	BIGCH	1,903
2	İNDES	224
3	HEKTS	161
4	VESTL	115
5	ULKER	103
6	BIOEN	98
7	ARMGD	61
8	TOASO	47
9	EBEBK	31
10	ENKAI	29

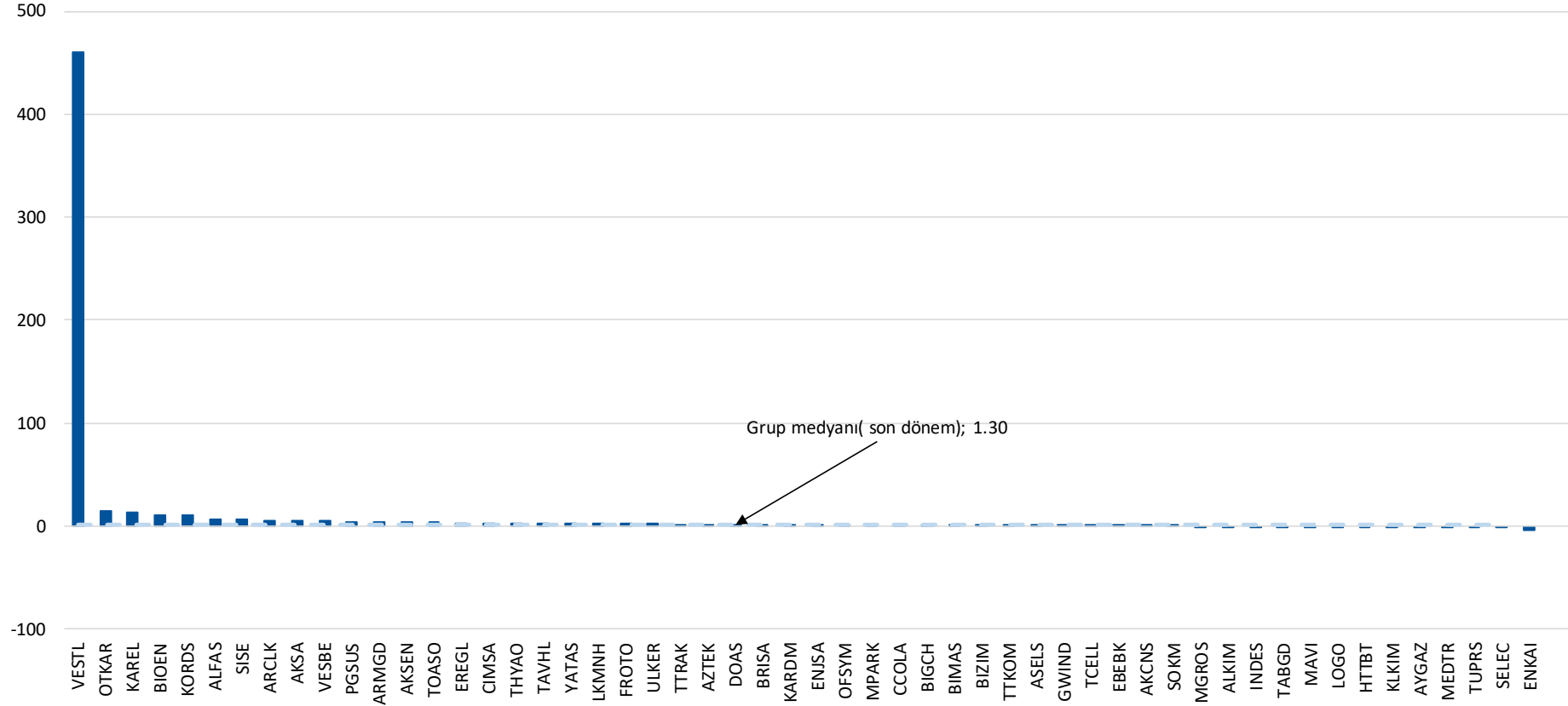
EV/SNA	Şirket	Rasyo
1	BIGCH	2,126
2	VESTL	900
3	İNDES	210
4	ULKER	207
5	HEKTS	200
6	BIOEN	134
7	ARMGD	92
8	TOASO	54
9	SISE	40
10	EBEBK	33

Mcapi/Satış	Şirket	Rasyo
1	HTTBT	12.1
2	TRGYO	11.2
3	ASELS	10.8
4	BIOEN	6.4
5	HEKTS	6.3
6	GWIND	5.9
7	RGYAS	5.8
8	ALARK	5.1
9	LOGO	4.2
10	ENKAI	3.9

EV/Satış	Şirket	Rasyo
1	SAHOL	11.2
2	HTTBT	9.3
3	HEKTS	6.4
4	BIOEN	6.4
5	ALARK	6.3
6	ASELS	6.2
7	RGYAS	6.2
8	GWIND	4.8
9	TRGYO	3.6
10	LOGO	2.9

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin net borç/FAVÖK rasyosuna göre sıralanması.

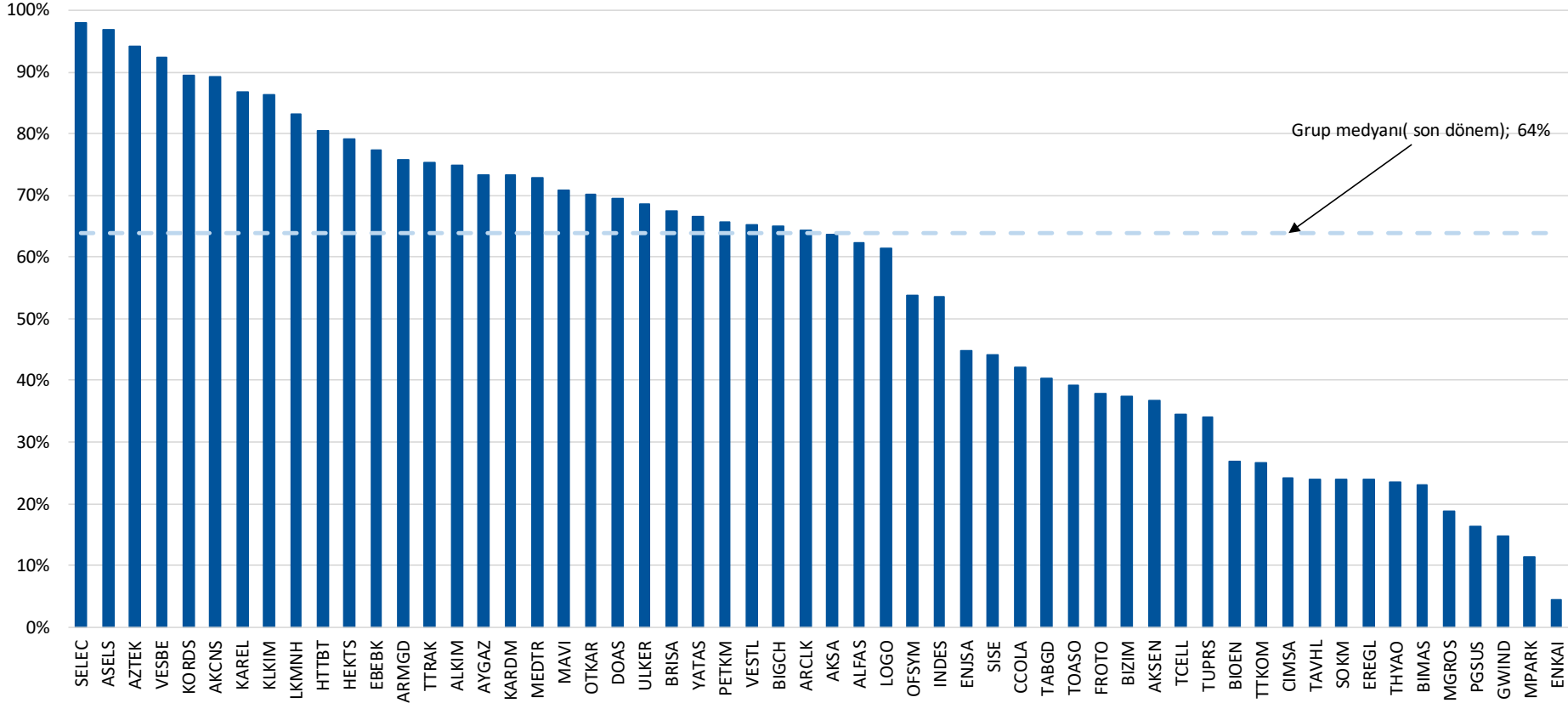
Net borç/FAVÖK

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır. Rasyonun pozitif olması ilgili Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.

** HEKTS ve PETKM, eksi FAVÖK rakamı açıklaması dolayısıyla tabloda yer almamaktadır.

Borçların kısa vade durumu

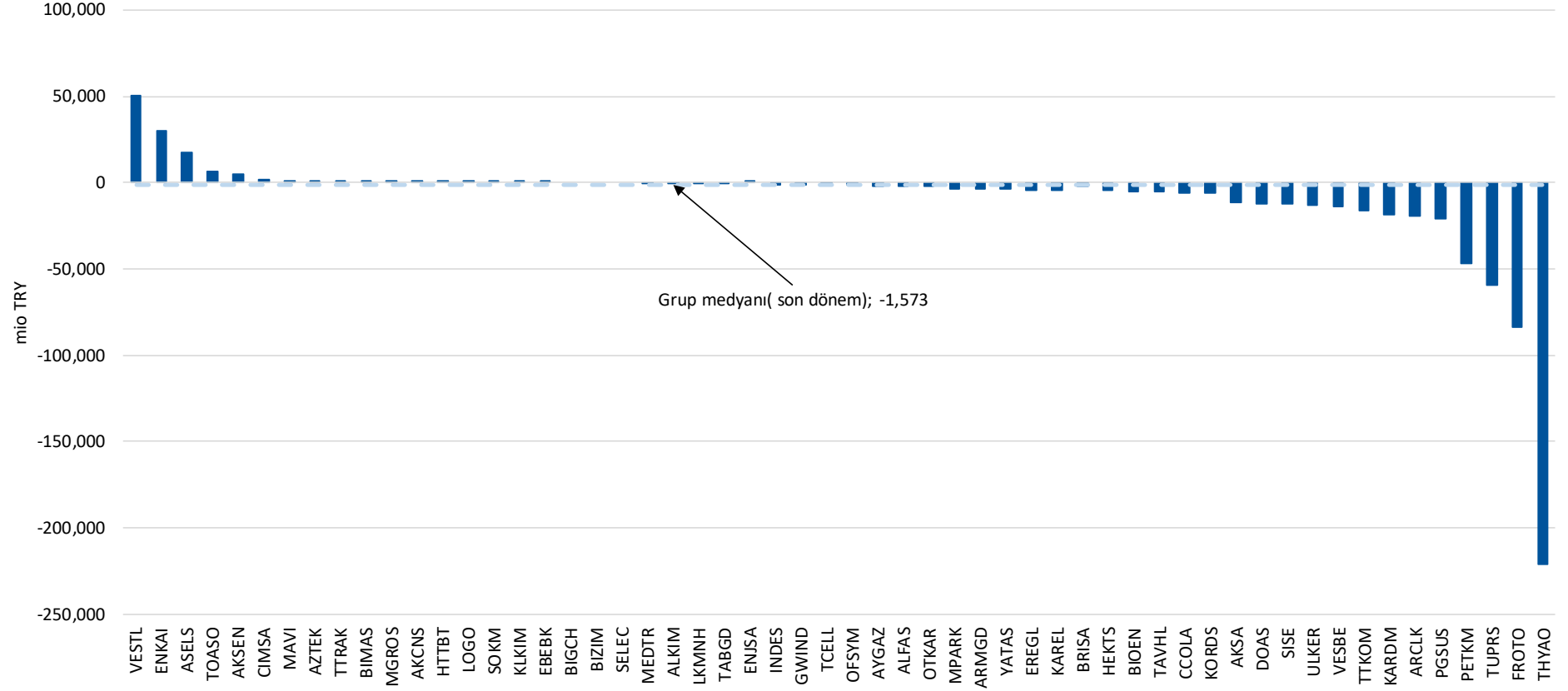


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait hedge dahil yabancı para durumuna göre sıralanması.

Hedge dahil yabancı para açık pozisyonu

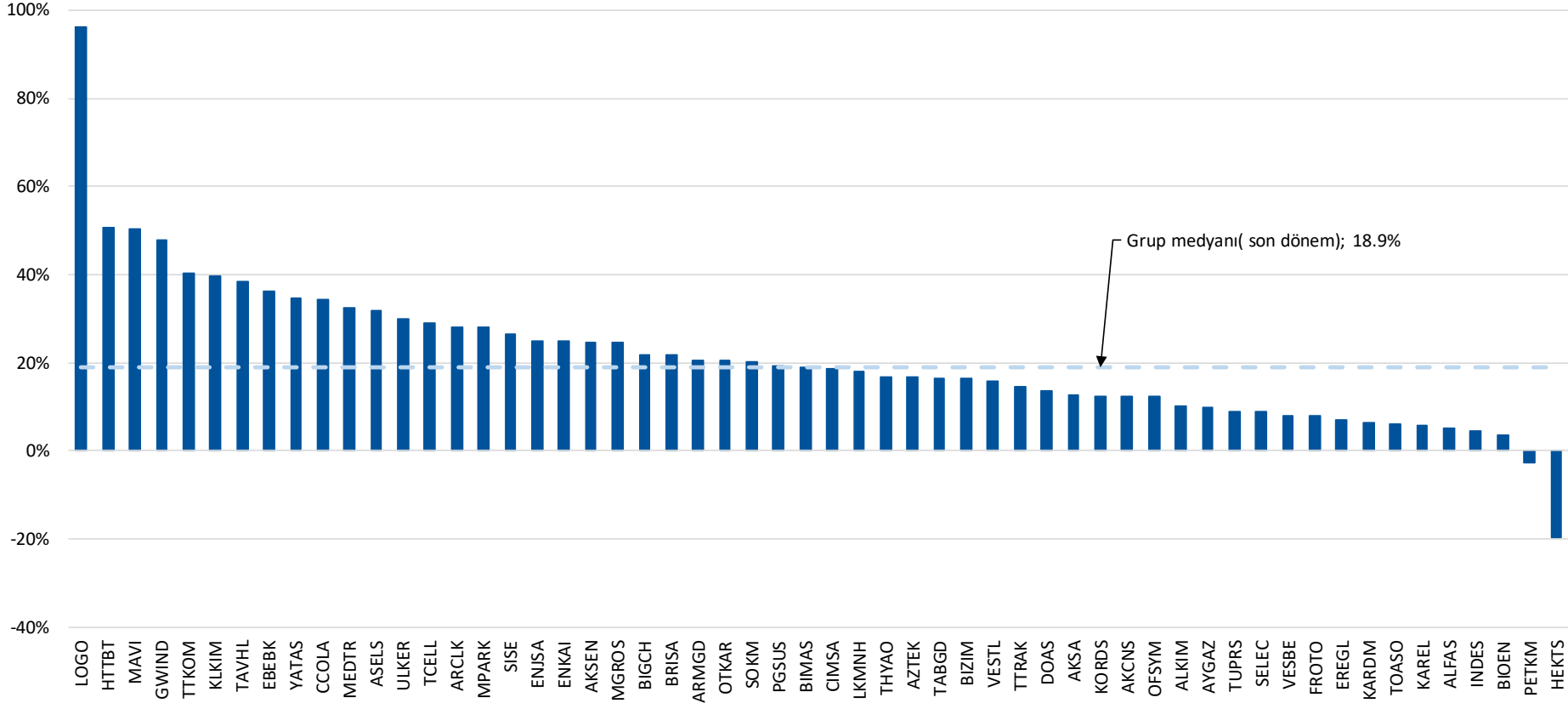


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait brüt kar marjı durumuna göre sıralanması.

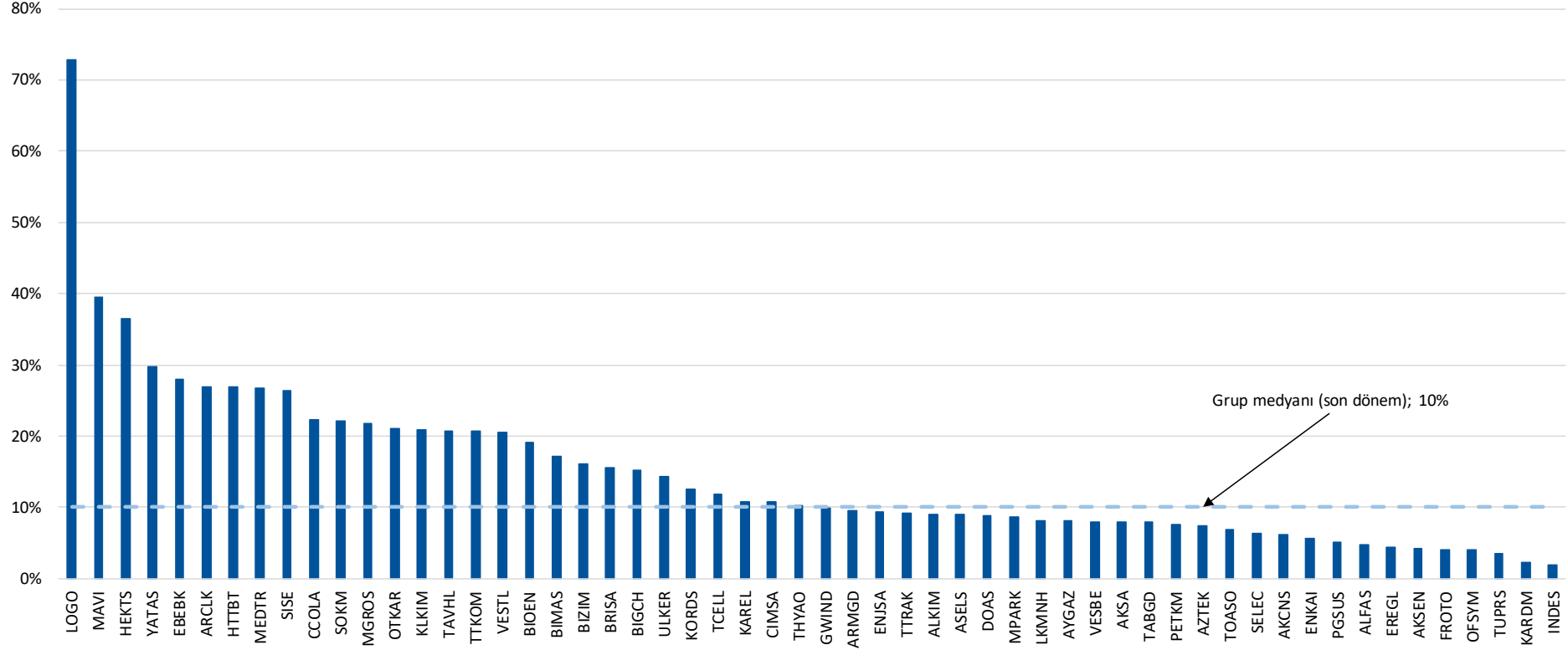
Brüt kar marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Operasyonel giderler/satışlar

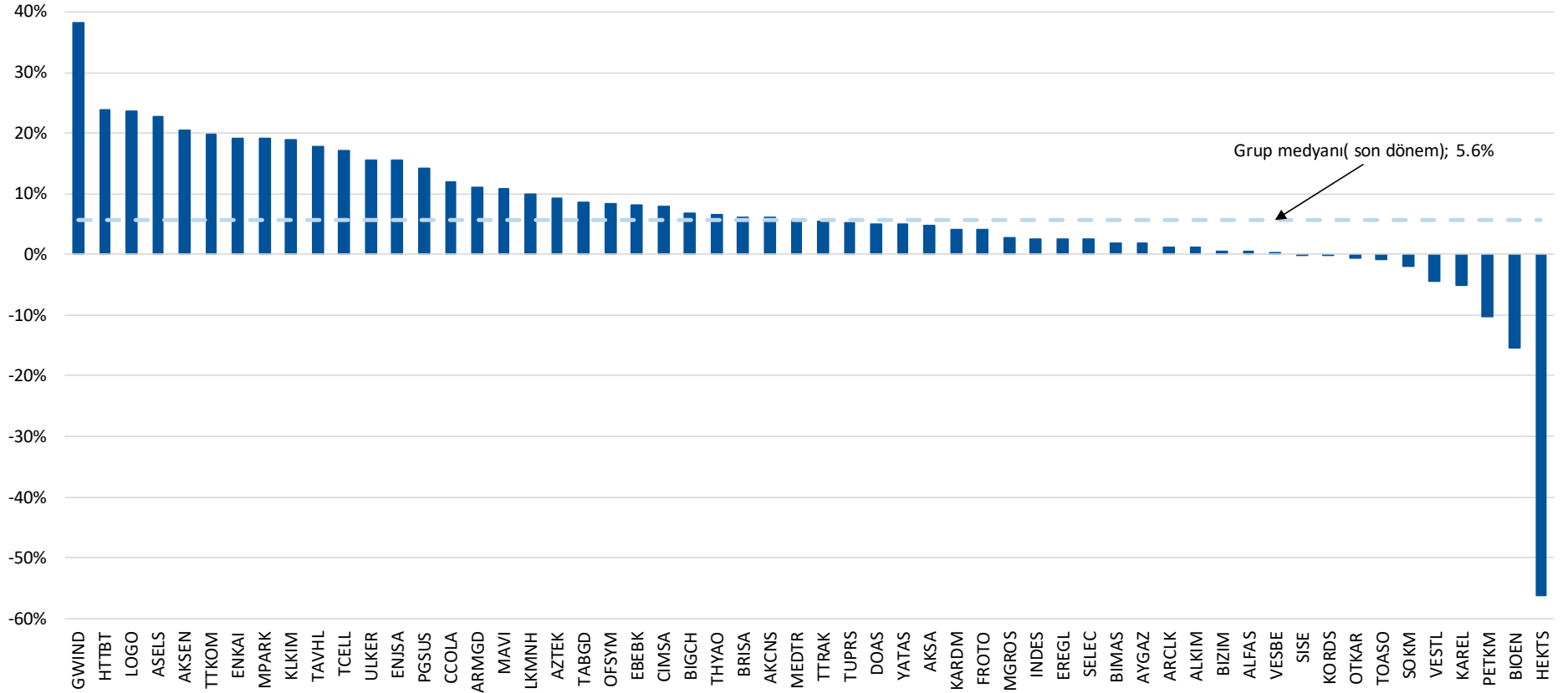


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait esas faaliyet kar marjı durumuna göre sıralanması.

Esas faaliyet kar marjı

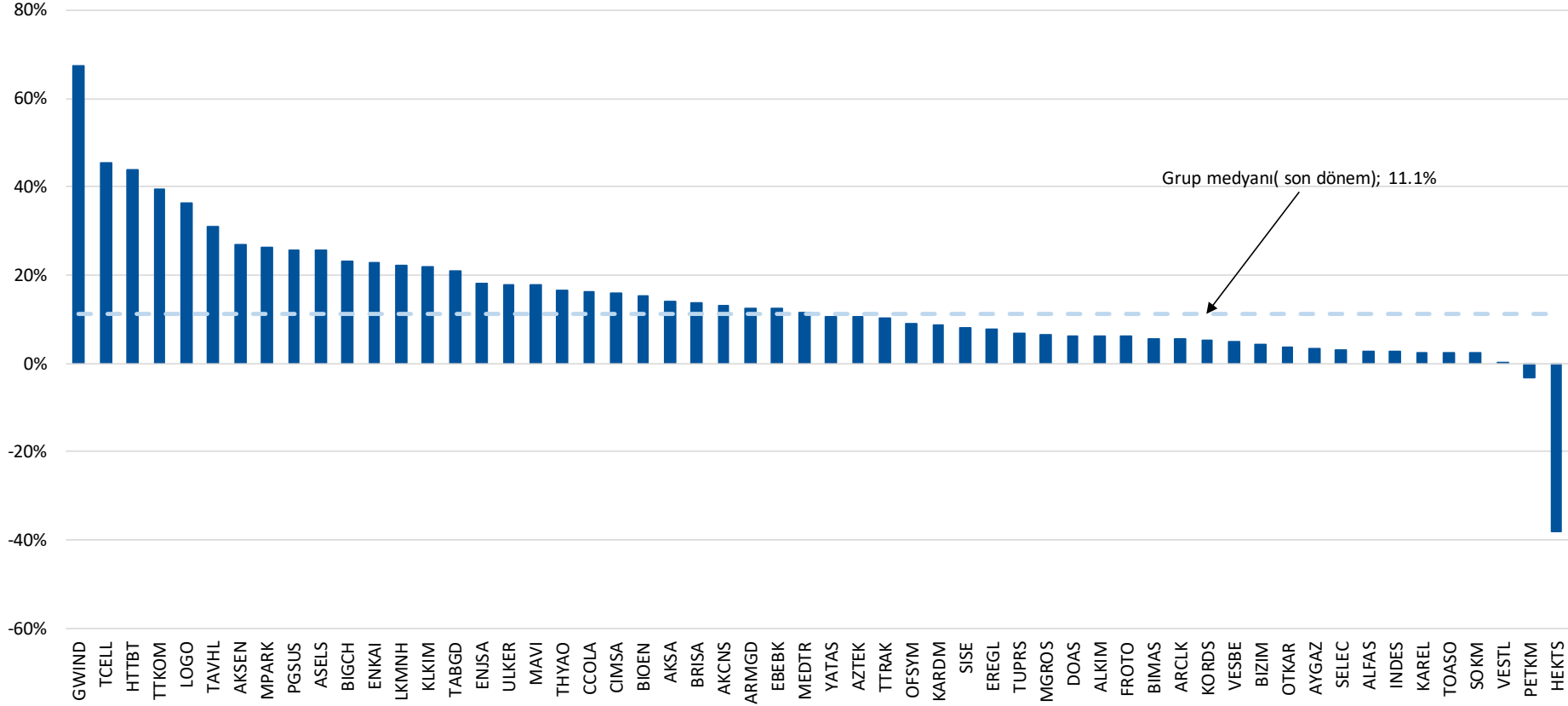


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait FAVÖK marjı durumuna göre sıralanması.

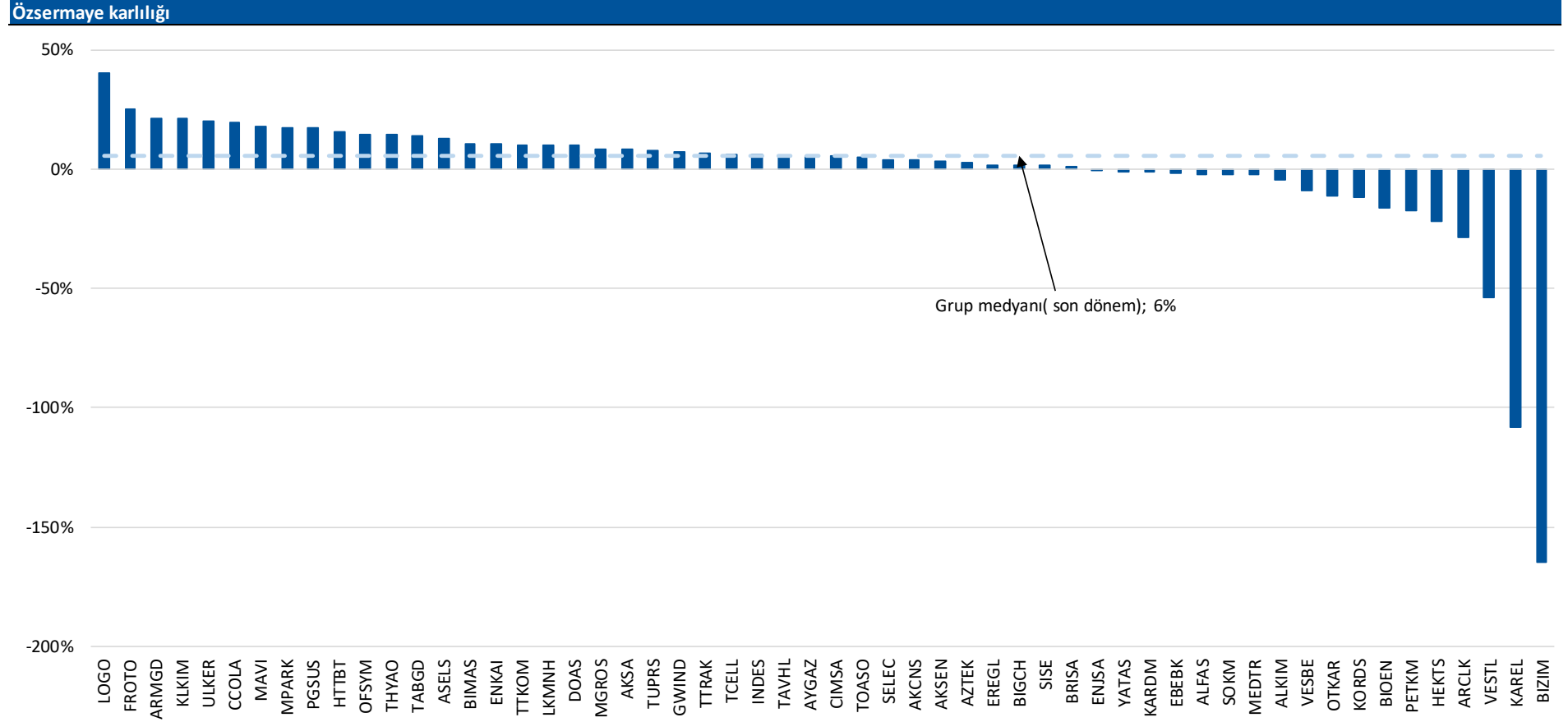
FAVÖK marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

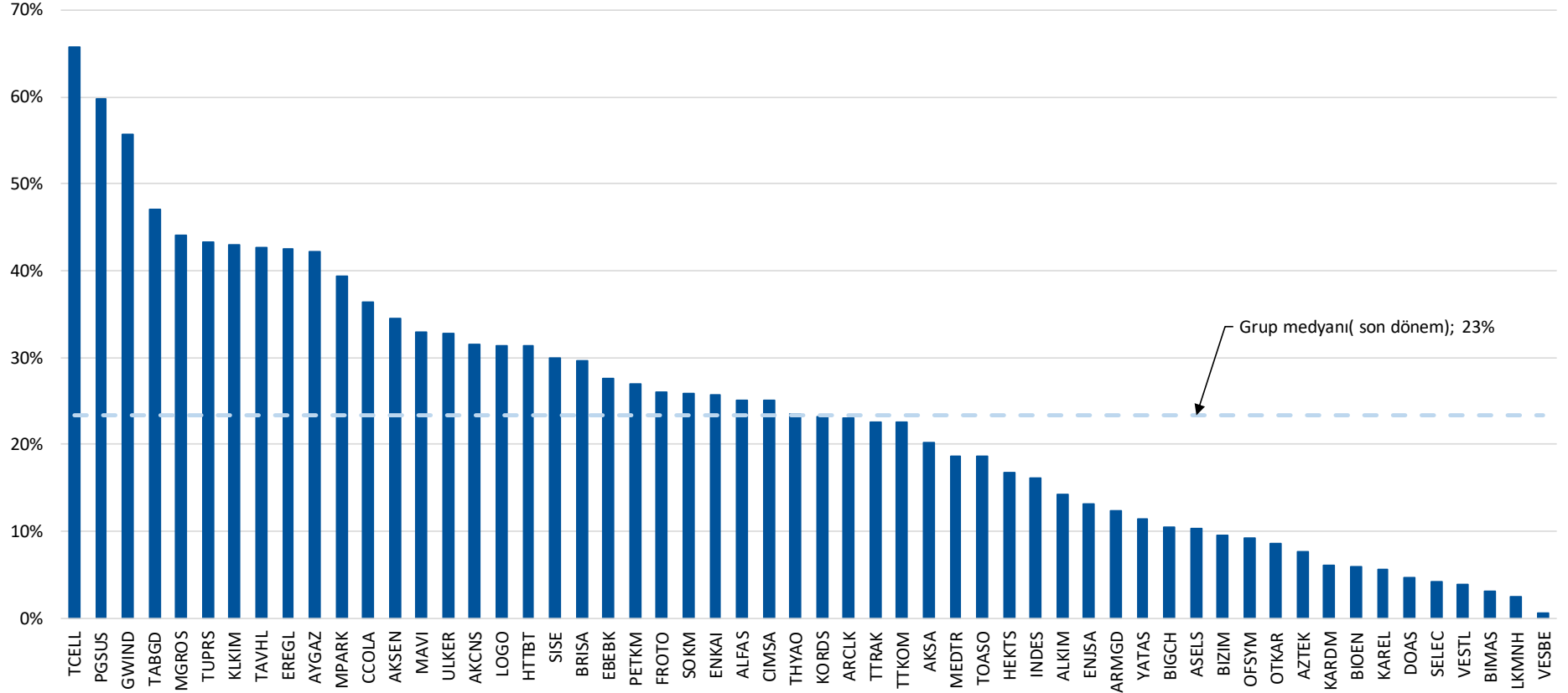
Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait özsermaye karlılığı durumuna göre sıralanması.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

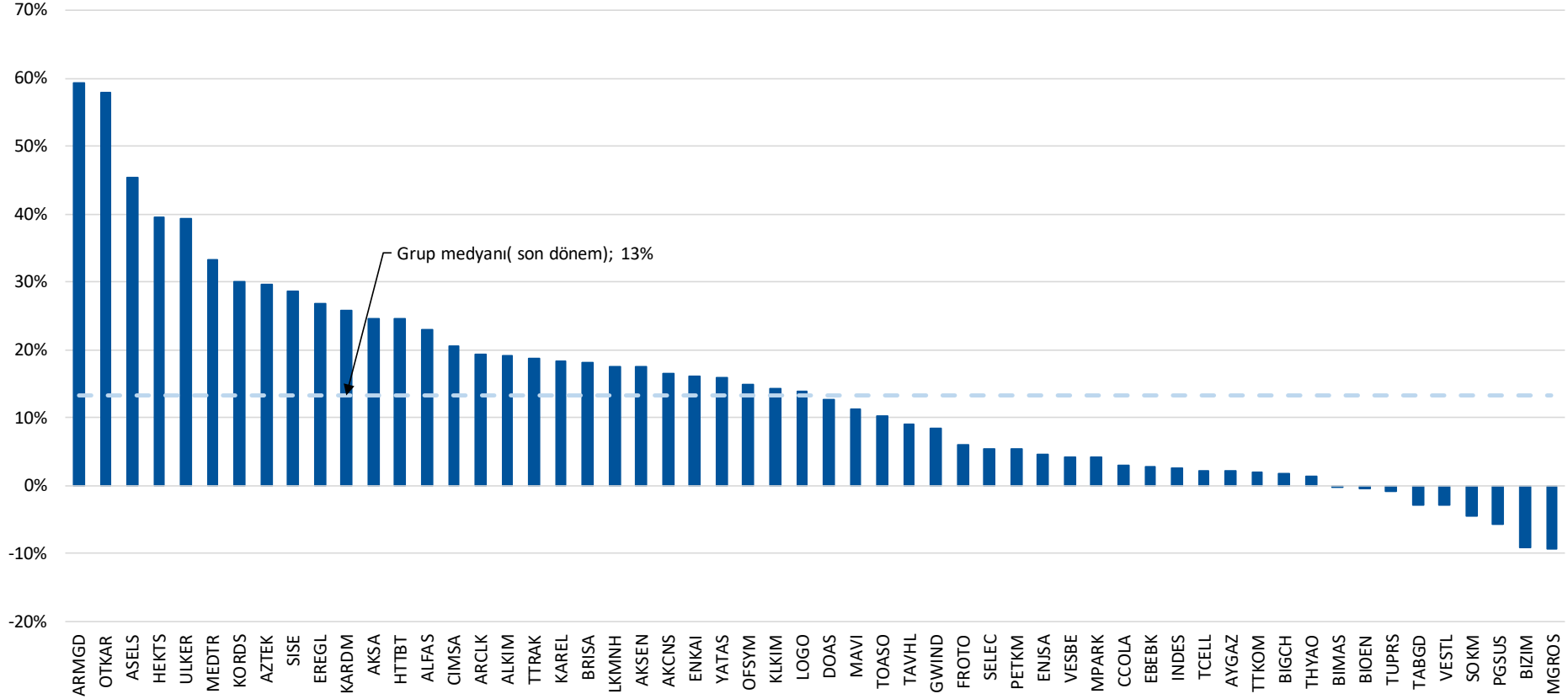
Nakit/dönen varlıklar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

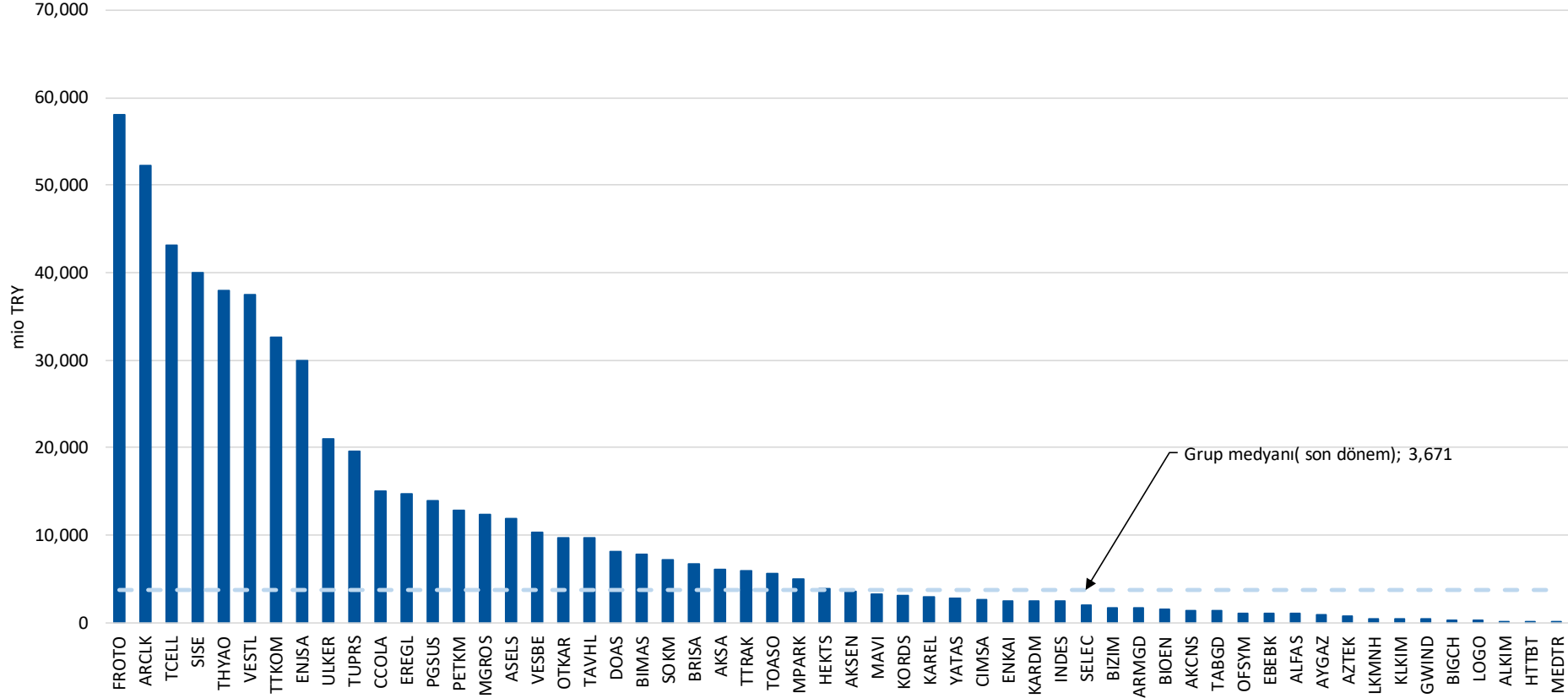
Net işletme sermayesi/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Finansman gideri

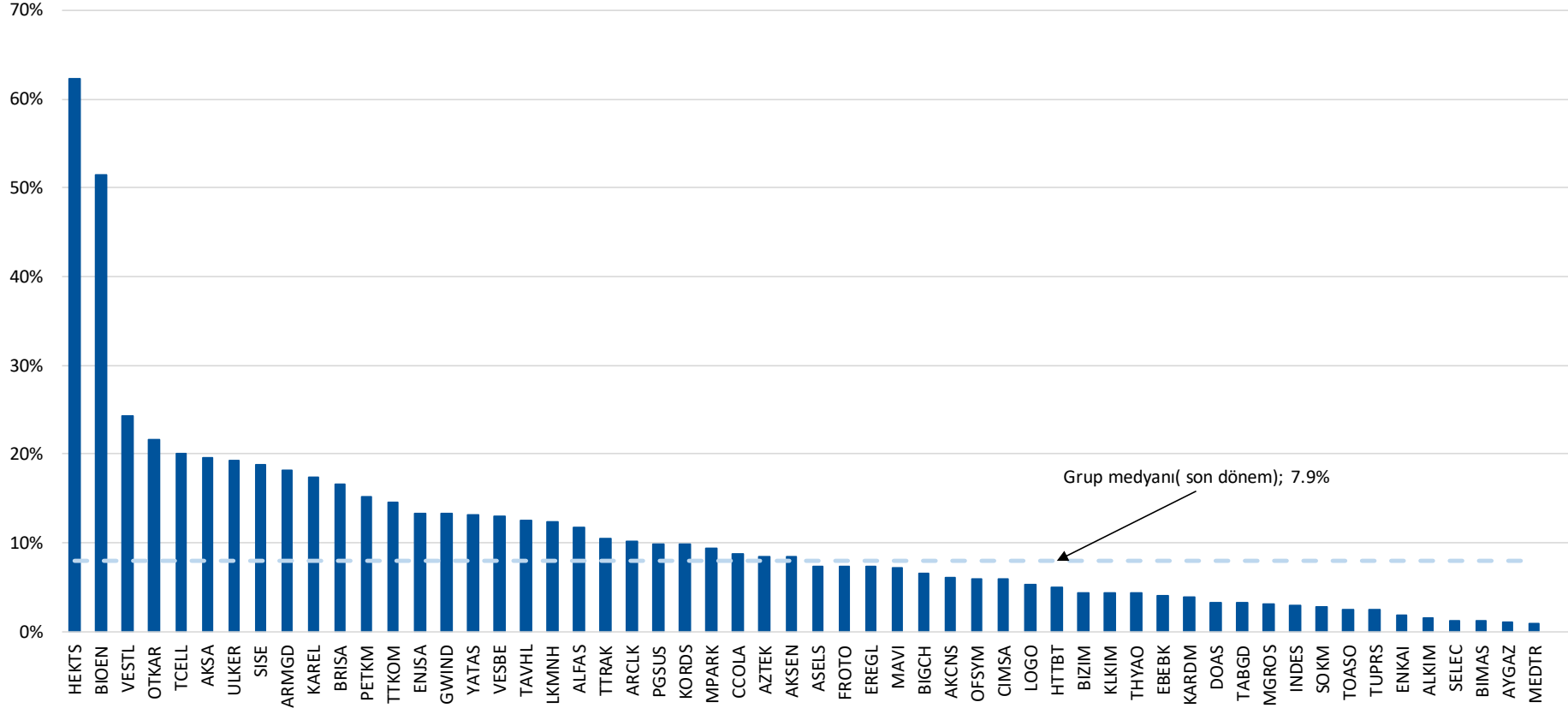


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait finansman gideri/satışlar durumuna göre sıralanması.

Finansman gideri/satışlar

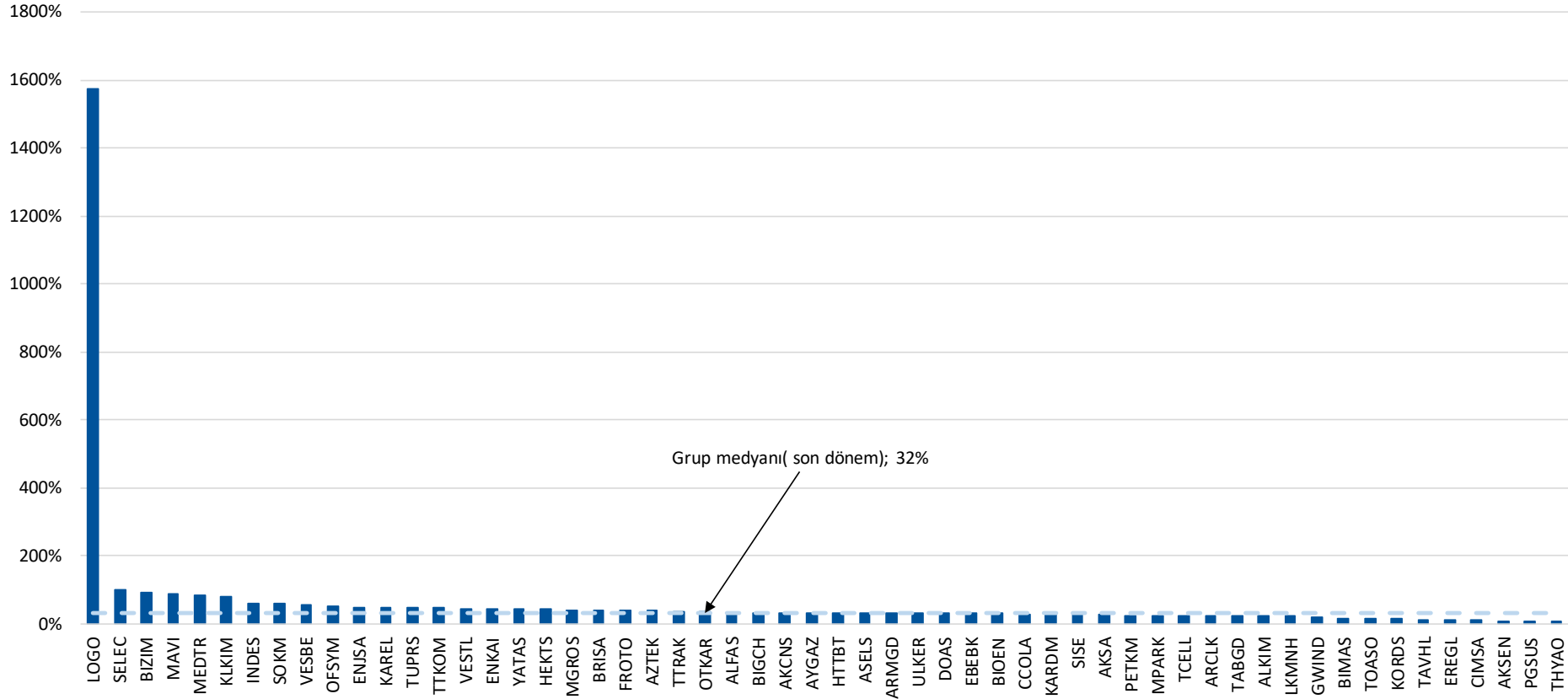


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait finansman gideri/borçlar durumuna göre sıralanması.

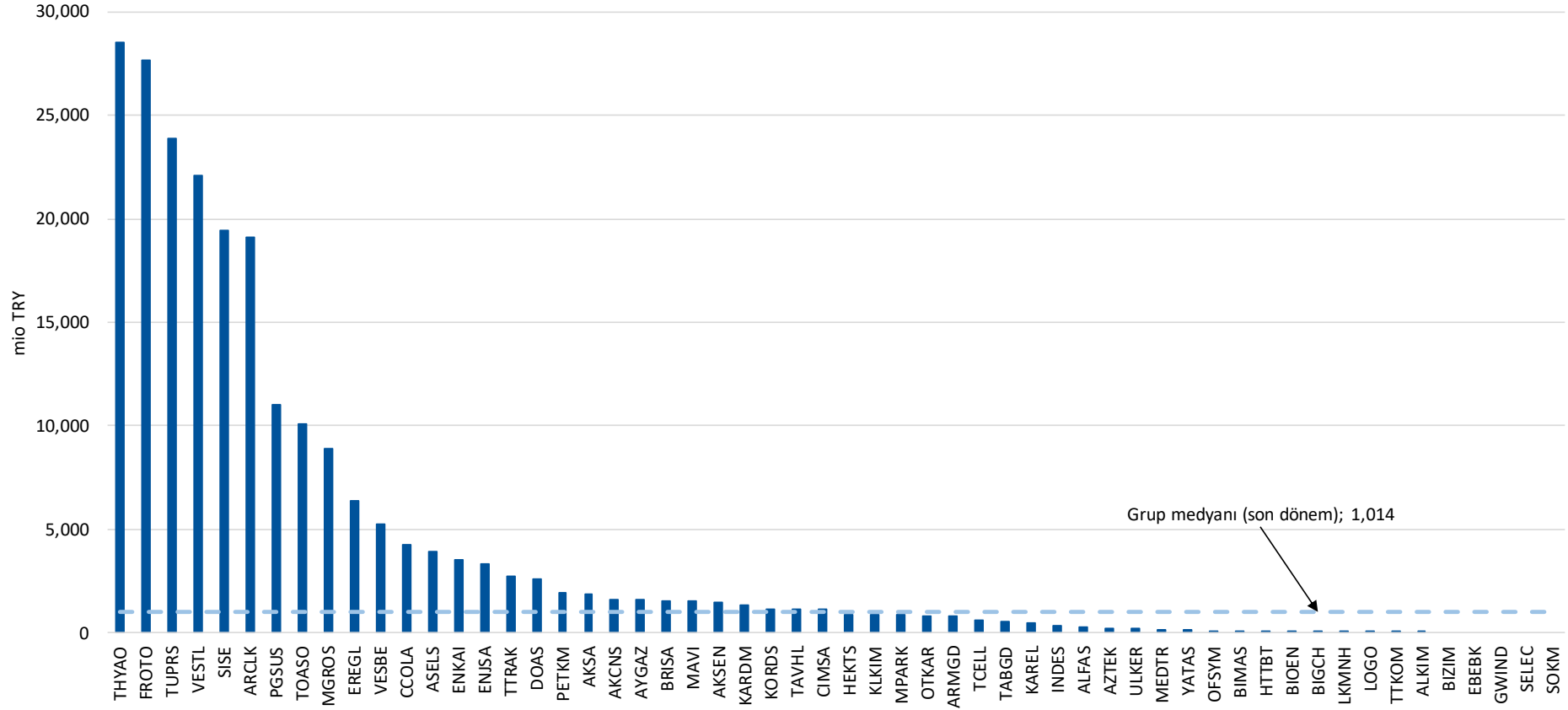
Finansman gideri/borçlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Finansman geliri

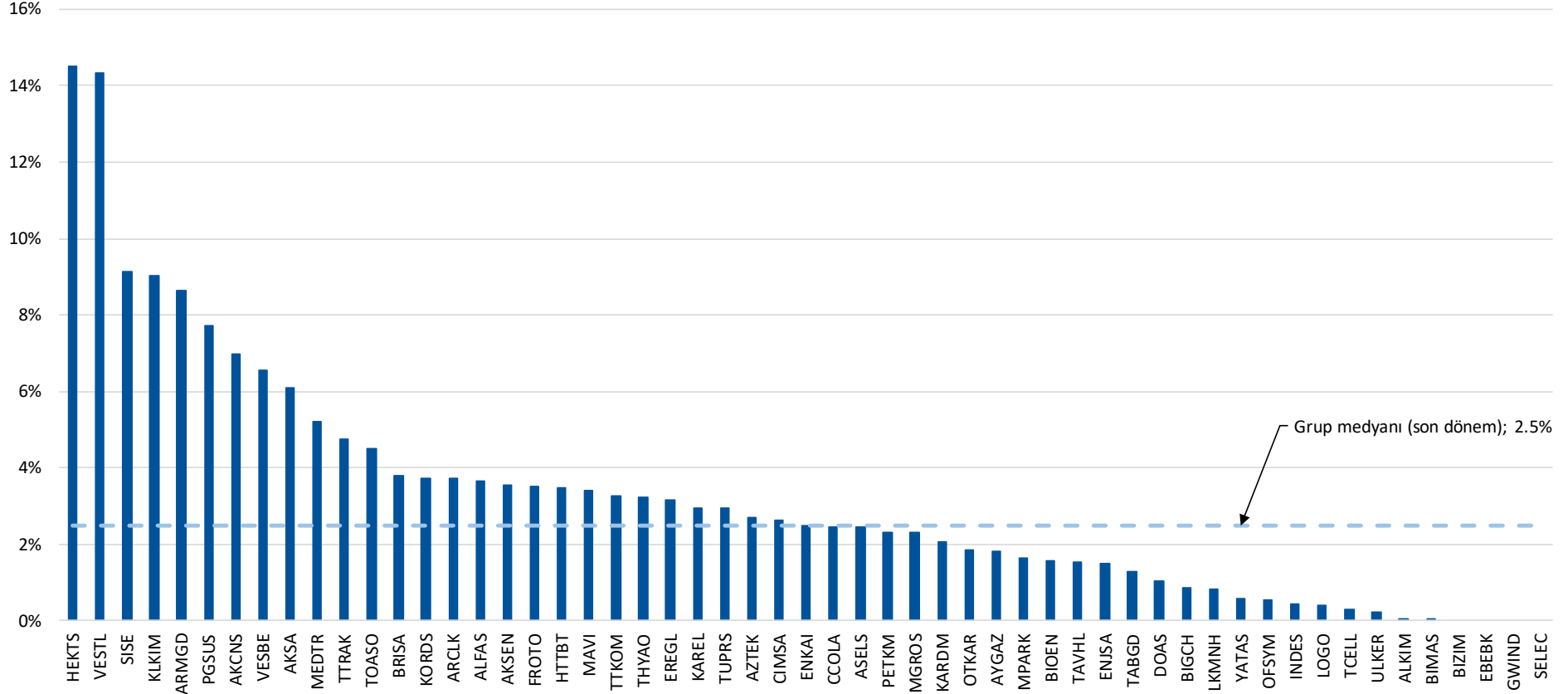


Grup medyanı (son dönem); 1,014

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Finansman geliri/satışlar

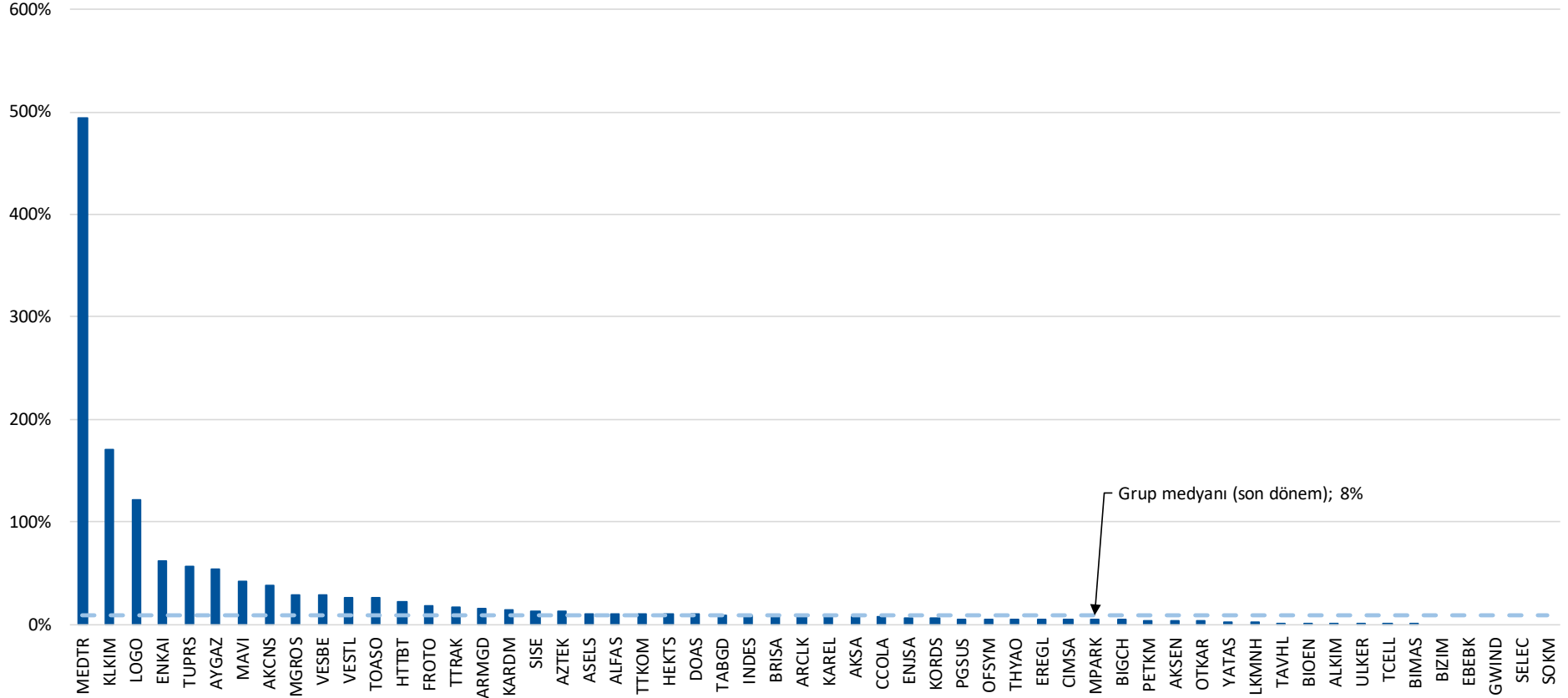


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait finansman geliri/borçlar durumuna göre sıralanması.

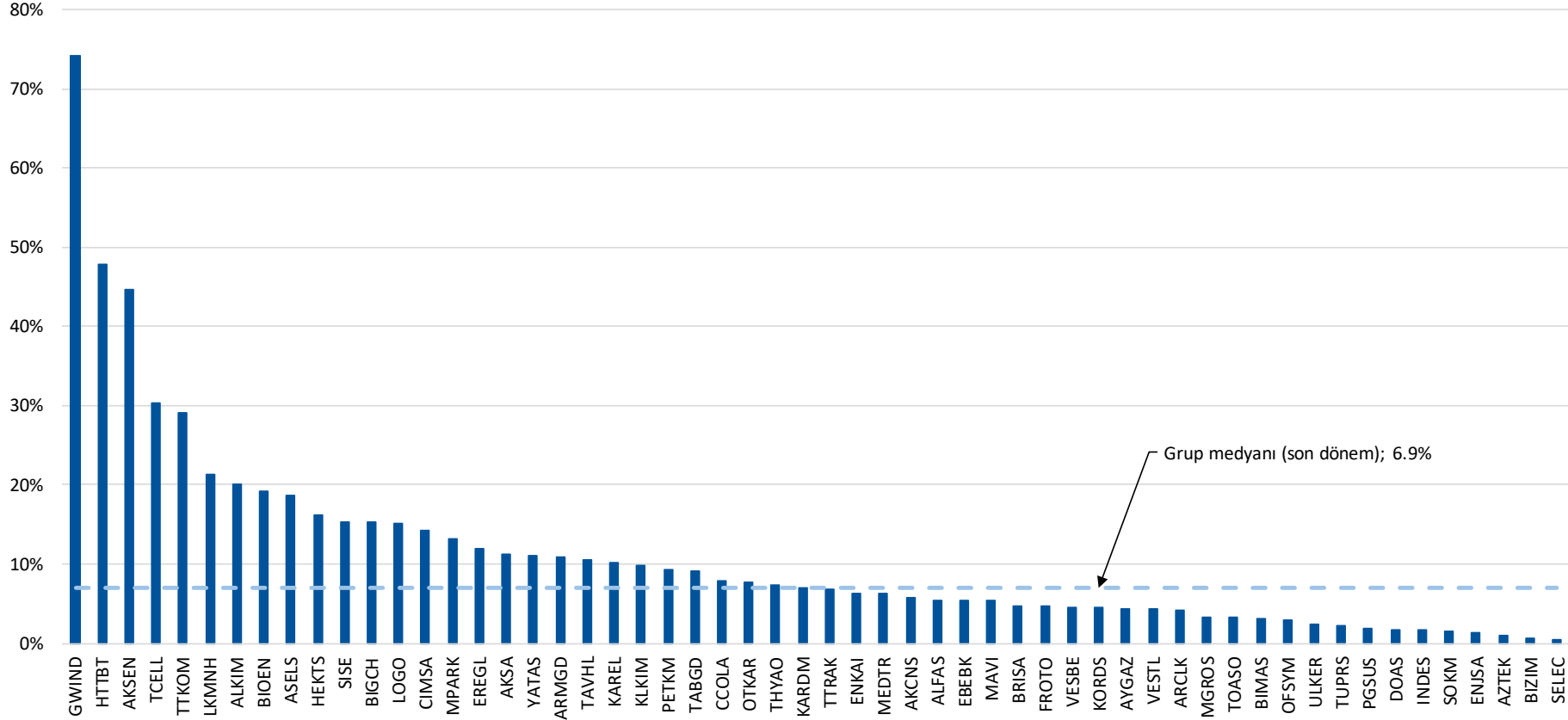
Finansman geliri/borçlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Sabit sermaye yatırımları**/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2025 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

**Sabit sermaye yatırımları verisi Rasyonet'ten alınmış olup nakit akışı tablosundaki "maddi duran varlık alımından nakit çıkışı ve maddi duran varlık satımından nakit girişinin netini" ifade etmektedir. Şirketlerin kendi hesaplamalarına göre farklılık gösterebilir.

Araştırma kapsamı | yıl içerisinde çıkan/giren şirketler

Araştırma kapsamımızda yaptığımız güncellemeler neticesinde 5 şirketi 2025 içerisinde kapsam dışına alırken, 5 şirketi kapsam içerisine dahil ettik. Son durumda MCAP üzerinden yaptığımız hesaplama göre, BIST 30'un %91'i, BIST 100'ün ise %76'sını Araştırma Kapsamımız içerisinde takip ediyoruz. Toplam izlediğimiz şirket sayısı ise 78.

2025	
Araştırma kapsamından çıkanlar	Araştırma kapsamına eklenenler
GENIL	ALBRK
KMPUR	ARMGD
KONTR	EBEBK
TEZOL	GLCVY
TKFEN	OFSYM
OZKGY	RGYAS

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü

■ Bankacılık, varlık yönetimi & sigorta sektörleri düşüncelerimiz

2026 yılı bankacılık sektörü görünümü

- **2025 yılı özeti.** Bankacılık sektörü, dezenflasyon sürecindeki bazı kısıtlamalara rağmen, kredi ve mevduat büyümesinde enflasyon üzeri bir performans sergiledi. TL krediler ~%43 artarken, döviz cinsi krediler ise USD bazında ~%19 artış sergiledi. 2025 sonu itibari ile kur korumalı mevduat sıfırlanırken, TL mevduat hacmi ~%35'lik bir büyüme oranı yakaladı. TL tarafta mevduatın krediye dönüşüm oranı %86, YP tarafta ise %80 olarak gerçekleşirken, %19 civarındaki sermaye yeterlilik oranı dikkate alındığında sektörde büyümek için gerekli donelerin fazlası ile olduğu görülmektedir. Kredi kalitesinde ise tolere edilebilir bir bozulma gerçekleşti. Takipteki kredi oranı yaklaşık 70bp artış ile 2025 yılsonunda %2.5 seviyesine gelirken, takipteki krediler için ayrılan karşılık oranı hemen hemen yatay bir seyir ile %74 seviyesinde gerçekleşti. Kredi risk oranı ise 2024'teki %1.1 seviyesinden yaklaşık 60bp artış ile %1.7 seviyesine yakınlaşmıştır. Net faiz marjının yaklaşık 100bp kadar iyileştiği 2025 yılında TL kredi/mevduat faiz makası da neredeyse 300bp kadar iyileşme kaydetmiştir. Komisyon gelirleri ve faaliyet giderleri benzer oranlarda, yaklaşık %50, artış kaydetmiştir. Bu performansın akabinde ise özsermaye karlılığı yıllık bazda yaklaşık 1 puan kadar artış ile %28 seviyesine yakınsamıştır.
- **2026 yılı beklenti özeti.** Dezenflasyon süreci paralelinde yılın ilk yarısında kredi büyüme hızı kısmen daha yavaş seyredebilir. Yılın ikinci yarısında ise gerek faiz düşüşlerinin etkisi gerekse büyüme dinamiğinin gereği olarak kredi büyümesinin hız kazanmasını ve TL cinsi kredilerin 2026 yılında %30 civarında büyüme sergilemesini bekliyoruz. YP kredilerdeki büyüme ise daha sınırlı bir şekilde %8-10 bandında beklenebilir. Avrupa bölgesi ekonomik toparlanması beklentimizden hızlı gerçekleşir ise YP kredilerin büyüme hızı da daha yukarıda gerçekleşebilir. Kredi kalitesi olarak 2025'e göre daha iyi bir yıl beklemekle birlikte takibe dönüşümün biraz daha KOBİ ve kısmen de ticari segment kaynaklı olması beklenebilir. Bankacılık hizmet gelirlerinin faaliyet giderlerine kıyasla biraz daha yavaş büyümesini beklerken, net faiz marjının sektör genelinde 100bp kadar iyileşmesini bekliyoruz. Bu beklentiler çerçevesinde sektörde net kar rakamının yıllık bazda %60 kadar artış gösterebileceğini düşünüyoruz. Sektördeki likiditenin yüksek olması ve sermaye yeterlilik oranlarının kuvvetli olması özellikle özel bankalar cephesinde daha hızlı bir kredi genişlemesine imkan sağlayabilir. **2026 tahminlerimize göre Araştırma kapsamımızdaki bankalar (ALBRK hariç) 3.57x Fiyat/Kazanç ve 0.91x Fiyat/Defter Değeri çarpanları ve yaklaşık %30 özsermaye karlılığı ile işlem görmektedirler.** Döviz rezervlerindeki belirgin artış ve ülke risk priminde (CDS) gerileme dış finansman koşullarını iyileştirirken, cazip değerlendirme seviyeleri ile de yabancı yatırımcının ilgisinde zaman içerisinde artış beklenebilir.
- **Model Portföy seçimlerimiz.** YKBNK ve GARAN'ı Model Portföyümüzde, AKBNK'ı ise Döngüsel Portföyümüzde taşımaya bu yıl da devam ediyoruz. YKBNK cephesinde, yeniden fiyatlama süreleri itibari ile değerlendirildiğinde kısa vadede marj kazanımı açısından öne çıkması beklenebilir. GARAN ise gerek marj görünümü gerek kredi kalitesi gerekse de büyüme dinamiği açısından oldukça dengeli bir bilanço yapısı sunmaktadır. AKBNK ise hem kredi kalitesi hem de büyümeye açık bilanço yapısı ile ön plana çıkmaktadır.

2026 yılı bankacılık sektörü görünümü

- **Genel değerlendirme.** Türk bankacılık sektörünün 2026–2028 dönemini; dezenflasyon süreci, ölçülü kredi genişlemesi ve Orta Vadeli Program (OVP) kapsamında sürdürülen mali konsolidasyonun şekillendirdiği kademeli olarak iyileşen bir makroekonomik patika üzerinde geçirmesini bekliyoruz. **Sektör kârlılığının, faiz indirim döngüsünün ilk aşamasında net faiz marjı artışı ile iyileşmesini, sonrasında ise fonlama maliyetlerinin düşmesi ve de-dolarizasyonun devam etmesiyle birlikte daha istikrarlı bir görünüm kazanmasını öngörüyoruz.** Fonlama kompozisyonu, TL mevduat payının artması ve KKM bakiyelerinin sistemden çıkmasıyla birlikte iyileşmekte; bu durum fonlama maliyetlerini ve likidite tamponlarını desteklemektedir.
- **Kredi genişlemesi.** 2026 yılında görece ılımlı bir artış sergilemesini beklediğimiz kredi büyümesinde, ticari krediler segmentinde özellikle ihracatçı firmaların, ithal ikamesi sağlayan şirketlerin ve enerji verimliliği yatırımlarının öncülük etmesi öngörülmektedir. 2026 yılının ilk yarısında daha yavaş ve bireysel segment ağırlıklı, ikinci yarıda ise daha hızlı ve ticari kredilerin ivme kazandığı bir kredi büyümesi olabileceğini tahmin ediyoruz. TL cinsi kredilerin 2026 yılında %30 civarında bir büyüme sergilemesini bekliyoruz. YP kredilerdeki büyüme ise daha sınırlı bir şekilde %8-10 bandında beklenebilir. Avrupa bölgesi ekonomik toparlanması beklentimizden hızlı gerçekleşir ise YP kredilerin büyüme hızı da daha yukarıda gerçekleşebilir.
- **Kredi riski.** Büyümenin yeniden ivmelenmesi ve dezenflasyon süreciyle birlikte sorunlu kredi girişlerinin 2026 yılı başlarında zirve yapması ve sonrasında düşüş trendine girmesini öngörüyoruz. Varlık kalitesi üzerindeki baskıların, ağırlıklı olarak teminatsız bireysel krediler ve seçili KOBİ segmentlerinde yoğunlaşarak 2026 yılının ilk dönemlerinde zirve yapması; ardından büyümenin güçlenmesi ve reel ücretlerdeki toparlanma ile birlikte hafiflemesi beklenebilir. Ocak-Kasım 2025 döneminde %1.7 olan kredi risk oranının 2026 yılında faizlerdeki gerilemenin sağlayacağı nakit akışı ivmelenmesi ile birlikte yılın ikinci yarısında belirgin bir şekilde iyileşmesini öngörüyoruz. Bu nedenle de Araştırma kapsamında yer alan bankaların net kredi riskinin 2026 yılında 2025 yılına kıyasla 80bp iyileşme ile %1.0 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.
- **Net faiz marjı.** 2026 yılında aktif–pasif vade uyumsuzluğunun katkısıyla genişlemesi; 2027–2028 döneminde ise mevduatın yeniden fiyatlamasının tamamlanması ve swap bağımlılığının azalmasıyla dayanıklı kalması beklenebilir. Sektör genelinde net faiz marjlarının 2026 yılında, sıkı para politikası döneminde biriken aktif–pasif vade farkının desteğiyle genişlemesi beklenmektedir. Yükümlülüklerin aşağı yönlü yeniden fiyatlanması ve swapların daha düşük maliyetlerle yenilenmesi, NIM görünümünü destekleyecektir. 2027–2028 döneminde ise mevduat rekabetinin normalleşmesiyle birlikte marjların uzun dönem ortalamasına doğru ılımlı bir yakınsama göstermesi öngörülmektedir. Sadece TL fonlama tarafında değil yabancı para fonlama tarafında da bir maliyet azalması beklenebilir. **Gerek global piyasalardaki faiz gerilemesi gerekse de Türkiye’nin makroekonomik koşullarındaki iyileşmenin sağladığı ülke risk primindeki (CDS) belirgin düşüş bankaların dış finansman koşullarını iyileştiren ve ortalama fonlama maliyetlerinde kademeli düşüşü destekleyen başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır.**

2026 yılı bankacılık sektörü görünümü

- **Ücret ve komisyon gelirleri ile faaliyet Giderleri.** Son yıllarda ödeme sistemlerinden kaynaklanan olağanüstü büyümenin ardından, faiz indirimi süreciyle birlikte ücret ve komisyon gelirlerinde daha ılımlı bir büyüme beklenmektedir. Bununla birlikte dijital bankacılık uygulamaları, nakit yönetimi çözümleri ve ekosistem ortaklıkları, 2026–2028 döneminde orta-yüksek çift haneli gelir artışını desteklemeye devam edecektir. Ödeme sistemleri kaynaklı güçlü gelir artışı sayesinde sektör genelinde ücret/opex oranları rekor seviyelere ulaşmıştır. Ancak, ödeme sistemleri komisyon katkısındaki azalma ile birlikte bu oranın daha düşük bir seviyede normalleşmesi beklenmektedir. Faaliyet giderlerinin 2025'in ikinci yarısı ve 2026'nın ilk yarısında enflasyonun bir miktar üzerinde seyretmesi; takip eden dönemde ise dijitalleşme ve enflasyon beklentilerindeki iyileşme sayesinde enflasyona yakınsaması öngörülmektedir. Bilgi teknolojileri harcamaları, özellikle siber güvenlik yatırımları nedeniyle yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Bunun yanı sıra bulut altyapılarının modernizasyonu, risk ve müşteri yönetiminde ileri analitik uygulamaların yaygınlaştırılması ve operasyonel risk kontrollerinin sıkılaştırılması da faaliyet giderlerini yukarı çeken unsurlar arasında yer almaktadır.
- **Bankacılık sektörü Ocak-Kasım döneminde komisyon gelirleri %50, operasyonel giderler ise %53 oranında yıllık artış kaydetti.** Araştırma kapsamımızda yer alan bankalar da 2025 yılında komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılaması konusunda belirgin bir iyileşme sergilediler. Ağırlıklı olarak ödeme sistemlerinden kaynaklanan bu iyileşmenin 2026 yılında kısmen gerileyebileceğini tahmin ediyoruz. Kapsamımızda yer alan bankaların toplamında bu oran 2024'te %82 seviyesinden 2025 tahminlerimize göre %84 seviyesine yükselmişti. 2026 yılında ise %83 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- **Sermaye yeterliliği.** Güçlü içsel sermaye üretimi sayesinde sağlam kalması; seçici bilanço büyümesi ve risk ağırlıklı varlık optimizasyonu yoluyla sermaye tamponlarının korunması beklenmektedir. Bankalar özellikle yılın ikinci yarısında teminatlı krediler, ihracata bağlı finansman ve sermaye yoğunluğu düşük ücret bazlı iş kollarındaki büyümeyi ön planda tutabilirler. Enflasyonun üzerinde seyreden özkaynak kârlılıkları (RoE), sektörde sermaye birikimini destekleyen temel unsur olmaya devam edecektir. Kasım 2025'te %19.2 olan Sermaye Yeterliliği ve %14.7 olan Çekirdek Sermaye Yeterliliği yasal sınırların oldukça üzerinde kalmaya devam etmektedir. Son alınan karar ile birlikte BDDK'nın bu oranları destekleyici unsurların devreden kalkması ise rasyolar üzerinde oldukça sınırlı bir etkiye neden olabilir. Bu da bankaların sermaye gücünü göstermesinin yanı sıra finansal okumayı kolaylaştıracığı için yabancı yatırımcıların ilgisinin artmasına imkan sağlayabilir.

Bankacılık hisseleri öneri/hedef fiyat

- ✓ **AKBNK (AL/107,20 TL):** Net faiz marjının 130bp artış ile %4,7 seviyesine yükselmesi ve net faiz gelirinin belirgin bir artışla 142,2 milyar TL'ye ulaşması, 2026 yılında kârlılığın ana sürükleyicisi olabilir. Takipteki krediler için toplam karşılık oranının %124 seviyesine yükselmesini beklerken, net kredi risk maliyetinin ise %1,5 seviyesinde kontrol altında kalmasını, kredi kalitesinin önemli ölçüde korunmasını bekliyoruz. Muhafazakar bir şekilde komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerinin %94'ünü karşılamayı sürdürmesini beklerken, güçlü TL kredi büyümesi (%32) ve dengeli kaldıraç yapısı ile Akbank en güçlü risk-getiri profiline sahip bankalardan biridir. Akbank, düşen faiz ortamında dengeli ama agresif olmayan bir konumda yer alıyor. Kısa vadede yeniden fiyatlanacak varlık ve yükümlülüklerin sektör ortalamasına yakın seyretmesi, marj genişlemesinin yakın vadede sektöre paralel olması beklenebilir. Buna karşın güçlü aktif kalitesi (düşük teminatsız kredi oranı, yüksek karşılık oranı) ve yüksek kredi/mevduat oranı sayesinde faiz düşüşü sürecinde istikrarlı bir yukarı potansiyel beklenebilir. Akbank, 2026 yılı tahminlerimize göre %31.9 özsermaye karlılığı, 3.46x F/K ve 0.95x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Güçlü TL mevduat tabanı, yüksek dijitalleşme, disiplinli risk yönetimi ve yüksek sermaye yeterliliği ile 1.3x civarında bir F/DD çarpanının makul olabileceğini düşünüyoruz.
- ✓ **GARAN (AL/202,10 TL):** Garanti BBVA'da 2026 görünümü istikrarlı ve yüksek kaliteli kârlılık üzerine kurulu. Net faiz marjının %5,8 ile yüksek seviyesini koruması ve net faiz gelirindeki %39 artış, ana operasyonel gelirleri destekliyor. Yüksek karşılık oranlarının korunması beklentimize rağmen net kredi risk maliyetinin %1,5'e gerilemesini öngörüyoruz. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranının %90'ının üzerinde kalmasını bekliyoruz. Güçlü özsermaye büyümesi ve dengeli kredi-mevduat yapısıyla Garanti BBVA, 2026'da düşen faiz ortamında kontrollü ve öngörülebilir bir marj görünümü sunarken, kısa vadede yeniden fiyatlanan aktif ve pasiflerin dengeli yapısı, marj oynaklığını sınırlıyor. TL mevduat payı ve vadesiz mevduat oranı güçlü olmakla birlikte, teminatsız kredi oranının görece yüksek olması aktif kalite açısından dikkat edilmesi gereken bir unsur. Garanti BBVA 2026 yılı tahminlerimize göre %33.1 özsermaye karlılığı, 3.76x F/K ve 1.07x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Yüksek sermaye yeterlilik oranları, ücret-komisyon gelirlerinin güçlü yapısı, sürdürülebilir marj yapısı ve dengeli bilanço yapısı ile 1.36x seviyesinde bir F/DD çarpanı ile işlem görmeyi hak edebileceğini düşünüyoruz.
- ✓ **HALKB (TUT/42,60 TL):** Halkbank için 2026 yılı, normalleşmenin ve yüksek risk algısının düştüğü bir dönem olabilir. Net faiz marjındaki toparlanma eğilimi devam ederken (%3,4), net faiz gelirinde %56 y/y artış öngörüyoruz. Net kredi risk maliyetini %0,8 seviyesinde beklemekle birlikte takipteki krediler için ayrılan toplam karşılık oranını %86 ile sektör ortalamasının gerisinde tahmin ediyoruz. KOBİ ağırlıklı kredi yapısı ile düşen faiz ortamı ve artan ekonomik aktivite döneminde TL cinsi kredi büyümesi 2026 yılında kısmen hızlanabilir. Halkbank, faiz düşüşü senaryosunda yüksek TL bilanço büyüklüğü nedeniyle avantajlı görünmekle birlikte, TÜFE'ye endeksli bonoların fazla olması ve TL sabit getirili bono portföyünün görece düşük olması marj kazanım potansiyelini sınırlayabilir. Faiz indirimi Halkbank için kısa vadede destekleyici olmakla birlikte KOBİ odaklı kredi yapısı nedeniyle ekonomik döngülere daha duyarlı olarak değerlendirilebilir. Halkbank 2026 yılı tahminlerimize göre %27.7 özsermaye karlılığı, 4.2x F/K ve 1.01x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. 0.9x civarında bir F/DD çarpanının adil olabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle de Halkbank için önerimiz TUT şeklindedir.

Bankacılık hisseleri öneri/hedef fiyat

- ✓ **ISCTR (AL/22,10 TL):** İş Bankası için 2026 yılı, ölçek avantajının yeniden kârlılığa dönüştüğü bir yıl olabilir. Net faiz marjının 100bp y/y artış ile %3,0'a yükselmesi ve net faiz gelirindeki %87 artış, net karda beklediğimiz %78'lik y/y artışın en önemli dayanağı olabilir. Takipteki krediler için toplam karşılık oranının 2025 sonuna göre yükselerek %136 seviyesine ulaşmasını beklemekle birlikte kredi kalitesindeki bozulma ivmesinin yavaşlamasını ve net kredi risk maliyetinin gerilemesini öngörüyoruz. Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini %89 oranında karşılaması, operasyonel kârlılığı destekliyor. İş Bankası, faiz düşüşü senaryosunda en dengeli profillerden biri olarak öne çıkıyor. Yeniden fiyatlanacak aktiflerin görece düşük payı ve yeniden fiyatlanacak pasiflerin görece yüksek payı marj toparlanmasını desteklemektedir. TÜFE'ye endeksli bonoların bilanço büyüklüğü içerisinde görece düşük olması ve sabit getirili TL cinsi menkul kıymetlerin oranının görece yüksek olması düşen enflasyon ve faiz ortamında önemli bir avantaj sağlayabilir. İş Bankası 2026 yılı tahminlerimize göre %25.5 özsermaye karlılığı, 3.16x F/K ve 0.71x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Güçlü TL mevduat tabanı, ölçek avantajı ve yüksek sermaye yeterliliği ile 1.1x civarında bir F/DD çarpanının makul olabileceğini düşünüyoruz.
- ✓ **VAKBN (AL/42,90 TL):** 2026 yılında net faiz marjındaki iyileşmenin sürmesini bekliyoruz. Net faiz marjı 50bp artış ile %3,6'ya yükselirken net faiz gelirinin de %45 artış ile 176 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Takipteki krediler için ayrılan toplam karşılık oranının %116 seviyesinde korunmasını beklerken net kredi risk oranının ise 50bp y/y gerileme ile %1.1 olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bütünüyle bakıldığında VakıfBank için 2026 teması, yüksek baz etkisiyle görece sınırlı net kar artışı şeklinde özetlenebilir. Faiz düşüşü senaryosunda kısa vadede yeniden fiyatlanacak aktif ve pasifler dengeli olmakla birlikte görece yüksek değişken faizli menkul kıymetler ve TÜFE'ye endeksli bonolar marj kazanımını sınırlayabilir. VakıfBank 2026 yılı tahminlerimize göre %26.3 özsermaye karlılığı, 3.73x F/K ve 0.86x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Kamu bankası olmasının getirdiği ölçek avantajına rağmen görece sınırlı sermaye yeterliliği ile 1.1x civarında bir F/DD çarpanının makul olabileceğini düşünüyoruz.
- ✓ **YKBNK (AL/53,10 TL):** Yapı Kredi Bankası'nda 2026'da dengeli büyüme ve güçlü operasyonel kaldıraç ile net faiz marjının 120bp y/y artış ile %3,9'a yükselmesi ve net faiz gelirinde %91 artış ile 111 milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Net kar artışındaki en önemli etkinin de net faiz geliri kaynaklı olmasını öngörüyoruz. Yapı Kredi Bankası, düşen faiz ortamında marj toparlanmasından en fazla yarar sağlayabilecek bankalardan biri olarak öne çıkıyor. Kısa vadede yeniden fiyatlanacak varlıklarının görece düşük olması ve İnterbank fonlamasının yüksek olması marj görünümünü destekliyor. Teminatsız kredi oranının görece yüksek olmasına rağmen, takipteki toplam kredileri için ayrılan karşılık oranındaki artış beklentimiz ile birlikte net kredi risk maliyetinin sınırlı bir şekilde gerilemesi de karlılığı destekleyen diğer bir husus olarak karşımıza çıkmakta. 2025'e göre gerilemekle birlikte komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerinin %88'ini karşılaması da diğer bir pozitif unsur. Yapı Kredi Bankası 2026 yılı tahminlerimize göre %32.6 özsermaye karlılığı, 3.3x F/K ve 0.93x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Yüksek sermaye yeterlilik oranları, bireysel bankacılık ve ödeme sistemleri gelirlerindeki güçlü yapısı ile 1.35x seviyesinde bir F/DD çarpanı ile işlem görmeyi hak edebileceğini düşünüyoruz.

Bankacılık hisseleri öneri/hedef fiyat

- ✓ **TSKB (AL/18,90 TL):** Mevduat bankalarından farklı olarak 2026 yılında TSKB'nin net faiz marjında 40bp sınırlı bir gerileme öngörüyoruz. Net faiz marjı %5,0 seviyesinde yüksek kalmaya devam etmekle birlikte 2025'e göre hafif geriliyor. Risk maliyetinin %0,8 seviyesinde korunması ve takipteki krediler için ayrılan karşılık oranının oldukça yüksek olması kredi riski kaynaklı karşılık gideri riskini oldukça sınırlıyor. TSKB, faiz düşüşü senaryosunda en düşük hassasiyete sahip banka konumunda. Uzun vadeli, sabit yapıli proje finansmanı portföyü nedeniyle kısa vadeli yeniden fiyatlama etkisi sınırlı kalıyor. Buna karşın çok güçlü aktif kalitesi, düşük teminatsız kredi oranı ve yüksek sermaye yeterliliği sayesinde bilanço riski minimum düzeyde. Faiz düşüşleri TSKB için marjdan ziyade değerleme çarpanları üzerinden dolaylı destek sunabilir. TSKB 2026 yılı tahminlerimize göre %27.5 özsermaye karlılığı, 2.6x F/K ve 0.63x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Uzun vadeli proje finansmanı, sürdürülebilir finansman ve döviz bazlı gelir yapısı sayesinde düşük risk profiline sahip olan banka için 1.0x F/DD çarpanının adil olabileceği görüşündeyiz.

Bankacılık sektörü beklentilerimiz (Katılım Bankacılığı hariç)

Öneri ve hedef fiyatlar				
Hisse	Son kapanış	Hedef fiyat	Potansiyel	Öneri
AKBNK	73.50	107.20	46%	AL
GARAN	149.70	202.10	35%	AL
HALKB	38.54	42.60	11%	TUT
ISCTR	14.38	22.10	54%	AL
VAKBN	31.68	42.90	35%	AL
YKBK	38.12	53.10	39%	AL
TSKB	12.84	18.90	47%	AL

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Değerleme çarpanları						
	F/K		F/DD		Karlılık	
Hisse	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
AKBNK	5.91	3.46	1.26	0.95	24.5%	31.9%
GARAN	5.28	3.76	1.41	1.07	31.3%	33.1%
HALKB	9.18	4.21	1.33	1.01	17.0%	27.7%
ISCTR	5.62	3.16	0.90	0.71	17.9%	25.5%
VAKBN	5.18	3.73	1.11	0.86	24.4%	26.3%
YKBNK	5.88	3.31	1.25	0.93	24.5%	32.6%
TSKB	3.03	2.59	0.79	0.63	30.4%	27.5%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Son kapanış fiyatları ile.

Net kar tahminleri, BDDK solo, mio TRY						
Hisse	2024	2024 değişim	2025T	2025 değişim	2026T	2026 değişim
AKBNK	42,366	-36%	64,708	53%	110,456	71%
GARAN	92,175	6%	119,076	29%	167,323	41%
HALKB	15,105	49%	30,161	100%	65,822	118%
ISCTR	45,517	-37%	63,990	41%	113,874	78%
VAKBN	40,375	61%	60,652	50%	84,331	39%
YKBK	29,017	-57%	54,808	89%	97,155	77%
TSKB	10,135	44%	11,869	17%	13,883	17%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Ana operasyonel beklentiler						
	Net faiz marjı			Net kredi risk maliyeti		
Hisse	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T
AKBNK	2.4%	3.4%	4.8%	1.4%	2.7%	1.5%
GARAN	4.0%	5.7%	5.8%	1.3%	2.1%	1.5%
HALKB	0.2%	2.8%	3.4%	0.3%	1.6%	0.8%
ISCTR	-0.6%	2.0%	3.0%	1.1%	2.2%	0.7%
VAKBN	2.3%	3.1%	3.6%	0.2%	1.6%	1.1%
YKBNK	0.8%	2.7%	3.9%	0.0%	2.1%	0.9%
TSKB	6.1%	5.4%	5.0%	-0.1%	0.5%	0.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Bankacılık sektörüne ait kar tahminlerimiz

		AKBNK			GARAN			HALKB			ISCTR			VAKBN			YKBNK			TSKB		
		2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T
Net faiz geliri		41.8	81.0	142.9	70.4	142.3	197.4	5.0	77.9	121.5	-13.2	63.1	118.3	68.7	121.6	176.3	13.9	58.3	111.2	11.9	14.2	18.0
	Yıllık Δ	-29.9%	93.9%	76.4%	0.5%	102.0%	38.7%	-77.5%	n.a.	55.9%	n.a.	n.a.	87.5%	66.1%	77.0%	44.9%	-79.3%	320.7%	90.7%	24.9%	18.7%	27.2%
Net faiz marjı		2.4%	3.4%	4.8%	4.0%	5.7%	5.8%	0.2%	2.8%	3.4%	-0.6%	2.0%	3.0%	2.3%	3.1%	3.6%	0.8%	2.7%	3.9%	6.1%	5.4%	5.0%
Net karşılık gideri		16.2	38.4	28.8	16.1	38.5	37.2	3.7	27.0	16.8	15.7	42.4	18.2	5.5	38.3	35.3	9.0	30.7	17.4	-0.2	1.2	2.0
	Yıllık Δ	46.5%	137.6%	-25.0%	-4.8%	139.1%	-3.4%	n.a.	620.3%	-37.7%	71.9%	169.3%	-57.1%	-78.6%	601.2%	-8.0%	7.9%	242.8%	-43.3%	n.a.	n.a.	68.2%
Net kredi risk maliyeti		1.4%	2.7%	1.5%	1.3%	2.1%	1.5%	0.3%	1.6%	0.8%	1.1%	2.2%	0.7%	0.2%	1.6%	1.1%	0.8%	2.1%	0.9%	-0.1%	0.5%	0.8%
Faaliyet giderleri		80.3	112.6	152.3	92.8	150.5	204.2	59.5	100.8	130.0	117.1	150.3	197.6	73.3	113.9	147.3	77.4	111.7	153.4	2.1	3.2	4.1
	Yıllık Δ	79.3%	40.3%	35.3%	94.7%	62.1%	35.7%	23.6%	69.4%	29.0%	62.2%	28.3%	31.4%	39.7%	55.3%	29.3%	66.5%	44.4%	37.3%	85.1%	49.6%	27.5%
Net komisyon gelirleri		69.2	112.2	143.2	94.1	142.3	192.5	39.4	57.4	78.8	91.4	137.0	175.9	46.5	71.0	90.8	73.1	106.6	135.4	0.5	0.5	0.6
	Yıllık Δ	124.3%	62.3%	27.6%	130.9%	51.2%	35.2%	107.8%	45.7%	37.4%	115.4%	49.8%	28.4%	80.5%	52.8%	27.9%	112.0%	45.8%	27.1%	13.4%	-8.1%	33.5%
Net komisyon gelirleri/faaliyet giderleri		86.1%	99.7%	94.0%	101.4%	94.6%	94.2%	66.2%	56.9%	60.6%	78.0%	91.1%	89.0%	63.4%	62.4%	61.7%	94.5%	95.4%	88.3%	23.9%	14.7%	15.4%
İştirak gelirleri		9.7	10.9	11.3	18.9	28.2	31.4	1.1	4.1	6.8	38.0	49.0	62.4	0.1	0.5	0.7	11.8	15.2	18.2	2.3	2.5	3.0
	Yıllık Δ	32.1%	13.1%	3.1%	35.1%	48.9%	11.5%	164.3%	290.4%	64.6%	11.6%	29.0%	27.2%	-37.7%	316.0%	31.3%	43.2%	29.0%	19.6%	20.4%	8.1%	20.6%
Diğer gelir/gider		25.7	27.9	31.0	42.3	24.9	29.3	26.3	18.5	25.1	54.8	12.3	11.0	20.1	37.8	26.7	17.3	28.3	35.5	0.9	2.8	2.5
	Yıllık Δ	-39.5%	8.4%	11.3%	-1.2%	-41.0%	17.5%	92.6%	-29.8%	35.7%	73.7%	-77.5%	-11.0%	-44.3%	87.6%	-29.3%	-37.3%	63.0%	25.8%	-43.8%	220.1%	-7.5%
VÖK		49.9	81.0	147.3	116.8	148.7	209.2	8.5	30.2	85.5	38.2	68.7	151.8	56.6	78.7	111.9	29.7	65.9	129.5	13.7	15.4	18.0
	Yıllık Δ	-40.9%	62.5%	81.7%	13.3%	27.3%	40.7%	27.9%	254.9%	183.1%	-50.5%	80.0%	120.9%	122.9%	39.0%	42.1%	-64.0%	121.6%	96.6%	47.2%	12.8%	16.8%
Net kar		42.4	64.7	110.5	92.2	119.1	167.3	15.1	30.2	65.8	45.5	64.0	113.9	40.4	60.7	84.3	29.0	54.8	97.2	10.1	11.9	13.9
	Yıllık Δ	-36.3%	52.7%	70.7%	5.5%	29.2%	40.5%	49.4%	99.7%	118.2%	-37.0%	40.6%	78.0%	61.2%	50.2%	39.0%	-57.3%	88.9%	77.3%	43.9%	17.1%	17.0%

Bankacılık sektörüne ait kar tahminlerimiz

		AKBNK			GARAN			HALKB			ISCTR			VAKBN			YKBNK			TSKB		
		2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T
Krediler		1,241	1,655	2,187	1,506	2,157	2,826	1,419	1,877	2,371	1,606	2,251	2,924	1,978	2,803	3,603	1,199	1,697	2,180	158	220	280
	Yıllık Δ	48.0%	33.4%	32.2%	47.8%	43.2%	31.0%	16.1%	32.3%	26.3%	41.6%	40.2%	29.9%	35.7%	41.7%	28.5%	38.8%	41.5%	28.4%	29.9%	38.9%	27.2%
TL		882.0	1,191.8	1,578.9	1,122.6	1,578.2	2,065.9	1,056.3	1,298.5	1,692.6	1,026.4	1,407.9	1,874.6	1,263.4	1,710.6	2,243.6	836.7	1,135.8	1,481.1	10.8	11.9	14.6
	Yıllık Δ	40.6%	35.1%	32.5%	50.6%	40.6%	30.9%	9.4%	22.9%	30.4%	39.6%	37.2%	33.1%	25.4%	35.4%	31.2%	29.5%	35.7%	30.4%	24.2%	10.1%	21.9%
YP, \$		10.2	10.8	11.7	10.9	13.5	14.6	10.3	13.3	13.6	16.4	19.4	21.0	20.3	25.1	27.2	10.3	12.9	14.0	4.2	4.9	5.1
	Yıllık Δ	42.2%	6.2%	8.2%	16.9%	24.2%	8.2%	18.0%	29.4%	2.0%	21.1%	18.1%	8.2%	32.6%	24.0%	8.2%	38.9%	25.5%	8.2%	8.8%	16.1%	5.1%
Takipteki kredi oranı (Grup 3)		2.9%	4.2%	3.7%	2.2%	3.7%	3.9%	2.1%	4.1%	3.7%	2.1%	3.0%	2.5%	1.8%	3.1%	3.2%	3.1%	3.7%	3.3%	2.2%	1.1%	1.1%
Grup 1 karşılık oranı		1.0%	1.0%	1.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
Grup 2 karşılık oranı		14.6%	17.5%	17.5%	12.5%	9.0%	9.0%	14.7%	8.0%	8.0%	13.2%	11.5%	11.5%	19.7%	14.5%	14.5%	11.4%	10.0%	10.0%	35.3%	35.0%	35.0%
Grup 3 karşılık oranı		58.8%	61.7%	72.3%	66.7%	63.4%	68.5%	60.6%	50.1%	55.0%	72.5%	66.1%	68.1%	63.9%	60.2%	61.4%	65.9%	60.5%	65.7%	87.5%	96.9%	83.7%
Toplam karşılık oranı		123.6%	108.6%	124.4%	159.4%	101.0%	103.3%	140.9%	78.4%	86.0%	148.7%	123.7%	136.1%	185.3%	117.4%	115.7%	121.4%	104.4%	115.5%	219.1%	373.1%	357.8%
Menkul değerler		572.9	754.5	1,044.6	367.0	454.8	677.6	783.1	1,200.6	1,506.9	653.9	816.1	1,052.2	915.4	1,184.5	1,511.5	506.2	611.7	797.4	44.0	68.3	86.8
	Yıllık Δ	29.5%	31.7%	38.4%	25.4%	23.9%	49.0%	34.0%	53.3%	25.5%	38.4%	24.8%	28.9%	38.7%	29.4%	27.6%	25.3%	20.8%	30.4%	51.6%	55.3%	27.1%
Toplam aktifler		2,516	3,240	4,282	2,608	3,747	5,138	3,008	4,297	5,428	3,324	4,502	5,848	4,021	5,294	6,805	2,381	3,253	4,177	231	338	431
	Yıllık Δ	40.6%	28.8%	32.2%	35.1%	43.7%	37.1%	37.0%	42.9%	26.3%	35.5%	35.5%	29.9%	43.8%	31.7%	28.5%	36.9%	36.6%	28.4%	30.7%	46.3%	27.2%
Mevduatlar		1,562	2,065	2,798	1,821	2,501	3,463	2,382	3,382	4,263	2,127	3,050	3,972	2,538	3,316	4,259	1,268	1,753	2,260	0	0	0
	Yıllık Δ	28.2%	32.2%	35.5%	31.6%	37.3%	38.5%	27.2%	42.0%	26.0%	28.0%	43.4%	30.2%	29.4%	30.7%	28.4%	22.3%	38.2%	28.9%	n.a.	n.a.	n.a.
TL		1,087	1,391	2,022	1,256	1,586	2,271	1,610	2,096	2,639	1,216	1,747	2,278	1,864	2,340	3,005	812	1,082	1,449	0	0	0
	Yıllık Δ	41.4%	28.0%	45.3%	42.3%	26.3%	43.2%	43.5%	30.2%	25.9%	38.1%	43.6%	30.4%	48.6%	25.5%	28.4%	26.7%	33.3%	33.9%	n.a.	n.a.	n.a.
YP, \$		13.5	15.7	14.9	16.0	21.3	22.9	21.9	29.6	32.5	25.8	30.0	33.9	19.1	22.4	25.1	12.9	15.4	16.2	0.0	0.0	0.0
	Yıllık Δ	-11.8%	16.7%	-5.0%	-5.8%	33.1%	7.3%	-14.3%	35.2%	9.9%	-2.7%	16.0%	13.0%	-20.6%	17.5%	11.8%	-3.8%	19.3%	5.2%	n.a.	n.a.	n.a.
Vadesiz mevduatlar/toplam mevduat		27.7%	30.3%	30.3%	39.1%	42.4%	42.4%	25.4%	28.1%	28.1%	39.4%	38.5%	38.5%	26.4%	21.9%	21.9%	45.1%	42.0%	42.0%	n.a.	n.a.	n.a.
Toplam kredi/mevduat		74.9%	66.6%	66.6%	81.6%	73.4%	73.4%	59.5%	64.9%	64.9%	73.6%	65.5%	65.5%	71.9%	70.1%	70.1%	85.8%	77.5%	77.5%	n.a.	n.a.	n.a.
TL kredi/mevduat		80.7%	80.8%	80.8%	87.9%	81.6%	81.6%	65.4%	85.4%	85.4%	82.9%	81.9%	81.9%	66.7%	78.9%	78.9%	102.3%	99.6%	99.6%	n.a.	n.a.	n.a.
YP kredi/mevduat		63.6%	44.3%	44.3%	68.2%	58.9%	58.9%	47.0%	34.1%	34.1%	61.8%	48.6%	48.6%	82.9%	56.6%	56.6%	62.7%	46.8%	46.8%	n.a.	n.a.	n.a.
Özsermaye		240	303	404	330	445	589	153	208	274	318	401	508	219	282	367	193	258	347	32	45	57
	Yıllık Δ	13.8%	26.1%	33.2%	34.8%	35.0%	32.2%	18.8%	36.3%	31.7%	18.9%	25.9%	26.8%	27.9%	28.8%	29.9%	7.8%	34.0%	34.4%	51.7%	39.4%	26.7%
Kaldıraç (Toplam aktifler/özsermaye)		10.5	10.7	10.6	7.9	8.4	8.7	19.7	20.7	19.8	10.4	11.2	11.5	18.3	18.8	18.6	12.3	12.6	12.0	7.1	7.5	7.5

Katılım bankacılığı sektörü görünümü

- Türk bankacılık sektörü ve özelinde katılım bankacılığı, 2025 yılında sıkı para politikası ve dezenflasyon sürecinin getirdiği zorluklara rağmen büyüme ivmesini korumuştur. Katılım bankaları, toplam aktiflerde sektör ortalamasına paralel bir büyüme sergileyerek pazar paylarını %8,9 seviyesinde konsolide etmiştir.
- 2025 yılında araştırma kapsamımıza dahil ettiğimiz **Albaraka Türk**, hem kamu hem de özel bankacılık sektörüne güçlü bir alternatif olma vizyonunu sürdürüyor. 2025 yılındaki serbest karşılık çözümlerinin oluşturduğu yüksek baz etkisine rağmen, bankanın 2026 yılında 7,4 milyar TL net kâr seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Son verilerde %3,8 olarak izlediğimiz net kâr payı marjındaki iyileşme trendinin ivme kazanmasını bekliyoruz. Özellikle ücret ve komisyon gelirlerindeki çift haneli büyümenin kârlılık kompozisyonunu güçlendireceğini öngörüyor; bu tablo ışığında 2026 yılı için %27 seviyesinde bir özkaynak kârlılığı hedefliyoruz.

Gelir Tablosu			
ALBRK:IS	2024	2025B	2026B
Kar payı gelirleri	42,060	61,427	70,146
Kredilerden alınan kar payları	29,759	43,440	49,579
ZK'dan alınan gelirler	3,397	4,186	5,232
Menkul değerlerden alınan gelirler	7,004	11,238	12,362
Kar payı giderleri	34,609	50,739	56,959
Net kar payı gelir/gider	7,451	10,688	13,188
Net alınan ücret ve komisyon gelir/gider	3,392	4,613	5,766
Ticari kar/zarar, net	4,299	5,761	7,201
Diğer faaliyet gelirleri	3,258	4,235	5,294
Faaliyet gelir/gider toplam	18,404	25,302	31,450
Kredi ve diğer alacaklar değer düşüş karşılığı (-)	5,810	7,699	9,623
Personel giderleri (-)	4,487	6,394	7,993
Diğer faaliyet giderleri (-)	3,698	4,900	6,125
Net faaliyet k/z	4,408	6,309	7,709
Vergi	98	252	308
Net dönem k/z	4,310	6,057	7,400

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

* 2025 yılı net kar rakamı, 1Ç25'te iptal edilen 7 milyar TL'lik serbest karşılık etkisinden arındırılmıştır.

**2024 yılı ve öncesine ait net kâr rakamlarında, modelimizi etkilemediği için açıklanan (raporlanan) net kâr değerleri esas alınmıştır.

Varlık yönetim sektörü görünümü

- **2025'te zorlu piyasa koşullarını fırsata çevirme potansiyeli ile dikkat çeken varlık yönetim sektörüne, Gelecek Varlık Yönetimi'ni takip listemize ekleyerek giriş yaptık.** Beklentilerimizin temelinde, makroekonomik risk olarak görülen yüksek faiz ve enflasyon ortamının, sektörün iş modeli için temel bir katalizör işlevi görmesi yatmaktaydı. Artan borçlanma maliyetleri geri ödemeleri zorlaştırarak Tahsili Gecikmiş Alacak (TGA) stokunun büyümesine neden olurken, bankaların aktif kalitesini koruma stratejileri doğrultusunda gerçekleşen portföy devirleri, şirketlere operasyonel süreklilik ve büyüme için ihtiyaç duydukları temel kaynağı sağladı.
- BDDK verilerine göre, TGA düzeyi son yıllarda kayda değer büyüme trendi sergilemiş ve 2025'in ilk dokuz ayı itibarıyla toplam hacim 503 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Büyümenin ana kaynağını bireysel krediler oluştururken, bu segment, 207 milyar TL ile en yüksek paya sahiptir. Bireysel segmenti, 172 milyar TL ile KOBİ ve 127 milyar TL ile ticari segment takip etmektedir. Banka türüne göre dağılıma baktığımızda ise, sektördeki toplam hacmin büyük çoğunluğunun özel bankalar tarafından yönetildiği dikkat çekmektedir; özel bankaların TGA hacmi 316 milyar TL ile devlet bankalarının (187 milyar TL) neredeyse yaklaşık iki katına ulaşmış durumdadır.
- TGA artışı minvalinde, TGA satış hacmi de yıllar içerisinde istikrarlı şekilde artış göstermektedir. 2014 yılında 19,3 milyar TL seviyesinde olan kümülatif TGA satış hacmi, 2024 sonunda 135,2 milyar TL'ye ve 2025 Eylül itibarıyla 178,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Özellikle 2019 sonrası dönemde bireysel segmentin payının belirgin şekilde yükseldiği, 2025'in ilk dokuz ayında ise toplam satışların %86'sını bireysel segmentten geldiği dikkat çekmektedir. Buna karşın KOBİ ve ticari segmentin payı %14 seviyesinde kalmıştır. **Gelecek Varlık, 2025'in ilk dokuz ayında 43,7 milyar TL tutarında anapara satışı gerçekleştirdiğini ve yılın tamamında 55-60 milyar TL seviyesinde satış hacmi beklendiğini yatırımcı sunumunda belirtmiştir. Ayrıca, satışların %70-80'inin bireysel segmentten gelmeye devam etmesi öngörülmektedir.**
- **Varlık yönetim sektörü için 2026 stratejimiz;** bankacılık tarafındaki TGA satış iştahının yarattığı **güçlü portföy arzı** ile faiz indirim sürecinin desteklediği **artan tahsilat performansının** birleştiği pozitif bir konjonktüre dayanmaktadır. Fonlama maliyetlerindeki gerilemenin net kâr marjlarını desteklemesi ve büyüyen bilançoların ölçek ekonomisi yaratmasıyla birlikte; sektörün nakit yaratma kapasitesinin ve özkaynak kârlılığının ivme kazanmasını bekliyoruz. Bu düşüncemiz paralelinde araştırma kapsamımızda yer alan ve sektör lideri konumunda olan **GLCVY'nin 2026'da ön planda olmasını beklemekteyiz.**

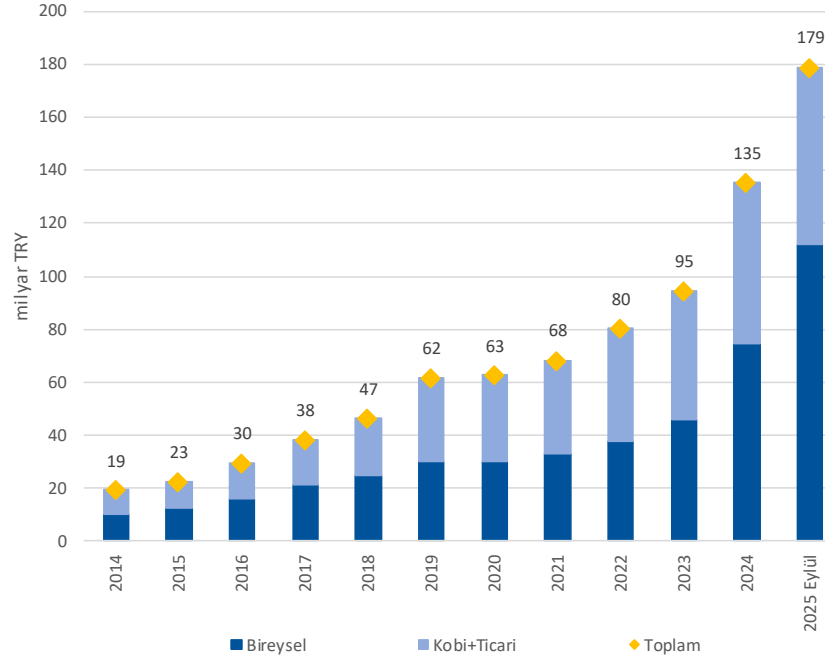
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	PD/DD*
GLCVY	121.30	AL	11,148	260	83%	59%	7.64	3.20

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

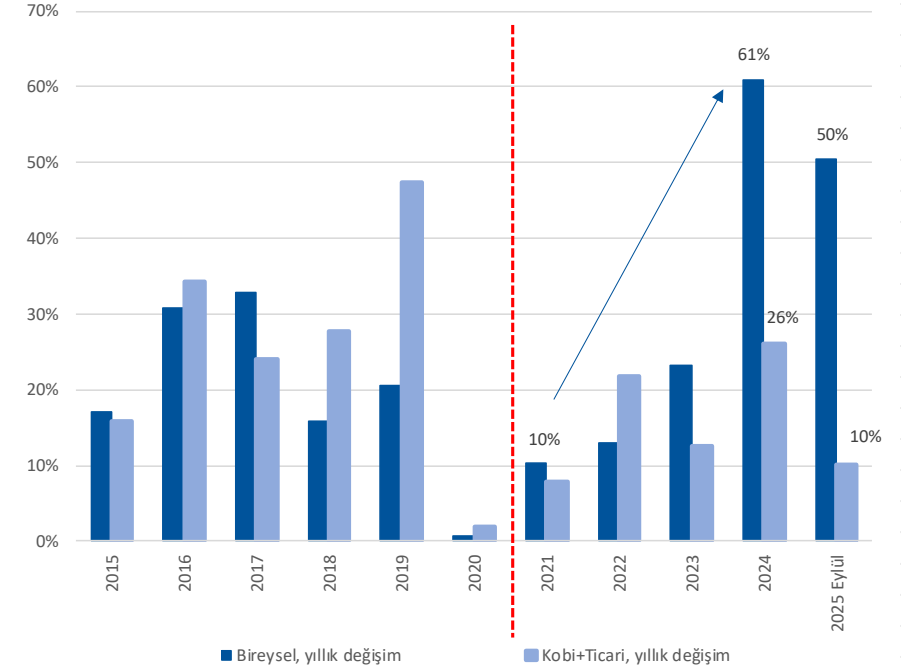
Varlık yönetim sektörü görünümü

Kümülatif TGA satış hacmi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

Kümülatif TGA satış hacmi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket sunumu

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü

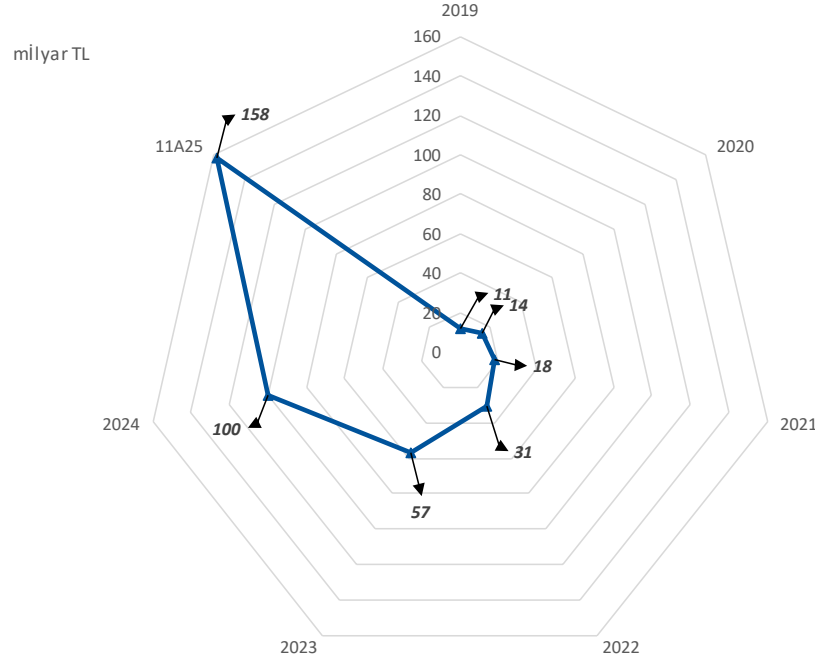
- **2025 yılı sigorta sektörü stratejimizin temelini;** faiz indirim döngüsü başlamış olsa da korunan yüksek faiz ortamının yarattığı güçlü finansal gelirler ve enflasyonun üzerinde gerçekleşen prim büyümesi oluşturmaktaydı. Sektör, yılı tam da bu beklentiler paralelinde tamamlamaya hazırlanıyor. Hem sektör verileri hem de Araştırma kapsamımızda yer alan şirketler genel olarak enflasyonun üzerinde prim üretimi elde ederken, yılın en belirleyici katalizörü, portföylerden elde edilen finansal gelirler tarafında oldu.
- **2025 yılını kısaca özetleyecek olursak; Türkiye, 69 şirketin hizmet verdiği sigorta sektöründe, 11A25 döneminde toplam yaklaşık 1.060 milyar TL prim üretimi gerçekleştirmiştir.** Söz konusu prim üretiminin %15'i hayat, %85'i ise hayat dışı prim üretimi kaynaklıdır.
 - **Hayat branşı prim üretimi,** 11A25 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre **%79'luk artış göstererek 158 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.** Hayat dışı segmentte ilk 5 şirket toplam prim üretiminin %64,4'ünü, ilk 10 şirket ise toplam üretimin %94,6'sını oluşturmaktadır.
 - **Fon büyüklüğü,** Kasım ayı verilerine göre, **yıllık bazda %72 artış göstererek 1.673 milyar TL** seviyesine yükseldi. Bu dönemde toplam katılımcı sayısı %6,5 artarak 10 milyon kişinin üzerine çıkarken, sözleşme sayısı %7,5 artışla 12,5 milyona ulaştı.
 - Araştırma kapsamımızdaki şirketleri incelediğimizde; **AGESA** prim üretimi ve elde ettiği finansal gelirle pozitif ayrışırken, **ANHYT** yılın ilk 3 ayında elde ettiği görece düşük finansal gelirle kısmen baskılandı.

Yıl	Hayat sigorta şirketleri		Ana endeksler			
	AGESA	ANHYT	XSGRT	XBANK	XUSIN	XU100
31.12.2022	96.6%	105.8%	108.5%	215.1%	161.6%	196.6%
31.12.2023	56.1%	76.0%	166.4%	73.4%	29.5%	35.6%
31.12.2024	172.3%	187.1%	97.4%	67.0%	13.2%	31.6%
31.12.2025	41.8%	0.0%	3.7%	13.6%	7.3%	14.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

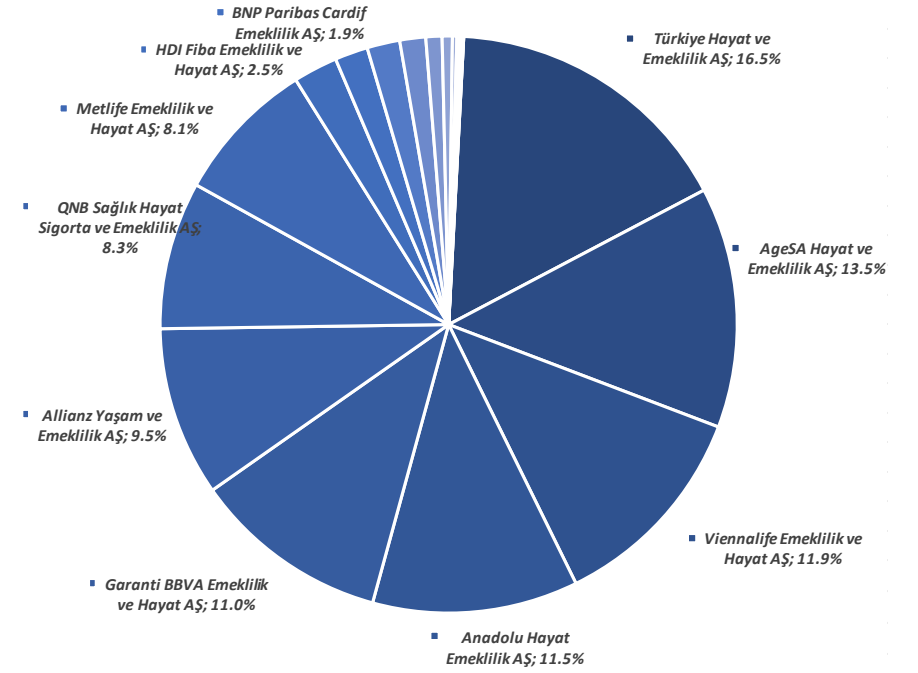
Hayat branşı sektörü görünümü

Yıllara sari prim üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

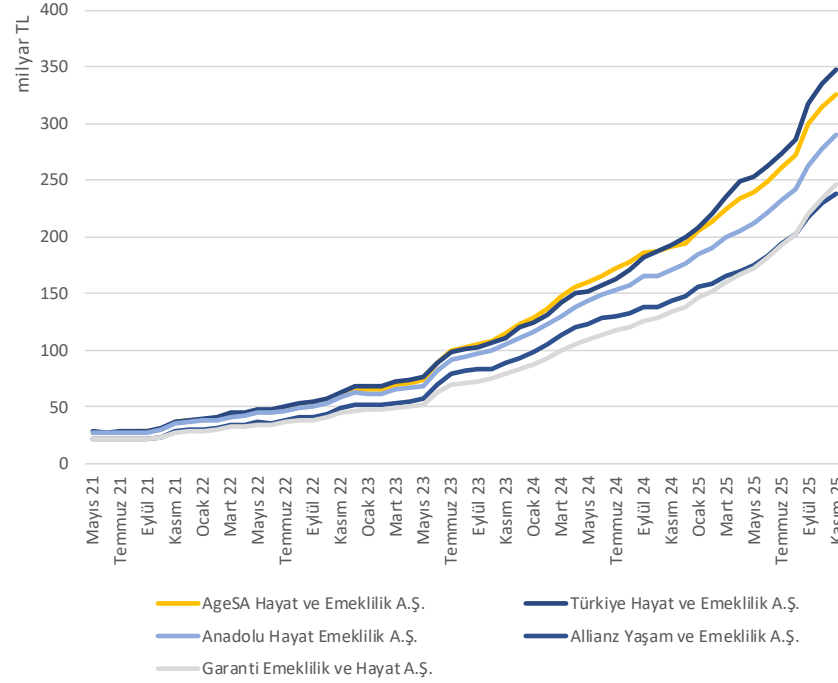
Üretilen prime göre emeklilik şirketleri dağılımı | Kasım 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

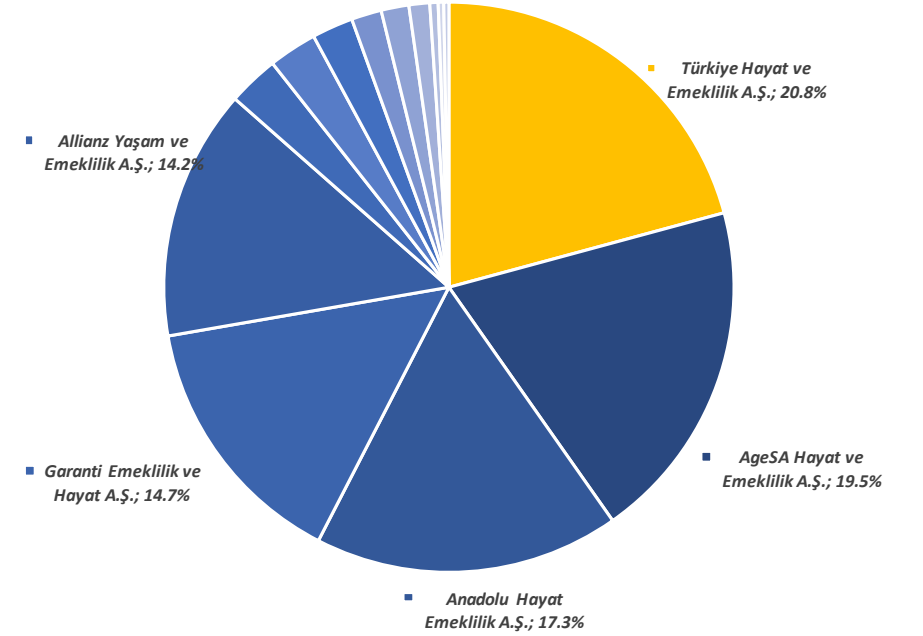
Hayat branşı sektörü görünümü

Katılımcıların fon büyüklüğünün emeklilik şirketlerine göre dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, EGM

Fon büyüklüğünün emeklilik şirketlerine göre dağılımı | Kasım 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, EGM

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü

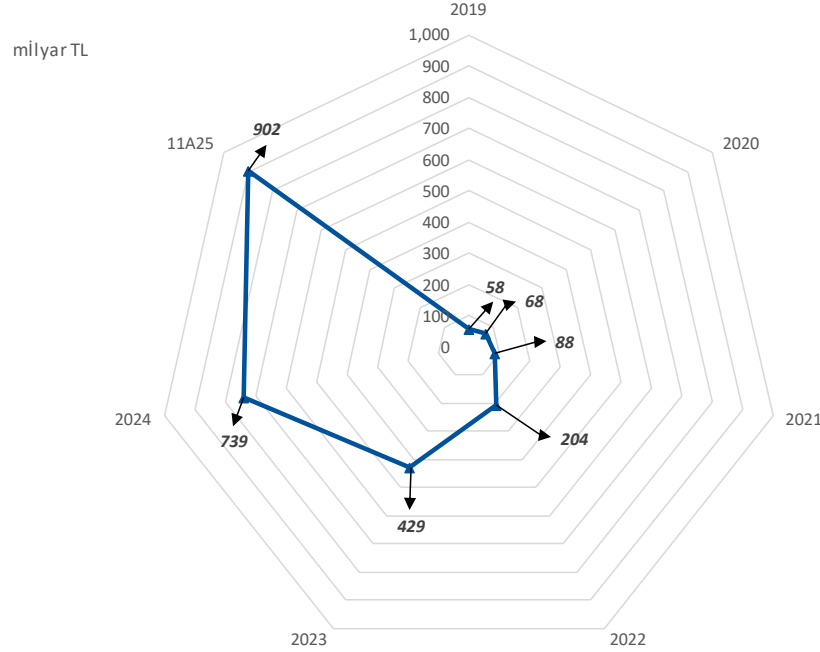
- **Hayat dışı sigorta sektörü**, 2024 yılında 739 milyar TL prim üretimine ulaşarak son 3 yılda %90, 5 yılda ise %81 gibi güçlü YBBO yakalamıştır. Bu ivme 2025 yılında da devam etmiş; 11A25 döneminde toplam prim üretimi, geçen yılın aynı dönemine göre **%43,3 artışla 901 milyar TL** seviyesini aşmıştır. Pazarın konsantrasyonuna bakıldığında, ilk 5 şirketin toplam üretimin %47,8'ini, ilk 10 şirketin ise %67,1'ini domine ettiği görülmektedir.
- 11A25'te branş bazında prim üretimini incelediğimizde, **Kara Araçları Sorumluluk** branşı, 275 milyar TL hacim ve %30,5 pay ile sektörün en büyük üretim kalemi olmaya devam etmektedir. Bu branşı, 179 milyar TL prim üretimi ve %19,9'luk payı ile **Hastalık/Sağlık** branşı takip etmektedir. Hastalık/Sağlık branşı bu dönemde %56'lık büyüme gösterirken 2025'in öne çıkan başlıkları arasında yer almıştır. **Yangın ve Doğal Afetler** branşı ise 141 milyar TL ile toplam prim üretimi içinde %15,7 pay alırken, 2025'te sektör ortalamasının altında büyüyen branş olarak karşımıza çıkmaktadır.
- Son açıklanan 9A25 verilerine göre, hayat dışı şirketlerin **yönetilen varlık büyüklüğü %72 artışla 734 milyar TL'ye** ulaşmıştır. Bu hacim artışı, yatırım gelirlerini bilançoların en kritik performans kalemi haline getirmiştir.
- Araştırma kapsamımızdaki şirketler incelendiğinde; **TURSG**, hem güçlü prim üretimi hem de yüksek yatırım geliri performansı ile endeksten pozitif ayrılarak öne çıkmıştır. Buna karşın **ANSGR** yılın ilk çeyreğindeki görece düşük finansal gelir performansı ve kârlılık metrikleri nedeniyle; **AKGRT** ise devam eden yeniden yapılanma sürecinin getirdiği baskı ile negatif ayrılmıştır.

Yıl	Hayat dışı sigorta şirketleri			Ana endeksler			
	ANSGR	AKGRT	TURSG	XSGRT	XBANK	XUSIN	XU100
31.12.2022	144.9%	44.4%	169.3%	108.5%	215.1%	161.6%	196.6%
31.12.2023	273.5%	34.6%	225.6%	166.4%	73.4%	29.5%	35.6%
31.12.2024	73.0%	45.5%	97.7%	97.4%	67.0%	13.2%	31.6%
31.12.2025	-6.9%	-11.0%	31.6%	3.7%	13.6%	7.3%	14.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

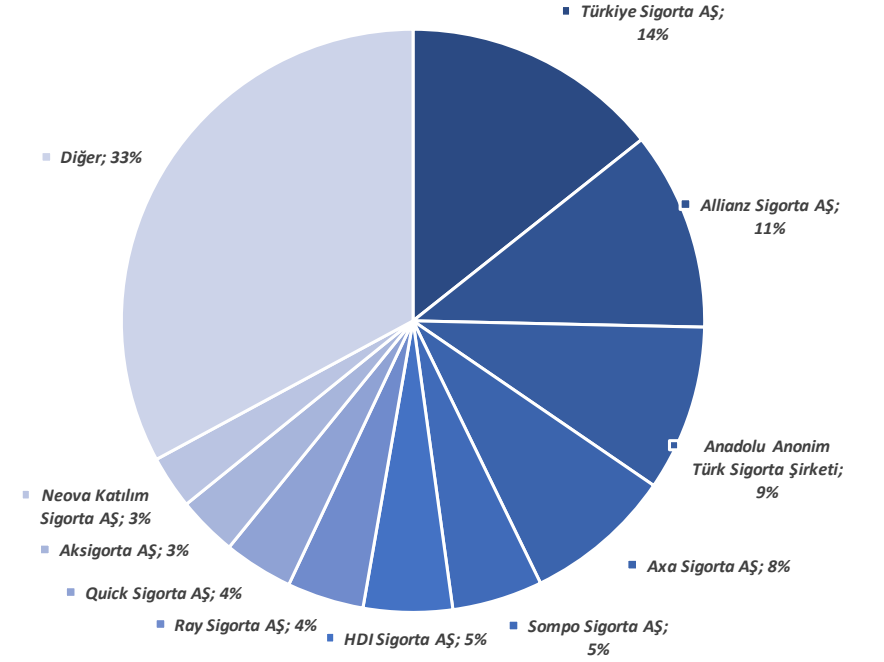
Hayat dışı branş sektörü görünümü

Yıllara sari prim üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

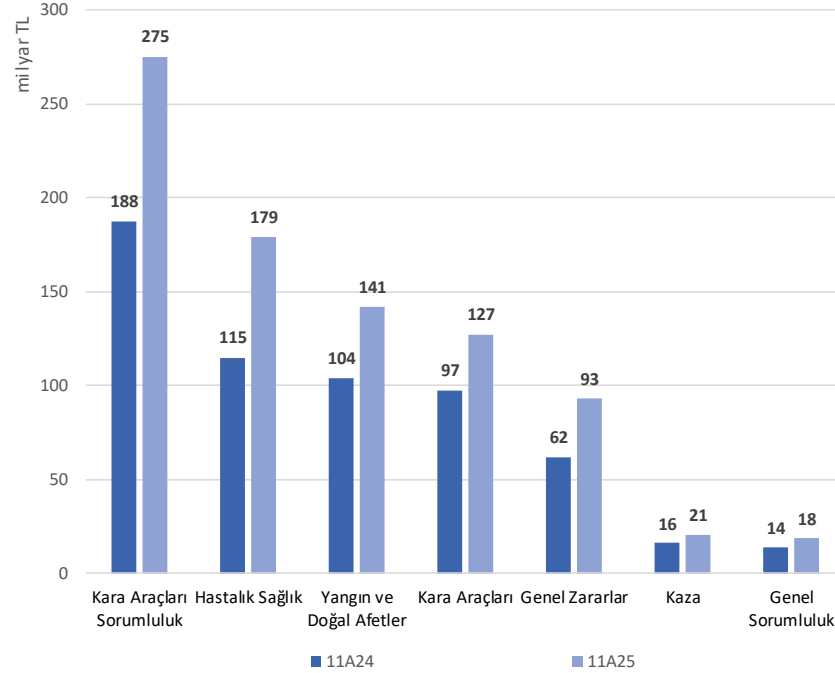
Hayat dışı prim üretimi verilerine göre ilk 10 şirket | 11A25



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

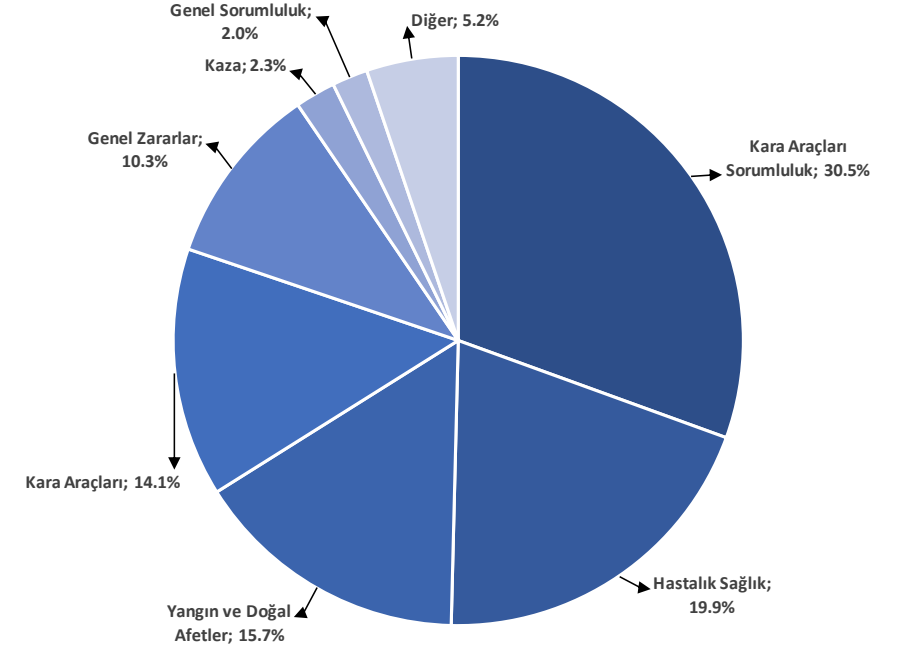
Hayat dışı branş sektörü görünümü

Branşlara göre prim üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TSB

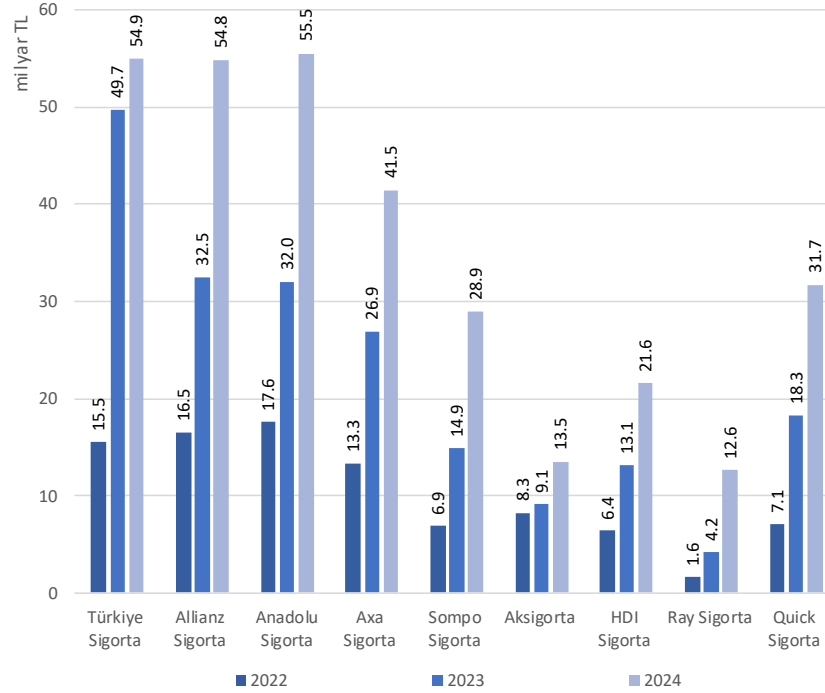
Toplam hayat dışı prim üretiminin branşlara göre dağılımı | 11A25



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TSB

Hayat dışı branş sektörü görünümü

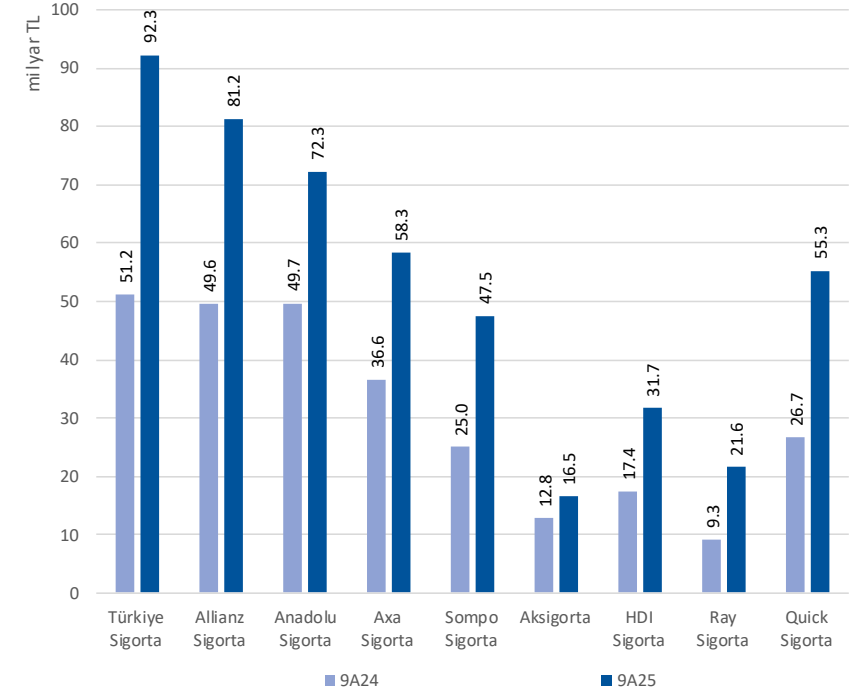
Yönetilen varlık büyüklüğü



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TSB

*Yönetilen varlık büyüklüğü=Bankalar+Finansal varlıklar ile riskli sigortalılara ait finansal yatırımlar

Yönetilen varlık büyüklüğü



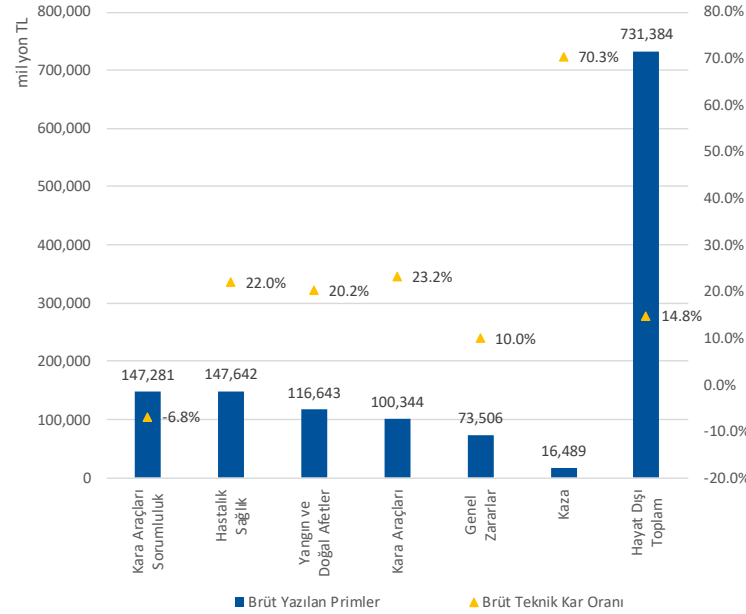
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TSB

*Yönetilen varlık büyüklüğü=Bankalar+Finansal varlıklar ile riskli sigortalılara ait finansal yatırımlar

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü

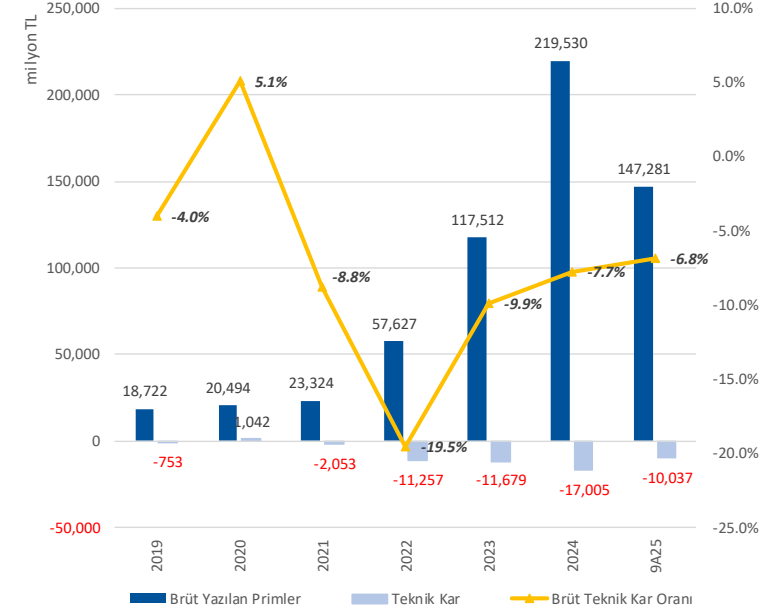
- SEDDK tarafından 1 Ocak 2026 olan IFRS 17 ve IFRS 15'e geçiş tarihi, 1 Ocak 2027 olarak güncellenirken, 2025'te sigorta sektörünün kârlılığını etkileyebilecek yeni mevzuat değişikliklerini takip ettik.
- Bunlardan ilki «Karayolları Motorlu Araçlar Zorunlu Mali Sorumluluk Sigortası Yapmaktan Kaçınmaya İlişkin Genelge» olarak karşımıza çıktı. Zorunlu trafik sigortası poliçesi düzenlemekten kaçınma durumlarını düzenlemek amacıyla hazırlanan bu genelge ile trafik sigortası brüt prim üretimi itibarıyla üçer aylık pazar payının aynı döneme ilişkin kasko branşı brüt prim üretiminin pazar payının %70'inden az olmaması ve trafik sigortası poliçe sayısının üçer aylık 4. basamak poliçe sayısının 7. ve 8. basamak poliçe sayısına oranının %30'un altında kalmasına sınırlama getirildi.

Ana branşlar bazında sektör verileri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TSB

Kara araçları sorumluluk branşı sektör verileri

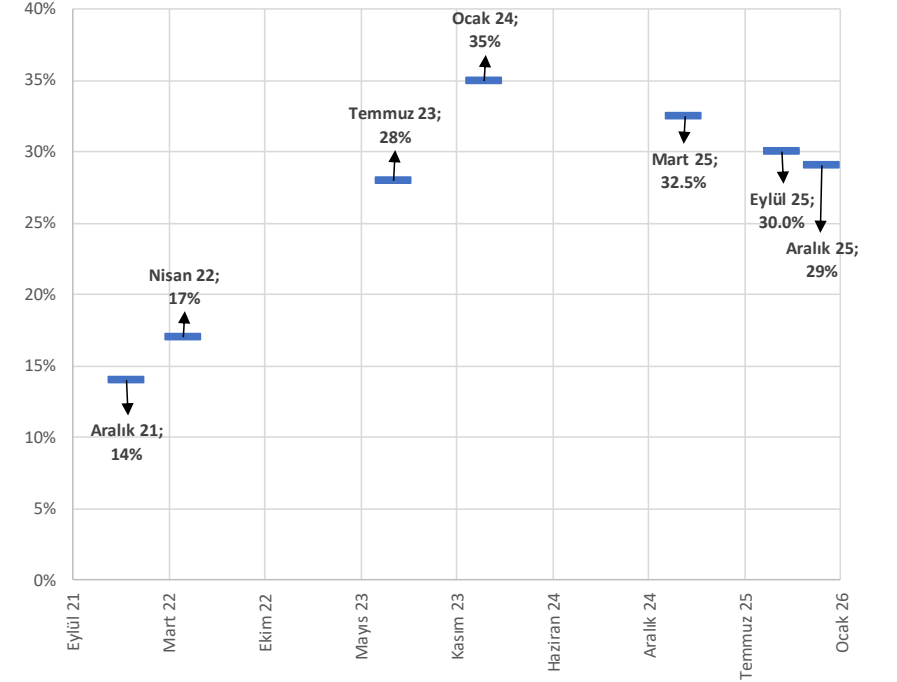


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TSB

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü

- Bir diğeri ise muallak tazminat karşılığından kaynaklanan net nakit akışlarının iskonto edilmeye oranındaki değişiklik olarak karşımıza çıktı. SEDDK tarafından muallak tazminat karşılığından kaynaklanan net nakit akışlarının iskonto edilmesinde kullanılan oran, 30 Aralık 2021'de %14 seviyesindeyken, 27 Nisan 2022'de %17'ye, 12 Temmuz 2023'te %28'e ve 15 Ocak 2024'te %35'e yükseltilmişti. Söz konusu oran ilk olarak 6 Mart 2025 tarihinde yayımlanan düzenlemeyle %32,5'e, 26 Eylül 2025 tarihinde %30'a ve son olarak 18 Aralık 2025 tarihinde ise %29'a düşürüldü. Bu değişiklik, enflasyonun seyri doğrultusunda normalleşme adımı olarak halihazırda beklenirken, hayat dışı sigorta şirketlerinin kârlılıkları üzerinde, özellikle de trafik grubu yoğunluğu yüksek olanlarda, baskı yaratan unsur olarak konumlandı. Keza faiz indirim süreci paralelinde iskonto oranının 2026'da da inmeye devam etmesi bekleniyor.

Muallak tazminat karşılığından kaynaklanan net nakit akışlarının iskonto edilme oranı süreci



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, SEDDK

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü | risk ölçüm göstergeleri

Hisse	Beta	Alpha	Sharpe	Korelasyon
AGESA	0.23	4.22	0.64	0.22
ANHYT	0.60	-0.40	-0.14	0.51
AKGRT	1.23	-2.36	-0.19	0.55
ANSGR	0.45	-1.64	-0.35	0.36
RAYSG	2.00	-9.88	-0.49	0.56
TURSG	0.43	3.25	0.21	0.17

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Aylık periyotta, BIST 100 ile karşılaştırma baz alınmıştır.

Renklendirmede her grup kendi içerisinde değerlendirilmiştir.

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü | piyasa değeri, seçilmiş çarpan ve diğer metrikler

Hisse	Piyasa değeri (MCAP, USD)	MCAP USD, 3y ort.	MCAP USD, 2y ort.	MCAP USD, 1y ort.
AGESA	929,288,120	 537,699,676	 645,183,490	 746,115,022
ANHYT	986,038,272	 863,081,292	 1,043,396,697	 994,891,410
AKGRT	255,838,976	 294,709,422	 297,732,520	 274,744,895
ANSGR	1,082,955,816	 1,051,323,909	 1,258,421,052	 1,202,556,596
RAYSG	822,091,573	 1,231,043,507	 1,662,948,235	 1,222,908,926
TURSG	2,756,402,626	 1,818,962,771	 2,248,826,287	 2,414,657,091
Hisse	HAO	F/DD (x)	F/DD, 3y ort. (x)	F/Yazılan brüt primler (yıllık) (x)
AGESA	20.0%	4.92	4.70	1.85
ANHYT	17.0%	3.82	4.20	2.32
AKGRT	28.0%	1.53	2.68	0.33
ANSGR	35.0%	1.28	1.91	0.52
RAYSG	4.0%	4.68	14.06	0.85
TURSG	18.0%	2.84	3.12	0.89

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

2026 yılında sigortacılık sektörü görünümü

- 2025 yılına yön veren temel temaların, 2026 yılında da pozisyonunu sürdürmesini öngörüyoruz. Türkiye'nin OECD ülkeleri arasında halihazırda en düşük penetrasyon oranına sahip ülkelerden biri olması, sigorta sektöründeki büyüme beklentimizin ana dayanağını oluşturmaktadır. Bununla birlikte, **prim üretim artış hızının 2026'da da enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.**
- Faiz indirim döngüsüne girilmiş olsa da, mevcut reel getiri ortamının şirket portföyleri üzerindeki destekleyici etkisinin azalan ivme ile, yıl ortalamasındaki politika faizi öngörümüz eşliğinde, sürecini öngörüyoruz. Nitekim ulaşılan varlık büyüklüğü, reel getirilerdeki olası daralmayı tolere edebilecek kapasiteye ulaşmıştır.
- 2026 yılında, OVP ile rotası çizilen Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) beklentileriyle birlikte 'Hayat ve Emeklilik' tarafının ön plana çıkmasını bekliyoruz. Mevcut Otomatik Katılım Sistemi'nin (OKS) yerini alacak olan ve 2026'nın ikinci çeyreğinde devreye girmesi planlanan TES; kapsadığı çalışan sayısı ve zorunluluk esasıyla fon hacminde sıçrama yaratma potansiyeli taşımaktadır. Bu yapısal dönüşümün, tartışıldığı çerçevede hayata geçmesi, sektör adına gerçek bir 'oyun değiştirici' olacaktır. Ancak, sistemin büyüklüğü ve karmaşıklığı, geçiş sürecinin hedeflenen takvimden daha uzun sürmesi riskini de beraberinde getirmektedir. Diğer yandan, bireysel kredi büyümesindeki normalleşme beklentimiz, krediye bağlı hayat sigortası prim üretimini 2025'e kıyasla ivmelendirecektir. Bu katalizörler ışığında AGESA ve ANHYT, 2026 projeksiyonlarımızda öne çıkan şirketler olarak yer almaktadır.
- Hayat dışı branşta AKGRT ve ANSGR cephesinde operasyonel kârlılıkta belirgin bir iyileşme öngörürken; TURSG'nin 2025'te ulaştığı güçlü bileşik rasyo performansını korumasını bekliyoruz. Özellikle 2025 yılını yeniden yapılanma süreciyle geçiren AKGRT'nin, rakiplerine göre geride kalmış performansı (baz etkisi) ve sunduğu güçlü toparlanma hikayesi ile önümüzdeki dönemde pozitif ayrışacağını değerlendiriyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	PD/DD*
AGESA	327.90	AL	38,790	905	42%	24%	8.52	4.79
AKGRT	11.00	AL	11,123	259	-11%	-22%	4.08	1.55
ANHYT	177.00	AL	41,796	975	0%	-13%	8.29	3.78
ANSGR	47.30	AL	45,760	1,067	-7%	-19%	3.93	1.26
TURSG	16.00	AL	115,000	2,682	32%	15%	6.60	2.76

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin prim üretim performansları

Seçilmiş Sigorta Şirketlerine Ait Aylık Prim Üretim Rakamları (TRY)

Dönem	AGESA	ANHYT	ANSGR	AKGRT	TURSG
Oca.23	500,540,048	484,067,609	3,185,702,398	1,851,626,250	3,386,830,944
Şub.23	430,164,310	404,875,270	2,598,921,500	1,329,267,063	4,040,117,332
Mar.23	596,923,006	598,780,905	3,361,979,911	1,990,490,980	4,748,382,352
Nis.23	577,174,833	469,979,742	2,638,782,895	1,799,479,990	4,087,041,559
May.23	537,832,121	426,163,618	2,767,359,552	1,717,265,978	4,250,719,918
Haz.23	557,283,972	510,634,610	3,690,613,464	2,428,456,566	3,889,267,225
Tem.23	638,407,531	579,418,075	3,174,729,418	2,206,057,000	3,983,238,093
Ağu.23	674,980,868	679,019,284	3,610,225,074	2,244,954,000	5,153,729,199
Eyl.23	670,842,671	657,159,901	3,463,561,972	2,276,148,000	5,157,920,906
Eki.23	689,294,677	695,673,702	3,443,049,172	2,166,339,000	5,547,077,620
Kas.23	733,992,639	719,021,680	4,381,661,470	2,243,062,000	6,603,899,917
Ara.23	876,456,248	843,496,839	7,911,831,542	5,039,258,000	8,669,953,962
Oca.24	993,939,845	679,618,572	5,843,962,545	3,228,837,000	10,431,999,146
Şub.24	1,140,604,411	783,647,686	4,708,212,900	3,354,940,000	8,872,321,888
Mar.24	1,083,231,284	956,350,605	5,910,288,761	2,967,359,000	8,858,408,814
Nis.24	1,051,671,095	852,865,841	4,616,625,350	2,856,096,000	8,361,301,066
May.24	1,093,155,918	974,556,972	5,316,789,821	2,642,659,000	6,656,646,548
Haz.24	1,119,685,142	1,016,603,336	5,149,214,051	2,472,368,000	7,229,879,939
Tem.24	1,245,726,342	1,065,555,940	5,042,417,520	2,151,014,000	6,338,015,918
Ağu.24	1,262,120,181	1,122,925,526	5,128,227,393	2,215,315,000	7,559,803,811
Eyl.24	1,286,867,653	1,296,000,485	4,843,365,920	3,131,219,000	8,271,886,371
Eki.24	1,327,296,669	1,194,943,404	5,184,904,337	3,187,070,000	7,385,804,523
Kas.24	1,292,322,242	1,165,327,158	6,077,525,990	2,353,989,000	9,363,727,346
Ara.24	1,420,427,696	1,308,905,274	11,767,587,597	4,311,315,000	12,035,997,619
Oca.25	1,520,852,764	1,251,099,903	9,417,405,581	3,452,718,000	15,494,123,657
Şub.25	1,576,707,604	1,402,710,857	6,307,531,511	2,944,033,000	12,939,227,551
Mar.25	1,718,191,475	1,742,117,698	7,466,676,597	2,400,520,000	12,968,490,516
Nis.25	1,826,478,818	1,631,343,055	6,504,599,319	2,193,317,000	9,148,318,075
May.25	2,024,935,033	1,484,902,751	7,078,648,732	2,210,857,000	9,876,215,435
Haz.25	1,956,147,540	1,471,039,455	7,694,096,399	2,173,635,000	12,252,761,599
Tem.25	2,192,439,565	1,764,365,162	7,407,091,923	2,216,164,000	9,807,719,481
Ağu.25	2,188,890,686	1,755,708,763	7,219,230,825	2,535,098,000	10,557,142,814
Eyl.25	2,435,573,545	2,056,173,652	8,822,923,641	3,453,039,000	11,941,158,505
Eki.25	1,940,049,765	1,856,876,855	6,837,239,176	3,806,537,000	10,640,936,050
Kas.25	2,213,518,387	1,793,937,524	8,281,461,412	2,587,710,000	13,613,973,266

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Seçilmiş Sigorta Şirketlerine Ait Aylık Prim Üretimlerinin Yıllık Performansları (TRY)

Dönem	AGESA	ANHYT	ANSGR	AKGRT	TURSG
Oca.23	147%	220%	117%	89%	86%
Şub.23	101%	138%	129%	105%	137%
Mar.23	130%	158%	117%	133%	122%
Nis.23	119%	102%	85%	89%	178%
May.23	69%	61%	114%	134%	164%
Haz.23	73%	65%	69%	81%	56%
Tem.23	131%	161%	84%	142%	78%
Ağu.23	121%	132%	52%	119%	300%
Eyl.23	111%	108%	49%	102%	288%
Eki.23	89%	94%	57%	65%	238%
Kas.23	90%	59%	78%	72%	170%
Ara.23	80%	61%	117%	112%	74%
Oca.24	99%	40%	83%	74%	208%
Şub.24	165%	94%	81%	152%	120%
Mar.24	81%	60%	76%	49%	87%
Nis.24	82%	81%	75%	59%	105%
May.24	103%	129%	92%	54%	57%
Haz.24	101%	99%	40%	2%	86%
Tem.24	95%	84%	59%	-2%	59%
Ağu.24	87%	65%	42%	-1%	47%
Eyl.24	92%	97%	40%	38%	60%
Eki.24	93%	72%	51%	47%	33%
Kas.24	76%	62%	39%	5%	42%
Ara.24	62%	55%	49%	-14%	39%
Oca.25	53%	84%	61%	7%	49%
Şub.25	38%	79%	34%	-12%	46%
Mar.25	59%	82%	26%	-19%	46%
Nis.25	74%	91%	41%	-23%	9%
May.25	85%	52%	33%	-16%	48%
Haz.25	75%	45%	49%	-12%	69%
Tem.25	76%	66%	47%	3%	55%
Ağu.25	73%	56%	41%	14%	40%
Eyl.25	89%	59%	82%	10%	44%
Eki.25	46%	55%	32%	19%	44%
Kas.25	71%	54%	36%	10%	45%

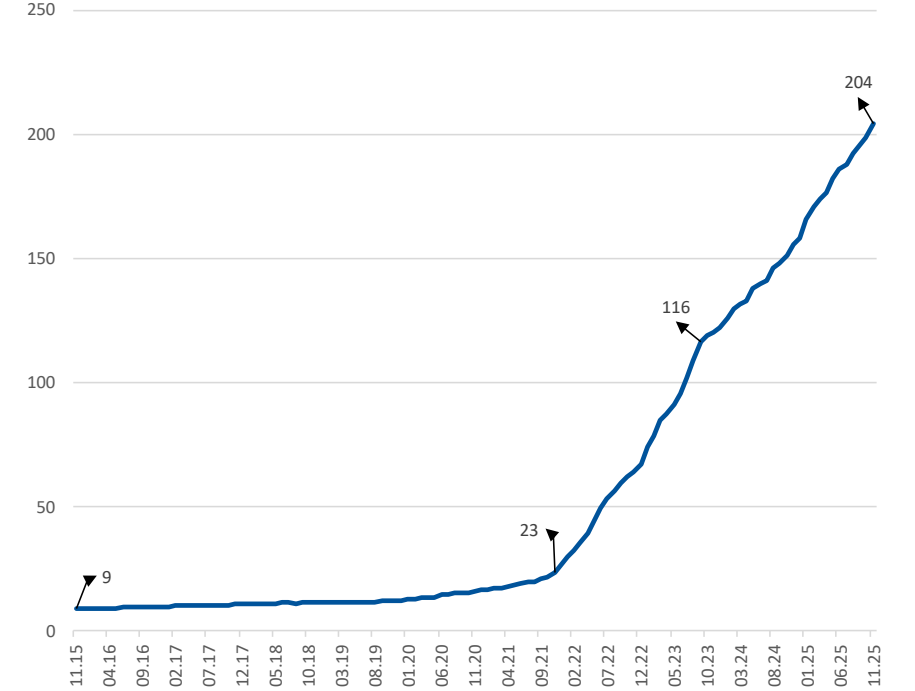
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

■ Gayrimenkul sektörüne dair düşüncelerimiz

Gayrimenkul sektörü

- Türkiye gayrimenkul sektörü, 10 yıllık büyüme döngüsünün ardından 2025'i; sıkı para politikası, enflasyonla mücadele adımları ve kredi kısıtlamalarının belirleyici olduğu bir 'rasyonelleşme ve dengelenme' yılı olarak geride bırakmaktadır.
- Kasım ayında satışlar aylık bazda ivme kaybedip 141 bin seviyesine gerilese de, yılın 11 ayında toplam satışların %13,3 artışla 1,4 milyonu aşması, büyük resimde pazarın canlılığını koruduğunu göstermektedir.
- Bu dönemde ipotekli satışlar, 2024'teki durgunluğun ardından %53,5'lik artışla toparlanma sinyalleri verse de, **piyasanın %85'e yaklaşan çoğunluğu halen servet etkisiyle desteklenen özkaynak ve senetli satışlar üzerinden dönmektedir.** Buna karşın, vatandaşlık edinim sınırının yükseltilmesi yabancı talebini %1,4'lük pazar payına kadar geriletmiştir.
- Fiyatlamalar tarafında ise yıllık %31,4'lük nominal artışa rağmen, reel getirinin enflasyon karşısında nötr seviyelere yakınsaması, geçmiş yıllardaki aşırı değerlendirme köpüğünün eridiğini ve konutun 2025 genelinde yatırımcısını enflasyona karşı ancak sınırda koruyabildiğini ortaya koymaktadır.
- Yüksek faiz ortamı nedeniyle 2024-2025 döneminde zorunlu olarak baskılanan talep, güçlü bir 'birikmiş talep' rezervi oluştuğunu düşündürmektedir. 2026 yılında baz senaryo, faiz indirimi adımlarıyla birlikte bu talebin realize olması yönündedir. Arzın bu talep artışına aynı hızda cevap veremeyecek olması nedeniyle, sektörün 2026'da yeniden enflasyon üzeri reel getiri sunan bir büyüme trendine girmesi kuvvetle muhtemeldir.
- Ayrıca, gayrimenkul sektörünün 2026'da temettü ödemeleri ile ön planda olmasını beklemekteyiz.

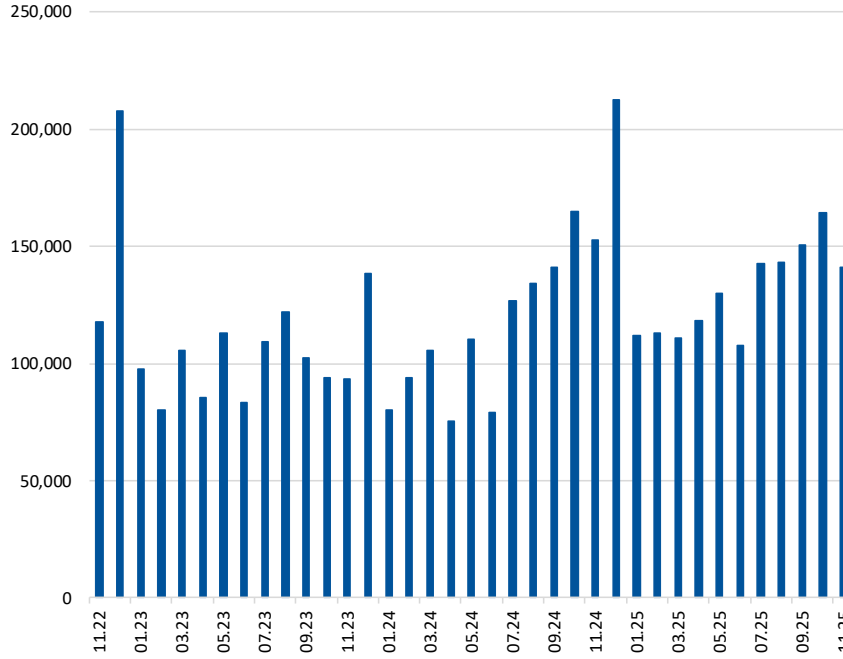
Konut fiyat endeksi (Seviye, 2023=100)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

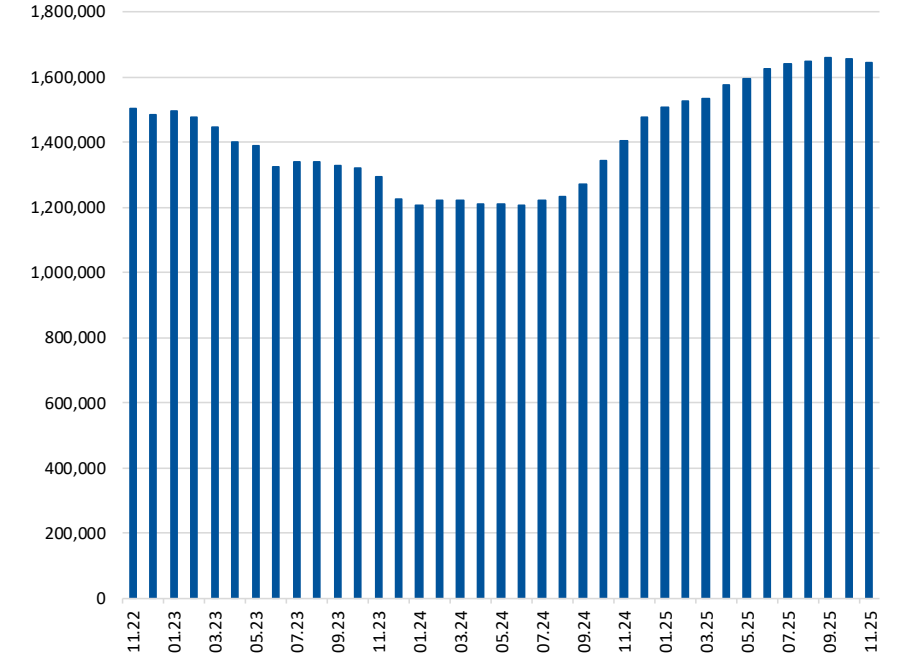
Gayrimenkul sektörü

Türkiye geneli aylık konut satışları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

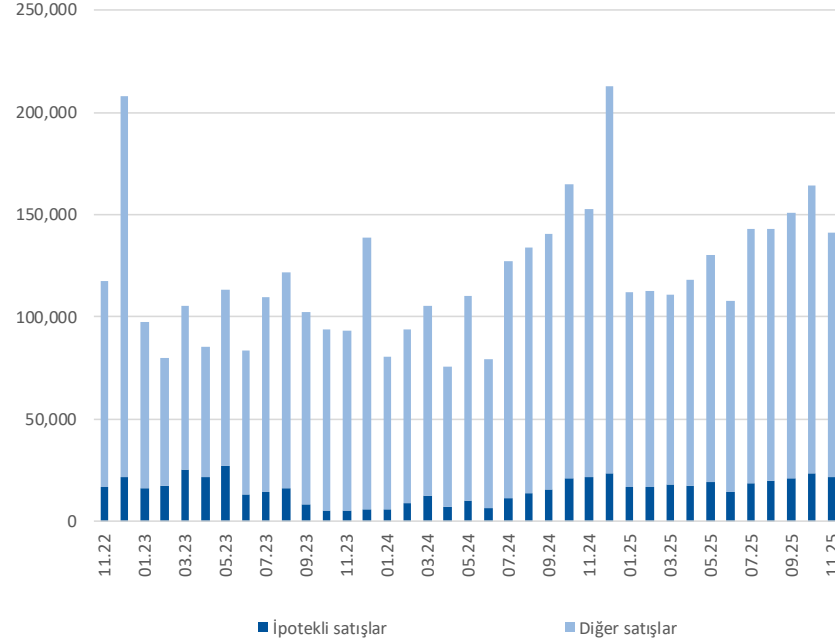
Türkiye geneli yıllıklandırılmış konut satışları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

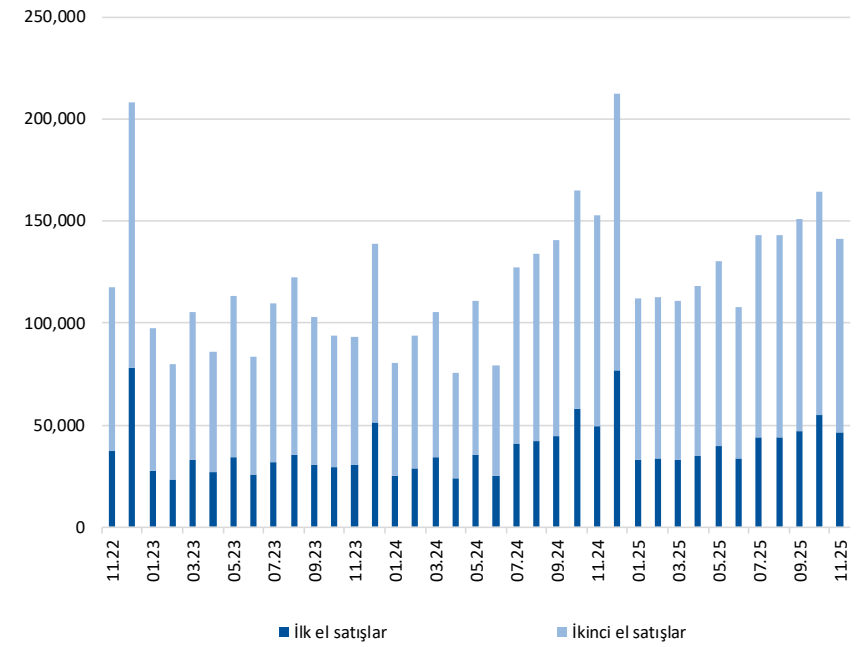
Gayrimenkul sektörü

Satış şekline göre aylık konut satışları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

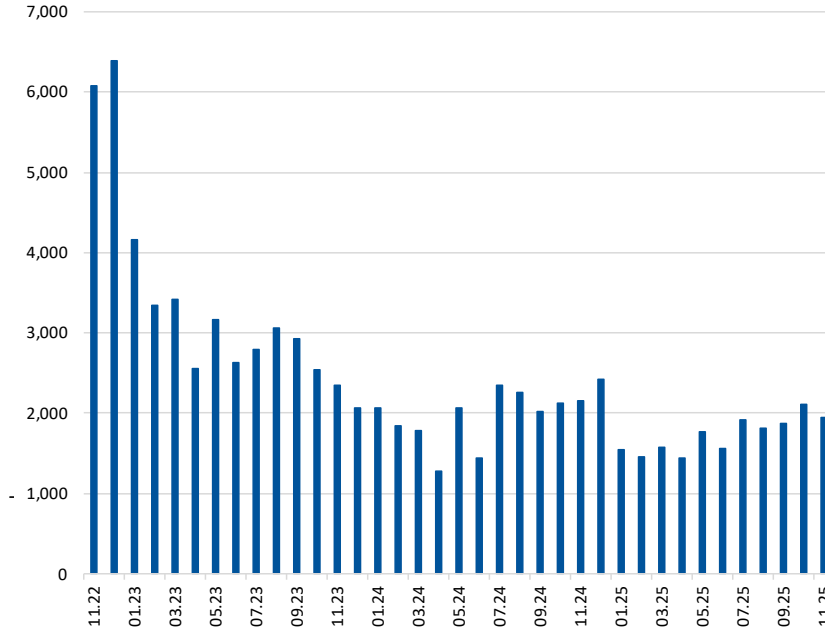
Satış durumuna göre aylık konut satışları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

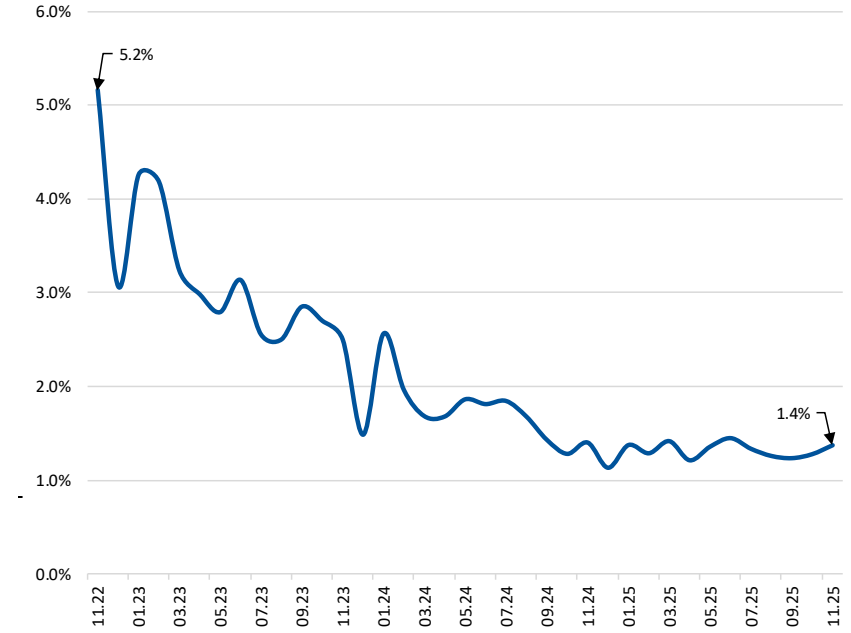
Gayrimenkul sektörü

Yabancılar yapılan aylık konut satışları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Toplam konut satışları içinde yabancılar yapılan konut satışının payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

GYO sektörü şirketlerinin net aktif değerleri ve iskonto durumları

Şirket Kodu	Şirket İsmi	Son Kapanış (TL)	Piyasa Değeri (milyon TL)	Piyasa Değeri (milyon USD)	Hacim (3 Aylık Ortalama) (milyon TL)	2025 Yılı Nominal Hisse Performansı	2025 Yılı BIST 100 Relatif Hisse Performansı	2025 Yılı BIST GYO Relatif Hisse Performansı	F/K	PD/DD	2025/6 Dönemi Net Aktif Değer Toplamı (milyon TL)	Son Kapanışa Göre İskonto / Prim	2025/6 Dönemi İskonto / Prim	2024/12 Dönemi İskonto / Prim
ADGYO	Adra GYO	44.86	☆ 13,175	307	44	32%	15%	-18%	13.52	1.46	15,009	-12.2%	-31.8%	-39.8%
AHSGY	Ahes GYO	16.38	☆ 11,818	276	61	185%	149%	78%	15.92	1.70	2,427	386.9%	69.4%	85.8%
AKFGY	Akfen GYO	2.63	☆ 10,257	239	105	24%	8%	-23%	7.27	0.34	28,750	-64.3%	-65.3%	-68.0%
AKMGY	Akmerkez GYO	202.70	☆ 7,553	176	4	-6%	-18%	-42%	15.19	0.85	8,243	-8.4%	-13.7%	8.5%
AKSGY	Akiş GYO	7.44	☆ 17,968	419	58	2%	-11%	-36%	4.44	0.44	37,712	-52.4%	-58.4%	-43.7%
ALGYO	Alarko GYO	30.98	☆ 8,978	209	91	42%	24%	-12%	15.54	0.52	15,811	-43.2%	-64.3%	-81.8%
ASGYO	Asce GYO	10.89	☆ 7,177	167	34	-12%	-23%	-45%	---	0.42	32,303	-77.8%	-78.0%	-59.6%
ATAGY	Ata GYO	15.15	☆ 720	17	5	36%	19%	-15%	14.59	1.02	614	17.2%	-16.5%	7.8%
AVGYO	Avrasya GYO	9.59	☆ 1,070	25	42	10%	-4%	-32%	---	0.58	1,935	-44.7%	-47.7%	-45.8%
AVPGY	Avrupakent GYO	52.45	☆ 20,980	489	59	5%	-9%	-35%	---	0.53	36,735	-42.9%	-30.3%	-35.5%
BEGYO	Batı Ege GYO	4.80	☆ 3,912	91	112	-33%	-42%	-58%	10.56	0.78	24,019	-83.7%	-62.4%	19.2%
DGGYO	Doğuş GYO	31.84	☆ 10,571	247	3	-31%	-39%	-57%	38.57	0.79	12,356	-14.4%	-19.0%	42.1%
DZGYO	Deniz GYO	8.23	☆ 3,292	77	42	-29%	-38%	-56%	5.98	0.63	4,803	-31.5%	-51.5%	2.3%
EKGYO	Emlak GYO	21.20	★ 80,560	1,879	3,365	54%	35%	-4%	3.83	0.62	164,110	-50.9%	-58.3%	-66.1%
EYGYO	EYG GYO	3.77	☆ 2,639	62	62	73%	51%	8%	---	1.24	2,573	2.6%	-36.3%	-77.6%
FZLGY	Fuzul GYO	12.92	☆ 16,150	377	129	86%	62%	16%	54.93	3.54	3,796	325.4%	197.4%	74.8%
HLGYO	Halk GYO	3.83	☆ 14,707	343	173	48%	29%	-8%	2.85	0.33	41,998	-65.0%	-72.2%	-69.7%
IDGYO	İdealist GYO	3.55	☆ 533	12	8	37%	20%	-14%	---	1.79	114	367.1%	227.0%	14.0%
ISGYO	İş GYO	21.48	☆ 20,594	480	85	12%	-2%	-30%	---	0.42	45,694	-54.9%	-63.1%	-54.7%
KLGYO	Kiler GYO	6.20	☆ 8,649	202	144	35%	18%	-16%	39.96	0.38	30,159	-71.3%	47.5%	-80.0%
KRGYO	Körfez GYO	2.91	☆ 2,881	67	39	-12%	-23%	-45%	18.53	1.23	2,184	31.9%	5.6%	48.5%
KZBGY	Kızılıbük GYO	10.97	☆ 13,164	307	230	59%	38%	-1%	5.92	0.63	14,616	-9.9%	-8.5%	-94.7%
KZGYO	Kuzugrup GYO	24.14	☆ 4,828	113	36	5%	-8%	-34%	---	0.39	11,566	-58.3%	-63.2%	-54.8%
MHRGY	MHR GYO	3.41	☆ 4,230	99	23	6%	-8%	-34%	---	0.57	7,942	-46.7%	-39.2%	-30.0%
MSGYO	Mistral GYO	6.12	☆ 2,875	67	17	61%	41%	1%	---	0.63	6,323	-54.5%	-69.5%	-84.0%
NUGYO	Nurul GYO	11.00	☆ 3,689	86	40	51%	32%	-6%	---	0.57	5,907	-37.6%	-56.5%	-54.4%
OZGYO	Özderici GYO	2.04	☆ 2,040	48	58	47%	29%	-8%	---	0.36	5,255	-61.2%	-64.8%	-84.4%
OZKGY	Özak GYO	14.20	☆ 20,675	482	50	2%	-11%	-37%	25.93	0.33	58,626	-64.7%	-69.4%	12.3%
PAGYO	Panora GYO	81.75	☆ 7,112	166	16	39%	22%	-13%	8.03	0.52	10,500	-32.3%	-37.1%	-50.7%
PEKGY	Peker GYO	12.89	★ 64,450	1,503	5,497	983%	845%	574%	794.24	9.53	14,924	331.9%	-67.0%	110.9%
PSGYO	Pasifik GYO	2.49	☆ 13,256	309	883	60%	40%	0%	7.39	0.45	51,167	-74.1%	-78.2%	-84.7%
RYGYO	Reysaş GYO	21.46	★ 42,920	1,001	60	24%	8%	-23%	2.20	0.64	59,594	-28.0%	-33.4%	-24.4%
SNGYO	Sinpaş GYO	4.56	☆ 18,240	425	95	45%	26%	-10%	19.22	0.40	73,964	-75.3%	-76.5%	-82.3%
SRVGY	Servet GYO	3.28	☆ 10,660	249	123	-30%	-39%	-56%	3.91	0.43	30,179	-64.7%	-70.8%	-27.8%
SURGY	Sur Tatil Evleri GYO	43.80	☆ 7,337	171	160	5%	-8%	-35%	4.37	0.81	25,699	-71.5%	-67.7%	-66.1%
TDGYO	Trend GYO	37.66	☆ 2,599	61	39	226%	185%	103%	---	7.48	351	640.3%	216.2%	62.6%
TRGYO	Torunlar GYO	74.15	★ 74,150	1,729	128	23%	7%	-23%	3.84	0.59	120,699	-38.6%	-44.6%	-36.7%
TSGYO	TSKB GYO	6.97	☆ 4,531	106	43	-2%	-14%	-39%	---	0.77	5,535	-18.1%	-23.4%	-4.9%
VKGYO	Vakıf GYO	2.53	☆ 8,729	204	102	20%	5%	-25%	16.52	0.37	25,885	-66.3%	-70.4%	-72.9%
VRGYO	Vera Konsept GYO	2.49	☆ 2,042	48	93	-20%	-30%	-50%	---	0.40	4,873	-58.1%	-55.1%	-51.7%
YGGYO	Yeni Gimat GYO	132.00	★ 31,933	745	22	125%	96%	40%	---	1.73	16,610	92.3%	-20.5%	-8.6%
TOPLAM SEKTÖR			603,642	14,077							1,061,560	-43.1%		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)

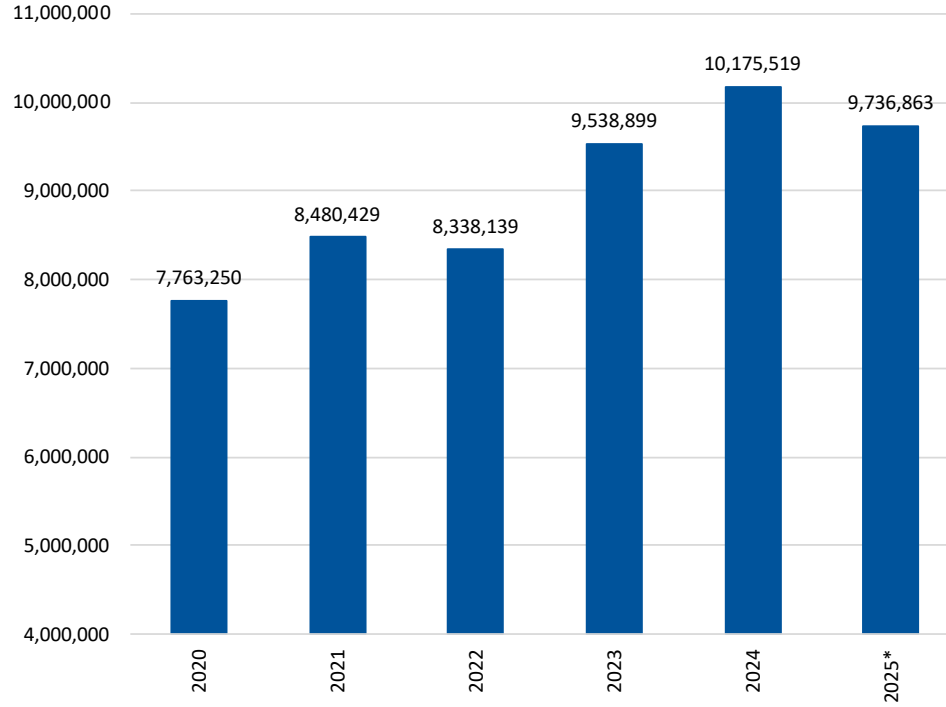
■ Finans dışı sektörlerle dair düşüncelerimiz

Beyaz eşya sektörü

- Küresel beyaz eşya pazarı, artan kentleşme, yükselen harcanabilir gelir ve teknolojik olarak gelişmiş ev aletlerine yönelik artan talep sayesinde büyümeye devam ediyor. Yapılan çalışmalara göre, pazarın 2031 yılına kadar USD bazında %3,4 YBBO kaydetmesi bekleniyor.
- Asya-Pasifik, yüksek nüfus yoğunluğu, hızlı sanayileşme ve artan orta sınıf tüketimi dolayısıyla pazarda en büyük paya sahip olmaya devam edecek. Kuzey Amerika ve Avrupa, yüksek hane halkı penetrasyonu ve tüketicilerin enerji verimli, akıllı cihazlara yönelik tercihleri sayesinde güçlü pazarlar olmayı sürdürüyor. Yaşam tarzları değişikçe, tüketicilerin IoT entegrasyonu, ses kontrolü ve otomasyon özelliklerine sahip bağlantılı cihazlara yöneldiğini de belirtelim.
- Yurt içine dönecek olursak, **Türkiye beyaz eşya sektörü 2025 yılını hem iç pazar hem de ihracatta daralma ile tamamlamaya hazırlanıyor.** Yurt içi satışlar Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda %4 daralma kaydederken, ihracat özellikle Asyalı şirketlerin agresif satış politikaları nedeniyle yıllık %10 azalış gösterdi. Ayrıca, 2025 yılında zayıf iç ve dış talep koşulları ile yüksek faiz ve enflasyon ortamına ek olarak TL'deki reel değerlenme süreci, şirketlerin operasyonel karlılığının zayıf seyretmesine neden oldu.
- 2026 yılı için içeride faiz indirimi ve dezenflasyon sürecinin kademeli şekilde devam edecek olması destekleyici unsurlar olarak karşımıza çıkarken, yılın ikinci yarısında daha fazla etkili olacağını düşünüyoruz. Dış talep açısından ise Avrupa'da faizlerde önemli bir değişiklik beklenmezken, zorlu piyasa koşullarının devam edip etmeyeceğini takip edeceğiz.
- Diğer yandan, **2025 yılında güçlü seyreden ve sektör için önemli olan EURUSD paritesi ile üreticilerin karlılıkları açısından destekleyici olan ham madde fiyatlarının seyrinin** de yakından takip edilmesi gerektiğinin altını çizmek isteriz.
- Hatırlatmak gerekirse, 2025 yılına 1,02-1,03 seviyelerinden başlayan EURUSD paritesi zayıf dolar teması ile birlikte yıl boyunca yükselerek 1,20 seviyelerine yaklaşmış ve zayıf seyreden üreticilerin karlılıklarını kısmen desteklemiştir. **2026 yılı için bu temada önemli bir değişim beklemiyoruz.** Benzer şekilde ham madde fiyatları da üreticiler için kısmen olumluydu. Bakır ve alüminyum fiyatlarında güçlü seyir korunurken, çelik ve plastik 2024 yılının ardından 2025 yılında da destekleyici tarafta kalmaya devam etti. **2026 yılında küresel talep görünümünde belirgin bir iyileşme beklenmemesi dolayısıyla genel anlamda ham madde tarafının da bu yıl üreticiler açısından ek bir baskı unsuru olmayacağını tahmin ediyoruz.**

Beyaz eşya sektörü

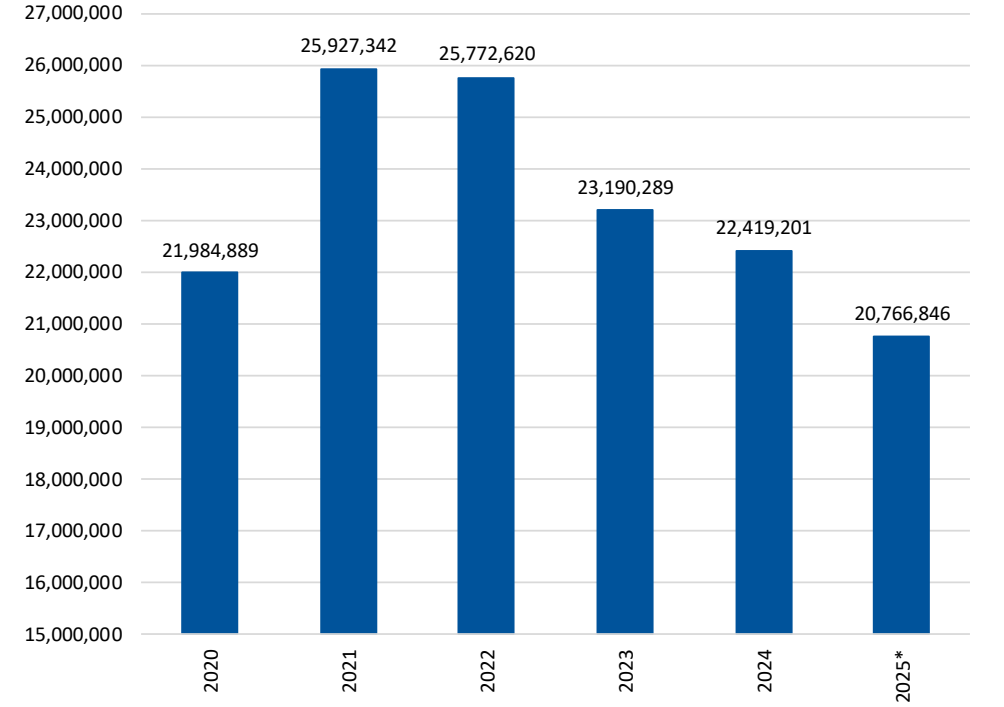
İç satışlardaki azalışta yüksek bazın yanı sıra zayıf tüketim iştahı da etkili



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜRKBESD

* 2025 yılı rakamı son açıklanan Kasım ayı verilerine göre yıllıklandırılmıştır.

İhracattaki daralma eğilimi dördüncü yılda da devam ediyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜRKBESD

* 2025 yılı rakamı son açıklanan Kasım ayı verilerine göre yıllıklandırılmıştır.

Beyaz eşya sektörü

- Arçelik, zorlu sektör koşulları nedeniyle yılı zayıf relatif performans ile tamamladı. *Notlarımızda, Avrupa'daki toparlanmanın gelişimi ve konsolide karlılıkta düşürücü etkiye neden olan Whirlpool operasyonlarının yeniden yapılandırılmasına dikkat çekiyorduk. Bu noktada, Avrupa'da toparlanma devam ederken, Çinli rakiplerin agresif politikaları Arçelik'in Beko markası ile bölgede liderliğini sürdürse de pazar payı kaybetmesine neden oldu. Whirlpool operasyonlarında ise yapılanma süreci planlanan şekilde ilerliyor.* 9A25 döneminde %3 FAVÖK büyümesine karşılık %6 reel ciro daralması ve geçen yılın aksine net zarar kaydetti. Sonuç olarak, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %38 altında performans gösterdi.
- **2026'nın Arçelik için büyümeden ziyade karlılıkta toparlanma ve borçluluk oranlarında iyileşme yılı olacağı düşüncesindeyiz.** 2025 yılında yataya yakın pozitif, 2026 yılında ise daha güçlü pozitif serbest nakit akışı (SNA) öngörürken, Mayıs 2026'da itfa edilecek 350 milyon EUR'luk Eurobond'un hem sağlanan nakit akışı hem de dış kaynaklar ile karşılanacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, fabrika kapatmaları ve işten çıkarmaların büyük oranda tamamlandığı Whirlpool tarafında atılan adımların yansımalarına ek olarak destekleyici ham madde fiyatları ve EURUSD paritesinin etkisiyle daha olumlu karlılık görünümü bekliyoruz. Bu noktada, karlılıkta iyileşme süreci ile iç ve dış talebin seyrini takip edeceğiz.
- **Hem Vestel Beyaz Eşya hem de Vestel Elektronik, 2025 yılını nominal ve relatif performans olarak olumsuz geçiren diğer sektör hisseleri konumunda bulunuyor. Yıl boyunca sunduğu getiri potansiyeline karşılık talep koşulları, zayıf karlılık ve yüksek borçluluk oranlarına dikkat çekmiş ve baskı unsuru olabileceğine işaret etmiştik. Bu noktada, her iki Şirket de yılı düşüncelerimizle uyumlu geçirdi.** 9A25 döneminde %20 ciro ve %56 FAVÖK daralmasına ek olarak geçen yılın aksine net zarar kaydeden Vestel Beyaz Eşya, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %60 altında performans; %19 satış geliri ve %87 FAVÖK daralması kaydederken, zayıf karlılık ve artan finansman giderlerinin etkisiyle geçen yılın belirgin bir şekilde üzerinde net zarar yazan Vestel Elektronik de 2025 yılında BIST 100 endeksinin %65 altında performans gösterdi.
- 2026 yılı için önemli bir spor organizasyonu olan Dünya Kupası'nın TV talebine etkisi, zayıf seyreden iç ve dış talep ile zorlu rekabet koşullarının gelişimi ve operasyonel performans ve borçluluk oranlarındaki iyileşme sürecinin yakından takip edileceğini düşünüyoruz. 2026 yılında her iki Şirket'in de hacimsel büyümeden ziyade karlılığı ön planda tutmasını bekliyoruz.

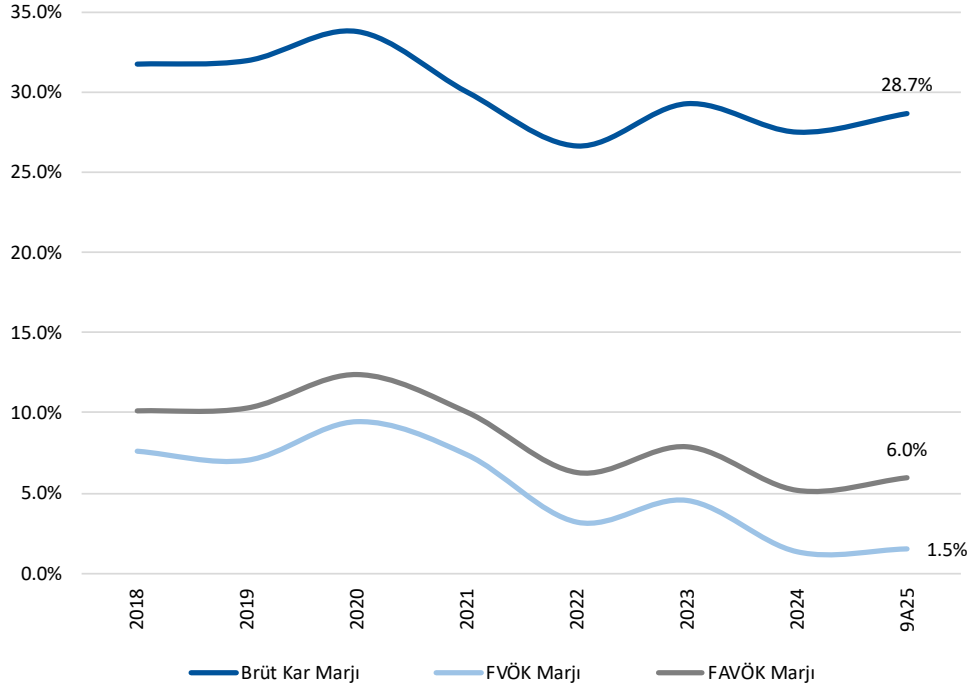
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ARCLK	175.00	AL	70,884	1,653	-29%	-38%	---	7.70	1.04
VESBE	13.50	TUT	12,736	297	-54%	-60%	---	8.08	0.33
VESTL	42.00	TUT	9,869	230	-60%	-65%	---	515.13	0.26

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

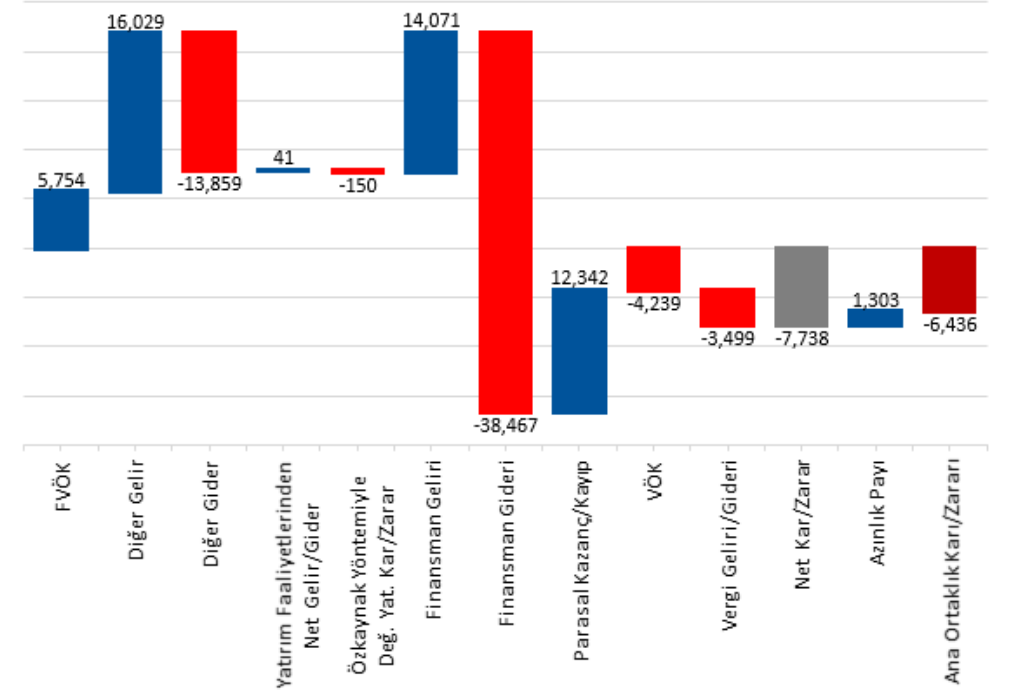
Arçelik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

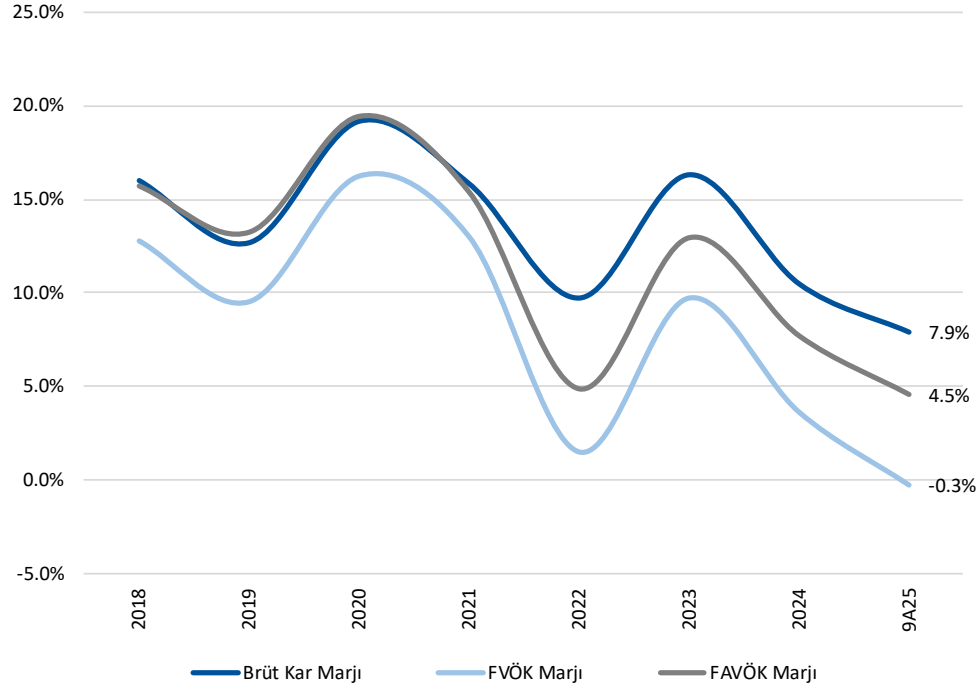
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

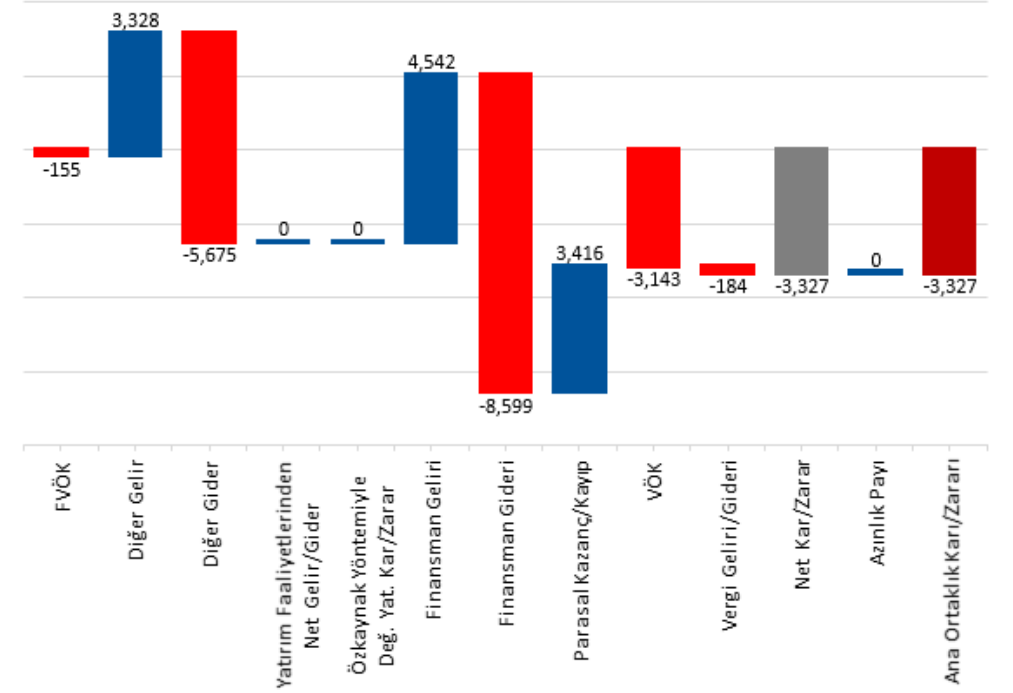
Vestel Beyaz Eşya

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

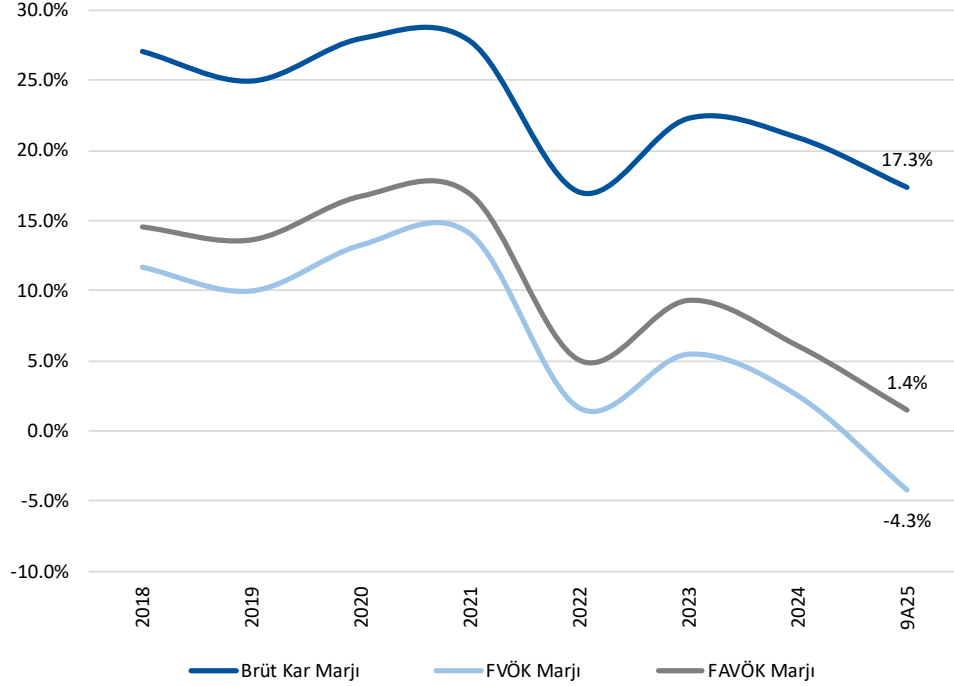
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

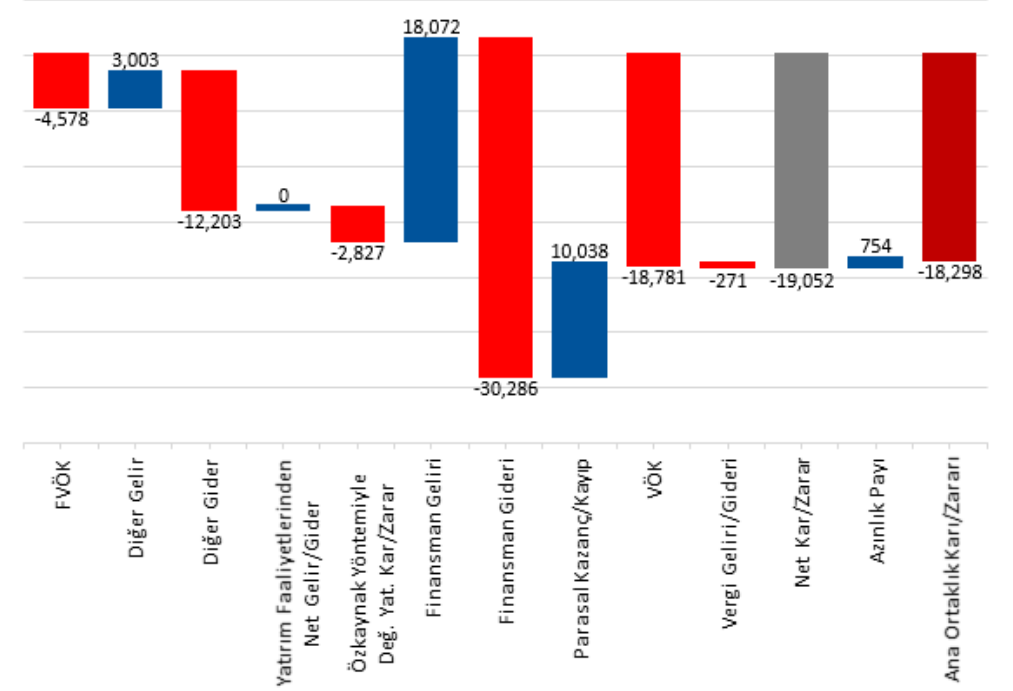
Vestel Elektronik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



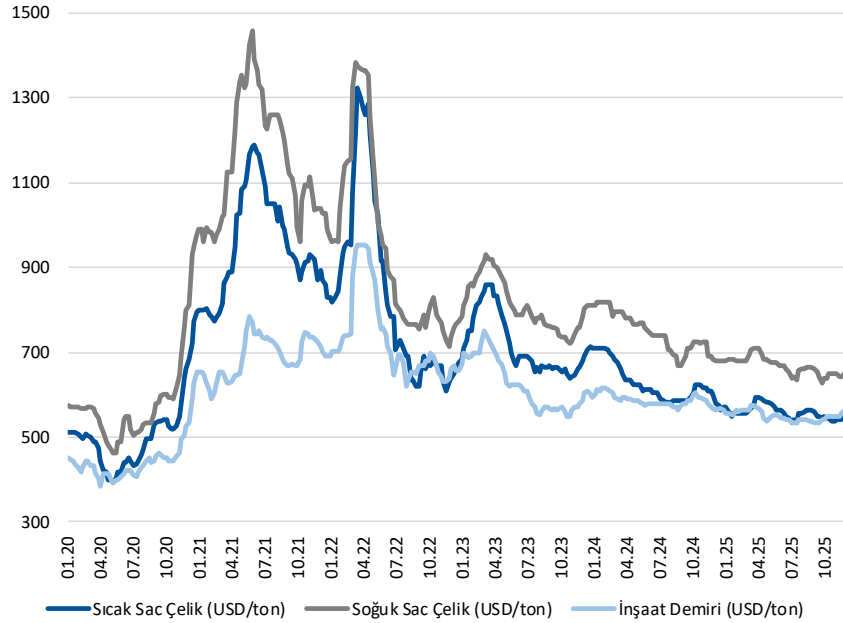
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Demir çelik sektörü

- Çin ekonomisinde devam eden zayıflığa ek olarak ABD Başkanı Donald Trump'ın gümrük tarifesi politikaları ve artan jeopolitik belirsizlikler nedeniyle 2024 yılının ardından 2025 de çelik sektörü açısından zorlu bir yıl oldu. İçeride de yıllık bazda bakıldığında gerilemiş olmasına karşılık yüksek seviyelerde bulunan faiz ve enflasyon oranları baskı unsurları olarak kalmaya devam etti.
- Bloomberg verilerine göre 2025 yılında Çin'de sıcak sac çelik fiyatı ortalamada %9 geriledi. Yurt içinde ise çelik fiyatları (sıcak sac, soğuk sac ve inşaat demiri) ortalamada %9 gerilerken, demir cevheri, kömür ve hurda fiyatları ise sırasıyla %7, %22 ve %8 düşüş kaydettiler.
- **2026 yılına ilişkin beklentiler.** Dünya Çelik Birliği (worldsteel), 2025 yılında yatay seyreden küresel çelik talebinde son yıllardaki durgunluğun ardından 2026 yılında %1,3 artış olacağını tahmin etmektedir. Dünyanın en büyük üreticisi ve tüketicisi olan Çin'in tüketimindeki daralmanın yavaşlayarak da olsa devam etmesi öngörülürken, söz konusu büyümede Hindistan, Vietnam, Mısır ve Suudi Arabistan'daki artışların etkili olması beklenmektedir. Ayrıca, majör gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası adımları da sektör açısından yakından takip edilecek.
- Ek olarak, fiyatlarda ılımlı toparlanma eşliğinde çelik üreticilerinin marjlarında hafif iyileşme olacağı tahmin ediliyor. **Bizim beklentimiz de Araştırma kapsamımızda bulunan Ereğli Demir Çelik ve Kardemir'in 2026 yılında 2025'e kıyasla ılımlı şekilde daha yüksek karlılık seviyeleri yakalayacakları yönünde.**
- Yurt içine bakacak olursak, Ocak-Kasım döneminde dünya ham çelik üretimindeki %2'lik azalışa karşılık yurt içi ham çelik üretimi %2 artış gösterdi. Yurt içi tüketim de %2,4 artarken, ihracat %13,3 büyümeye kaydetti ve geçen senenin aynı döneminde %74,1 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2025 yılının aynı döneminde %76,8 seviyesine yükseldi.
- **2026 yılı için geçen yıl değişikliğe gidilen ve sektör açısından olumlu bir gelişme olarak gördüğümüz Dahilde İşleme Rejimi'nin yurt içi talebe etkilerini takip edeceğiz.** Hatırlanacağı üzere, düzenleme ile birlikte ihracatta kullanılacak ürünlerin üretiminde en az %25 oranında yerli tedarik şartı getirilmişti. Diğer yandan, ihracat açısından AB tarafında azaltılan kotalar ve Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM) önemli olacak. AB tarafında alınan karara göre, çelikte gümrüksüz ithalat hacmi %47 azalışla yılda 18,3 milyon ton ile sınırlandırılırken, kota dışı vergi oranları da iki kat artırılarak %50'ye yükseltilecek.

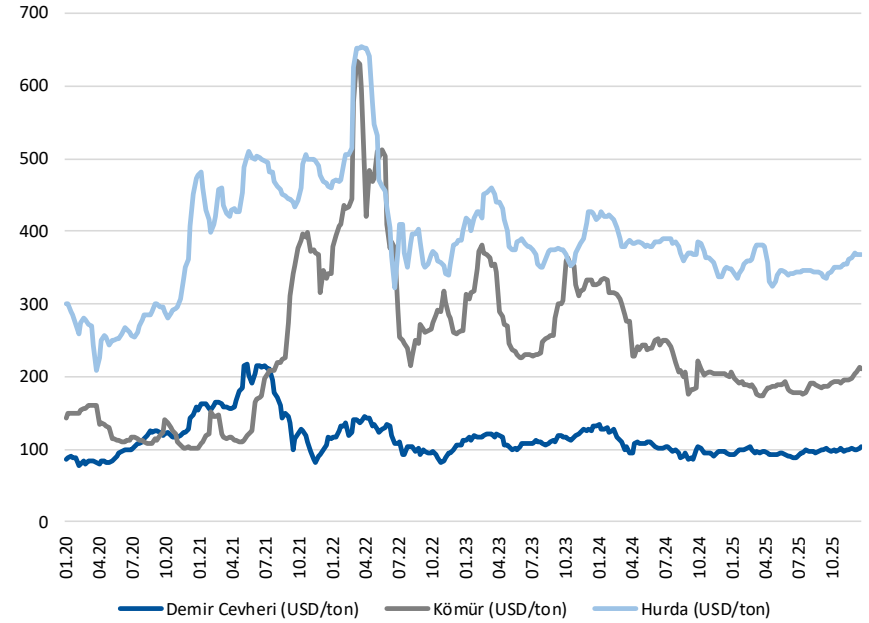
Demir çelik sektörü

Yurt içinde çelik fiyatlarındaki zayıf seyir devam ediyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Ham madde fiyatlarında da cansız görüntü söz konusu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Demir çelik sektörü

- Ereğli Demir Çelik, 2025 yılını zayıf relatif performans ile tamamladı. **Notlarımızda, zayıf satış hacmi ve karlılık oranları karşısında altın madenine yönelik gelişmelerin önemine dikkat çekiyorduk. Ancak, sektördeki zayıflık nedeniyle hisse performansının da baskı altında kaldığını izledik.** 9A25 döneminde %1 satış geliri, %30 FAVÖK ve %78 net kar daralması kaydeden Şirket, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %14 altında performans gösterdi.
- Ereğli Demir Çelik açısından 2026 yılında daha yüksek satış hacmi ve ton başına FAVÖK ile daha olumlu net kar görünümü beklerken, **karlılıktaki iyileşmenin yılın ikinci yarısında daha belirgin hale geleceğini ve yılın ilk yarısının daha stabil geçeceğini tahmin ediyoruz.** Ayrıca, yeşil dönüşüm kapsamındaki uzun vadeli yatırım planını da yakından takip ediyoruz. Son olarak, **altın madeni ile ilgili 2Ç26 sonuna kadar rezerv raporunun çıkması ve kapsamlı yatırım değerlendirilmesi yapılması bekleniyor.**
- Kardemir, yılı zayıf relatif performans ile tamamlayan bir diğer sektör şirketi oldu. **Yıl boyunca paylaştığımız notlarda, haddelenmiş ürün ağırlığında artış beraberinde daha karlı ürün karması ve devam eden yatırımları dolayısıyla Şirket'i beğendiğimize ilişkin düşüncelerimizi paylaşıyorduk. Ancak, zayıf seyreden çelik fiyatları ve artan borçluluk nedeniyle hisse senedi performansında baskılanma gözlemledik.** 9A25 döneminde %12 satış geliri daralmasına karşılık %8 FAVÖK büyümesi kaydeden ve geçen yılın aynı dönemine göre net zararını azaltan Şirket, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %19 altında performans gösterdi.
- 2026 yılında daha yüksek ürün fiyatları ve maliyetlerdeki iyileşme eşliğinde FAVÖK büyümesini sürdürmesini ve net kar açıklamasını bekliyoruz. Ayrıca, artan net borç pozisyonunun 2026 yılında azalacağını tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, **Kardemir'i daha karlı ürün karması, ham madde tedarikindeki maliyet avantajı, devam eden yatırımları ve cazip çarpanları dolayısıyla uzun vadede beğeniyoruz.** Ek olarak, kentsel dönüşüm ve faizlerin düşmeye devam etmesiyle desteklenebilecek inşaat aktivitesinin de uzun çelik ağırlığı yüksek olan Şirket'e fayda sağlayacağını öngörüyoruz.
- Bu kapsamda, Ereğli Demir Çelik karşısında daha cazip bulduğumuz ve uzun vadede hikayesini beğendiğimiz **Kardemir'i** tercih etmeyi sürdürüyoruz.

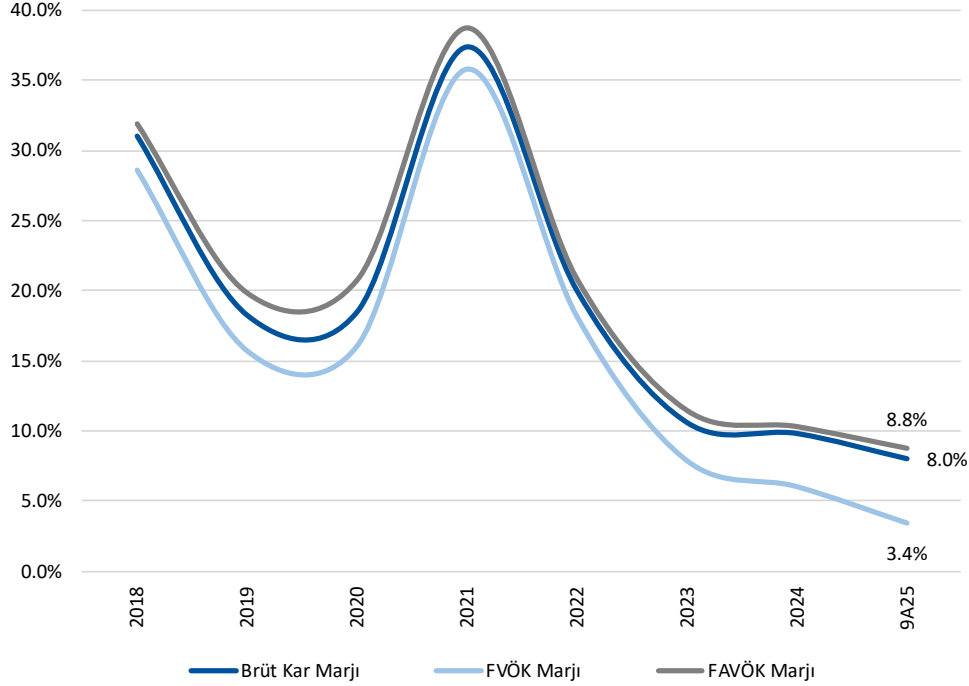
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
EREGL	34.00	TUT	169,540	3,954	-1%	-14%	33.39	13.98	0.61
KRDMD	38.00	AL	28,942	675	-7%	-19%	---	6.63	0.47

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

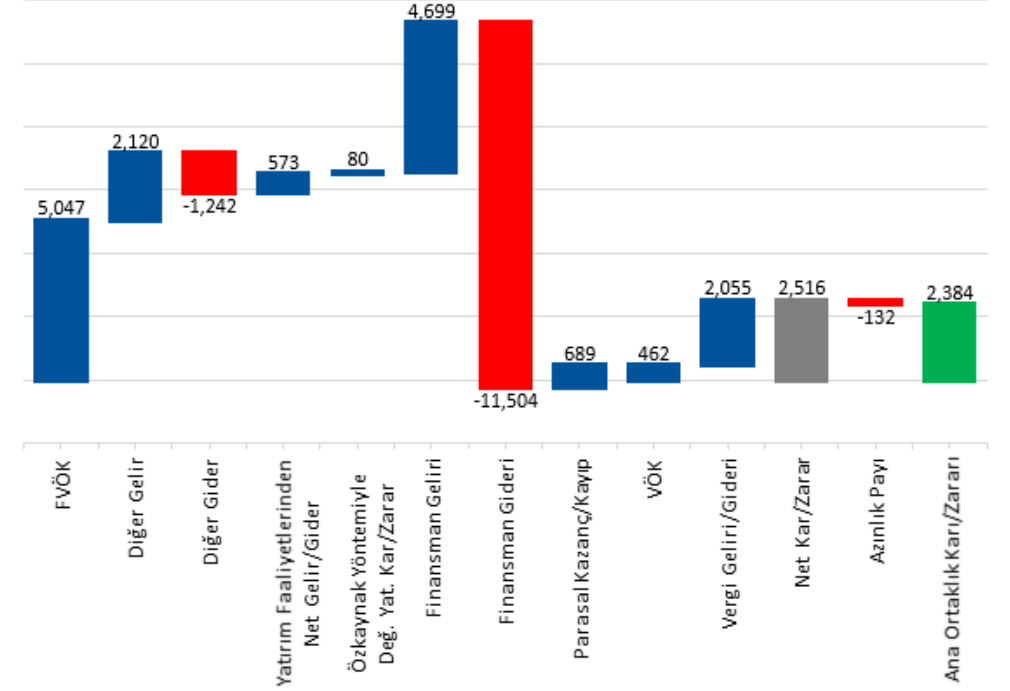
Ereğli Demir Çelik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

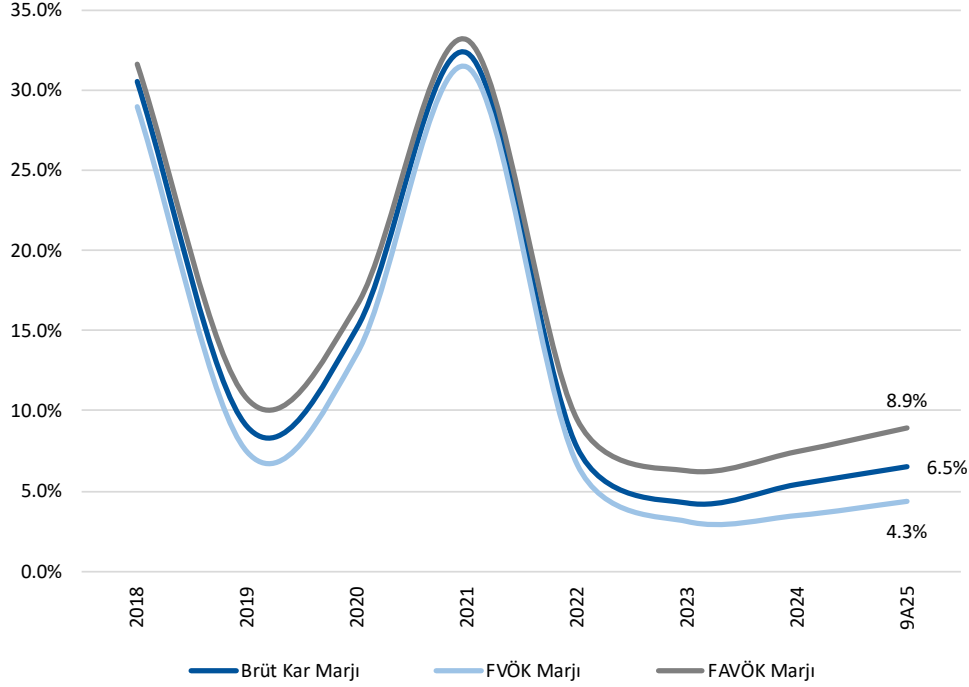
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

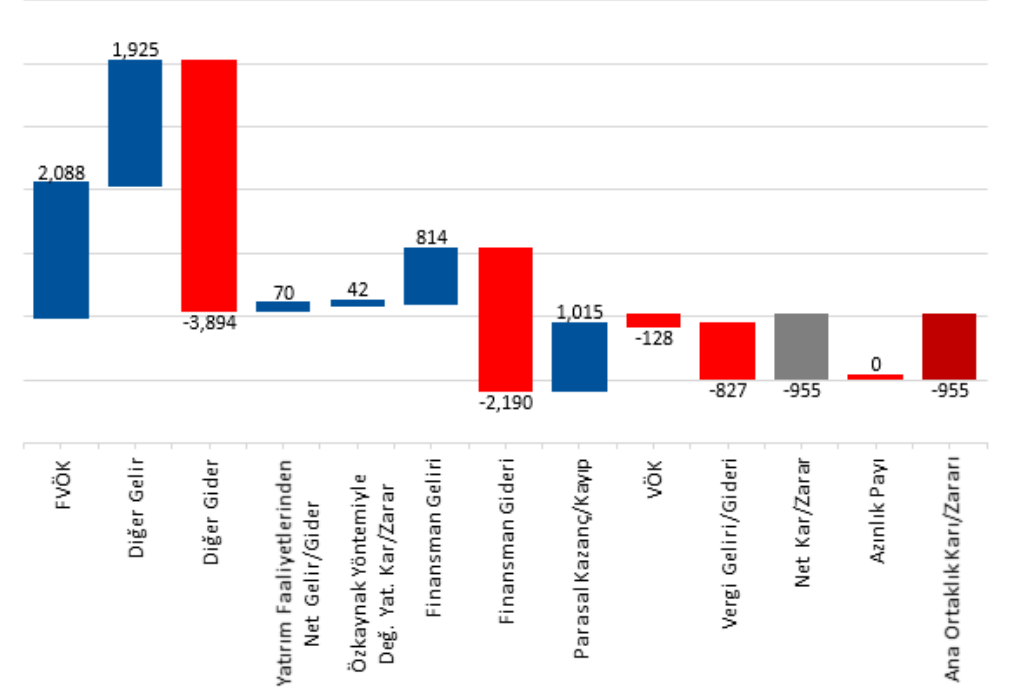
Kardemir

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)

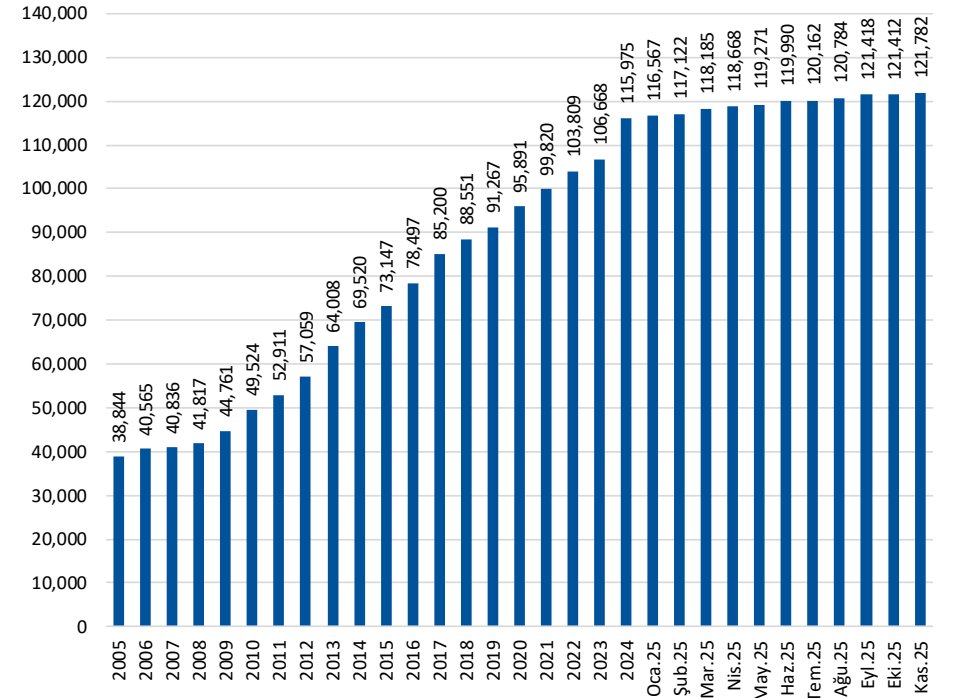


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Enerji sektörü

- 2025 yılında enerji sektörünün gelişimini incelemek adına kurulu güç, üretim ve enerji fiyatlarının yönelimini özetleyecek olursak:
- **Kurulu güç tarafında;** T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre, 2025 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla ülkemizin kurulu gücü **121.782 MW**'a ulaşmıştır. Kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı ise; %26,5'i *hidrolik enerji*, %19,7'si *doğal gaz*, %18'i *kömür*, %11,9'u *rüzgâr*, %20,3'ü *güneş*, %1,4'ü *jeotermal* ve %2,1'i ise *diğer kaynaklar* şeklindedir.
- Elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2025 Kasım sonu itibarıyla 38.896'ya (lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir.
- **Üretim tarafında;** EPIAŞ verilerine göre, 2024'te **321.208 GWh** olarak hesapladığımız elektrik üretimini, 2025'te **322.471 GWh** olarak hesaplamaktayız.
- **Enerji fiyatları tarafında;** hatırlanacağı üzere, 2022 yılında yüksek seyreden enerji fiyatları dolayısıyla AUF mekanizması getirilmiş ve Eylül 2023 tarihinde ise sonlandırılmıştı. Jeopolitik risklerin etkisini azaltması ile enerji fiyatlarının düşüş eğilimine girdiği bir süreci takip etmiştik. **2024 ve 2025'te zaman zaman yükseliş görsek dahi fiyatların belirgin bir yükseliş sergilememesi ve belirli bir seyrinde hareket etmesi, şirket finansalları üzerinde baskı yaratan ana unsur olarak karşımıza çıktı. 2025 yılını ortalama 66 USD PTF ile tamamlayan enerji sektörünün, 2022 yılında ortalama 147 USD ve 2023 yılında ortalama 98 USD olan fiyatların oldukça altında kalmaya devam ettiği görülmektedir.**

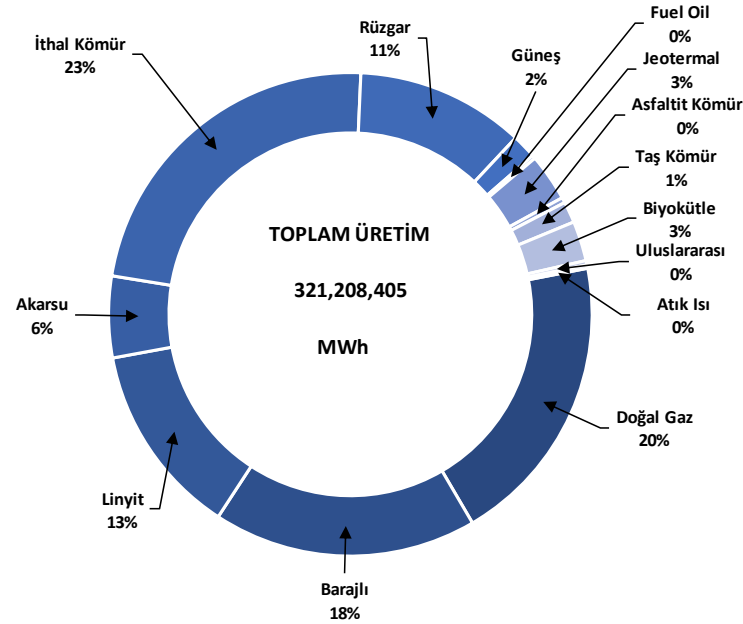
Türkiye toplam kurulu gücü (MW) | Yıllara göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı

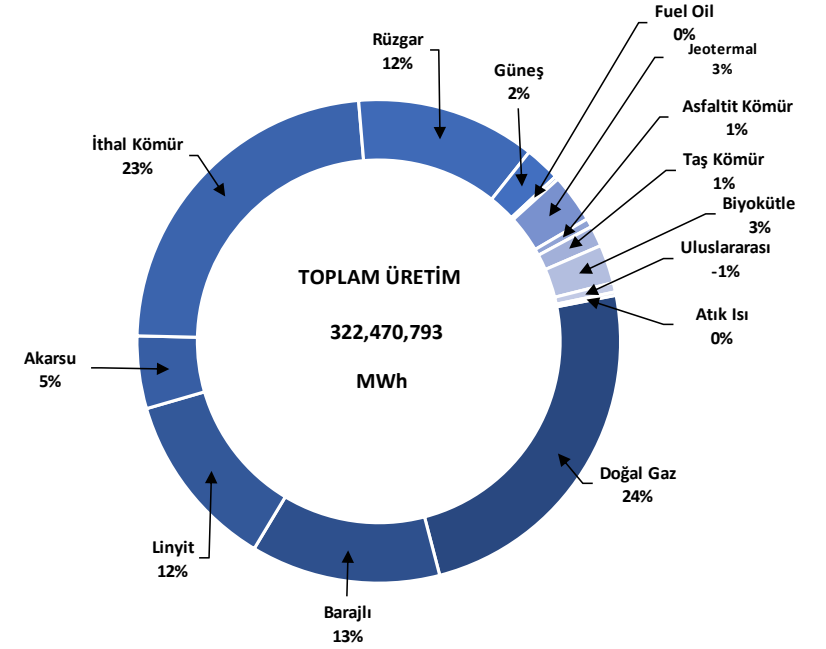
Enerji sektörü

Toplam üretilen elektriğin kaynaklara göre dağılımı | 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, EPİAŞ

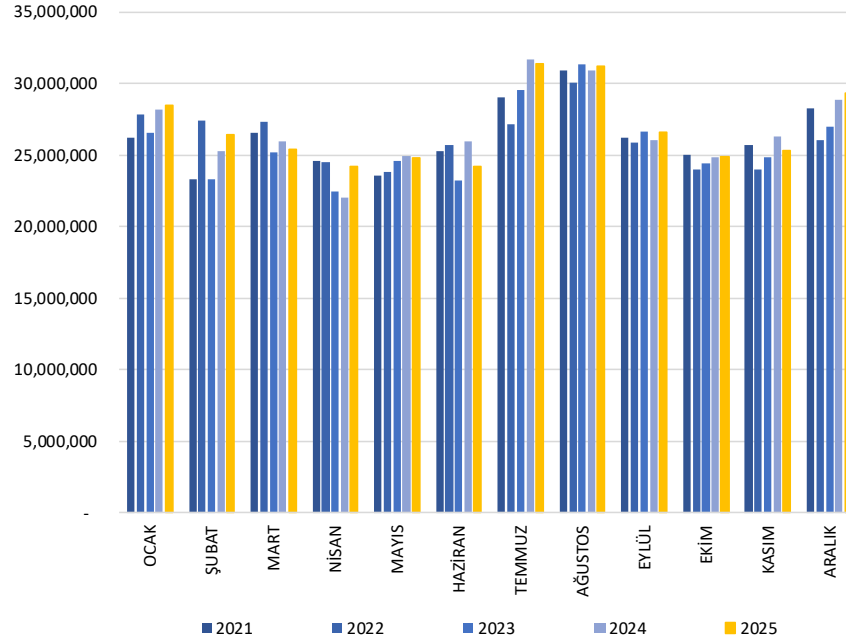
Toplam üretilen elektriğin kaynaklara göre dağılımı | 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, EPİAŞ

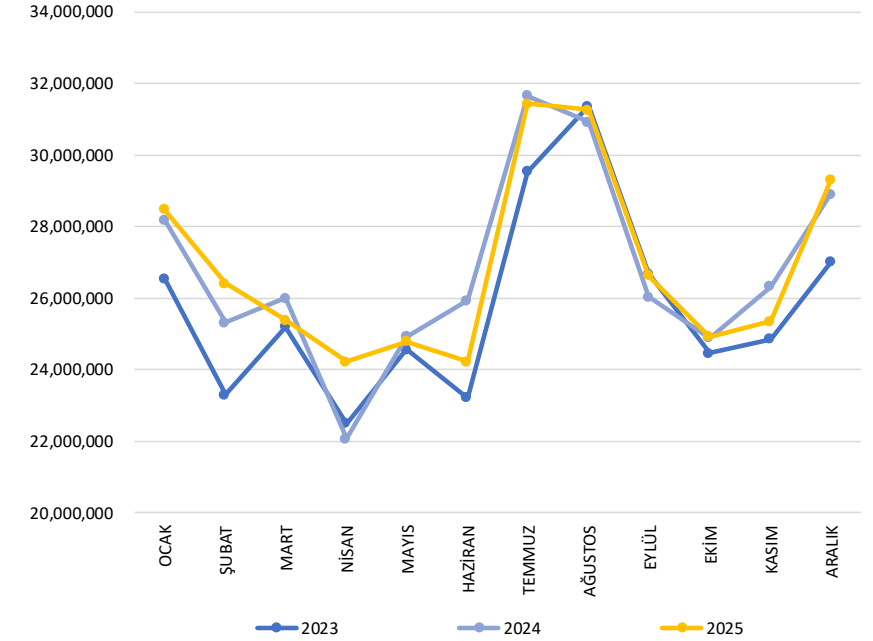
Enerji sektörü

Aylara göre toplam üretilen elektrik (MWh)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, EPIAŞ

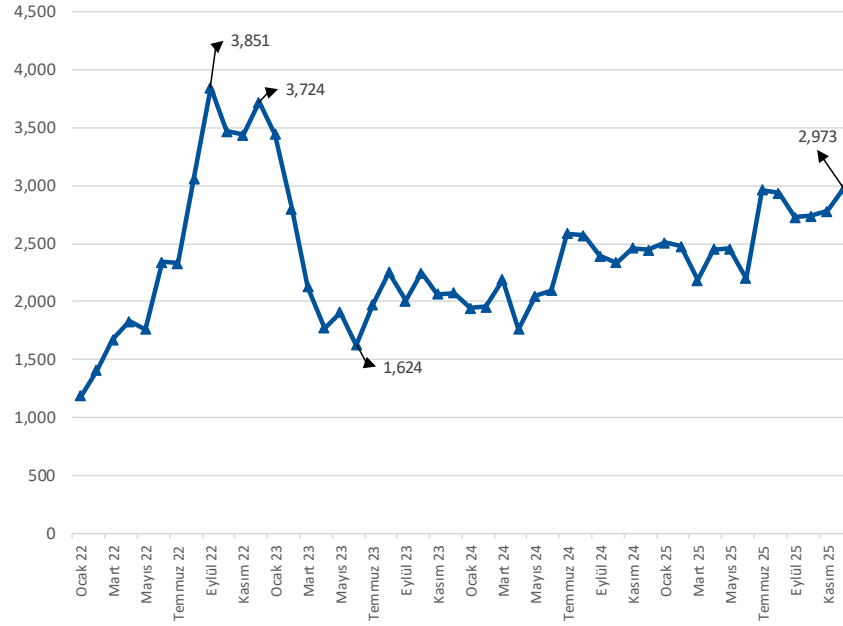
Aylara göre toplam üretilen elektrik (MWh)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, EPIAŞ

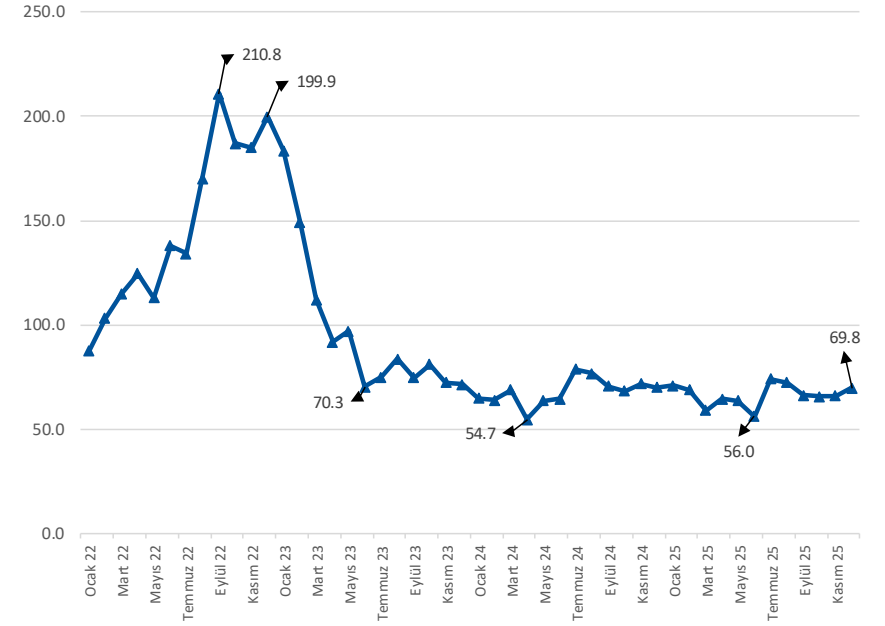
Enerji sektörü

Ortalama PTF (TL/MW)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, EPIAŞ

Ortalama PTF (USD/MW)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, EPIAŞ

Enerji sektörü

- 2026 beklentilerimizde enerji fiyatlarında önemli bir değişiklik öngörmemle beraber yenilenebilir enerji yatırımları ve 2025'in son günlerinde görmeye başladığımız 2026-2030 tarife dönemine yönelik adımları kritik değerlendiriyoruz.
- Araştırma kapsamımızda yer alan **Galata Wind Enerji'nin** Türkiye'nin yenilebilir enerji yolculuğunda önemli şirketler arasında yer aldığı şeklindeki düşüncemizi koruyoruz. Artan kurulu gücü sayesinde elektrik fiyatlarındaki zayıflığı, 2026 yılında tolere edebileceğini düşünüyoruz. Galata Wind Enerji'ye ek olarak, çeyreklik enerji bültenimizde yer verdiğimiz, Galata Wind Enerji ile oldukça benzer iş modeline sahip olan, ancak, Araştırma kapsamımızda yer almayan, Tatlıpınar Enerji'nin de benzer hikayelerle öne çıkabileceğini düşünüyoruz. Bu gelişmelerin yanı sıra, yenilenebilir enerjiye dönüşüm sürecinin ağır yatırım gerektirmesi dolayısıyla şirket bilançoları üzerinde yaratacağı olumsuz etkiyi de göz ardı etmiyoruz.
- **Elektrik dağıtım şirketleri için 2026–2030 yıllarını kapsayan beşinci tarife dönemine dair Resmi Gazete kararlarını takip etme sürecindeyiz.** Halihazırda açıklanan kararlar içinde olan, Enerjisa'nın toplam satış gelirlerinin yaklaşık %80'ini oluşturan dağıtım segmentinde, WACC (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) oranının %13,11'den (2021–2025 dönemi) %14,46'ya yükseltilmesinin Şirket finansallarına pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz. Bununla birlikte, **yüksek faiz ortamında gerçekleştirilen yatırım harcamalarının enflasyonun düşüş eğilimine girdiği bir dönemde geri alınacak olması stratejik avantaj sunmaktadır.** Yeni yatırımların daha düşük finansman maliyetleriyle fonlanabilecek olmasıyla beraber bu durum, Enerjisa'nın 2026 yılında operasyonel açıdan ön plana çıkmasını sağlayacaktır. Ayrıca, Şirket için öngördüğümüz %5,6 seviyesindeki temettü verimliliği tahminimizin de hissenin pozitif yönde ayrışmasına destek olacağını düşünüyoruz.
- **Aksa Enerji** için yabancı para bazlı elektrik satış portföyünü güçlendiren yatırım süreci ve 2026 yılında devreye alınması planlanan yurt dışı yatırımlarının öngörülebilir gelir yaratımını desteklemesine karşın 2025 yılındaki güçlü performansı sonrasında sunduğu risk/getiri profili; **Alfa Solar Enerji** için yerli üretimin desteklenmesi, HIT-30 çerçevesindeki teşvikler ve yüksek verimli hücre teknolojisi yatırımlarına rağmen panel işkolunda karlılığın daralması; **Biotrend Enerji** için ise kritik iş modeli, YEKDEM kapsamındaki üretim portföyü, devam eden stratejik yatırımları ve karbon kredisinin yarattığı potansiyel ek gelir alanlarına karşın devam eden zayıf finansalların baskı ve sınırlayıcı unsurlar olduğunu düşünüyor ve **mevcut önerilerimizi koruyoruz.**

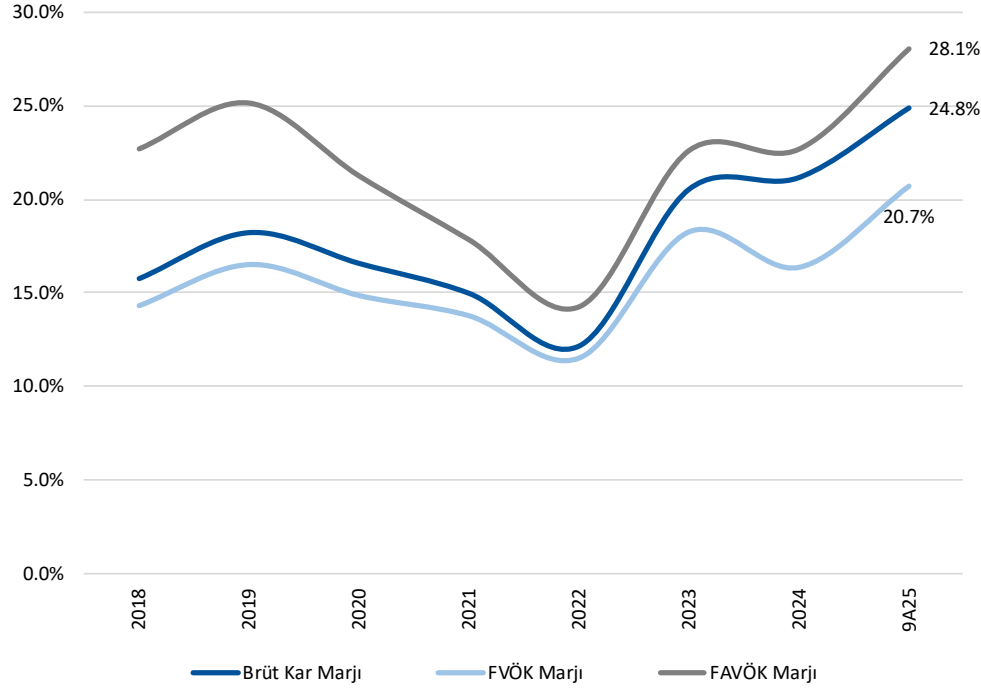
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AKSEN	79.60	AL	84,495	1,970	85%	61%	45.50	11.11	1.58
ALFAS	64.40	TUT	15,198	354	-40%	-47%	---	70.97	2.86
BIOEN	24.20	TUT	8,410	196	-2%	-14%	---	30.20	1.93
ENJSA	130.70	AL	107,773	2,513	61%	40%	---	3.92	1.20
GWIND	40.00	AL	12,452	290	-32%	-41%	12.78	6.73	0.92

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

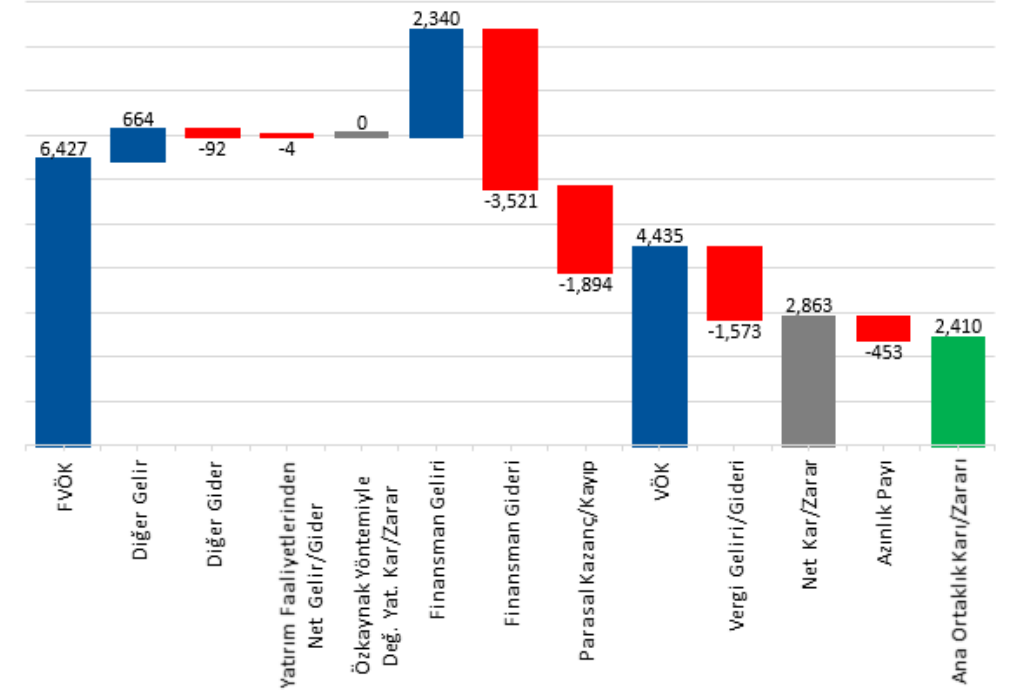
Aksa Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

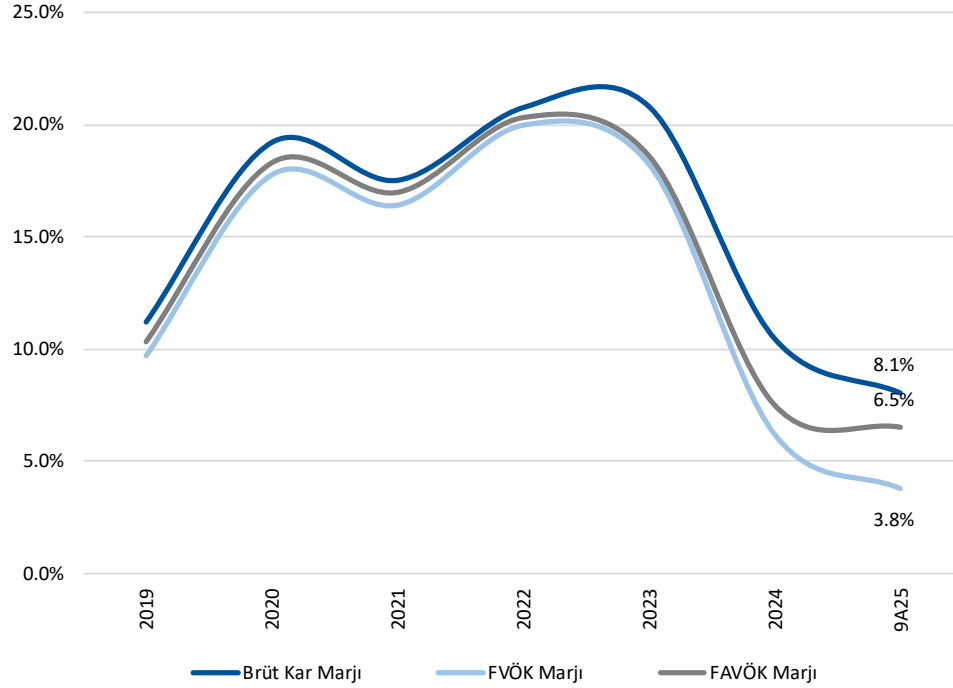
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

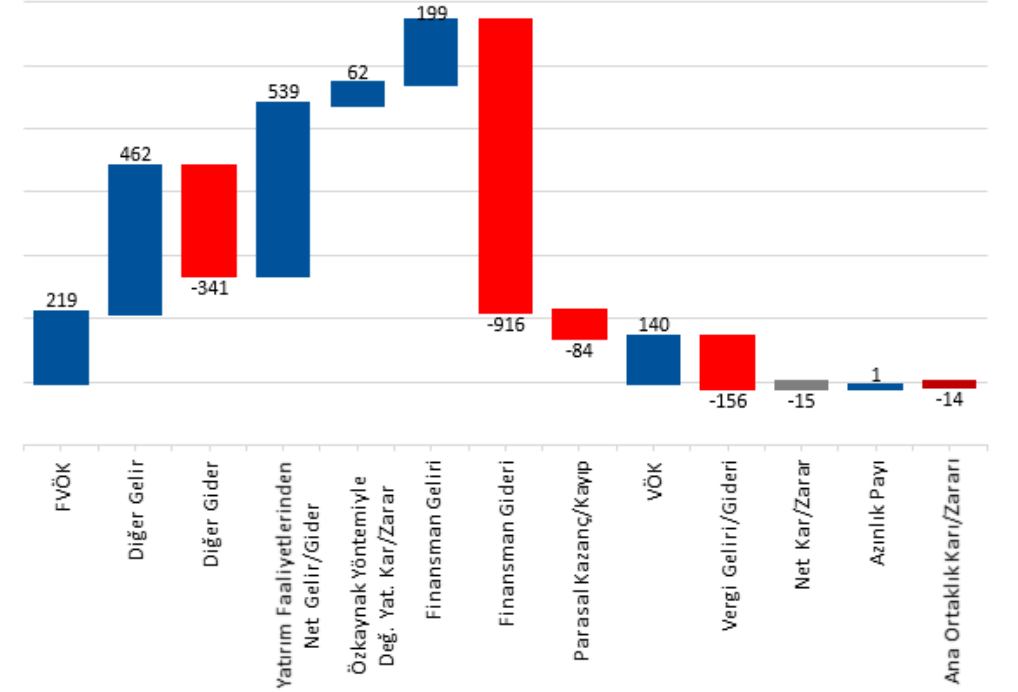
Alfa Solar Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

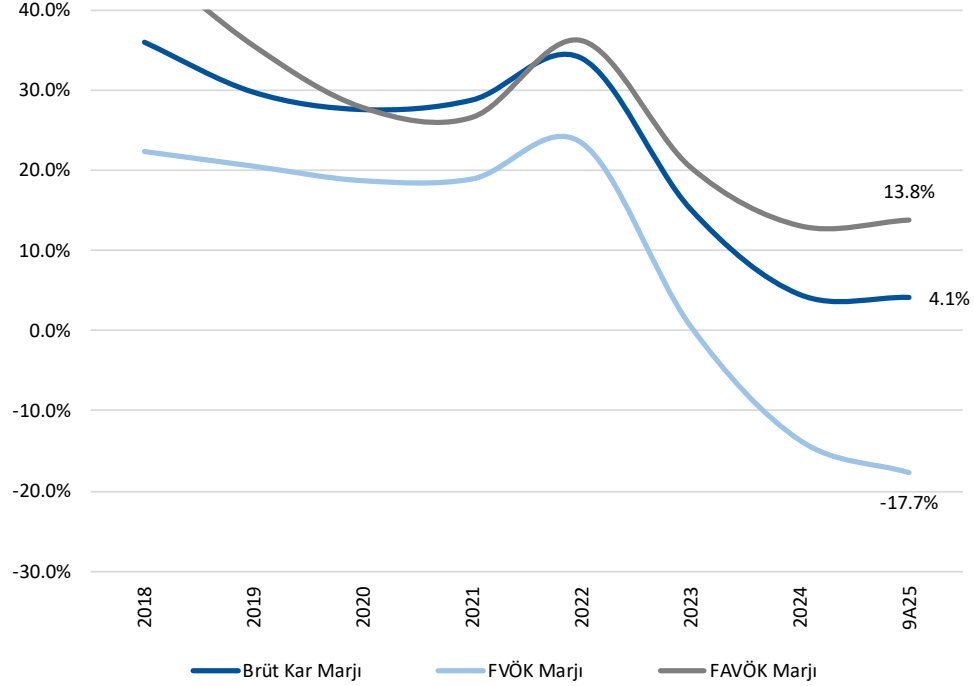
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

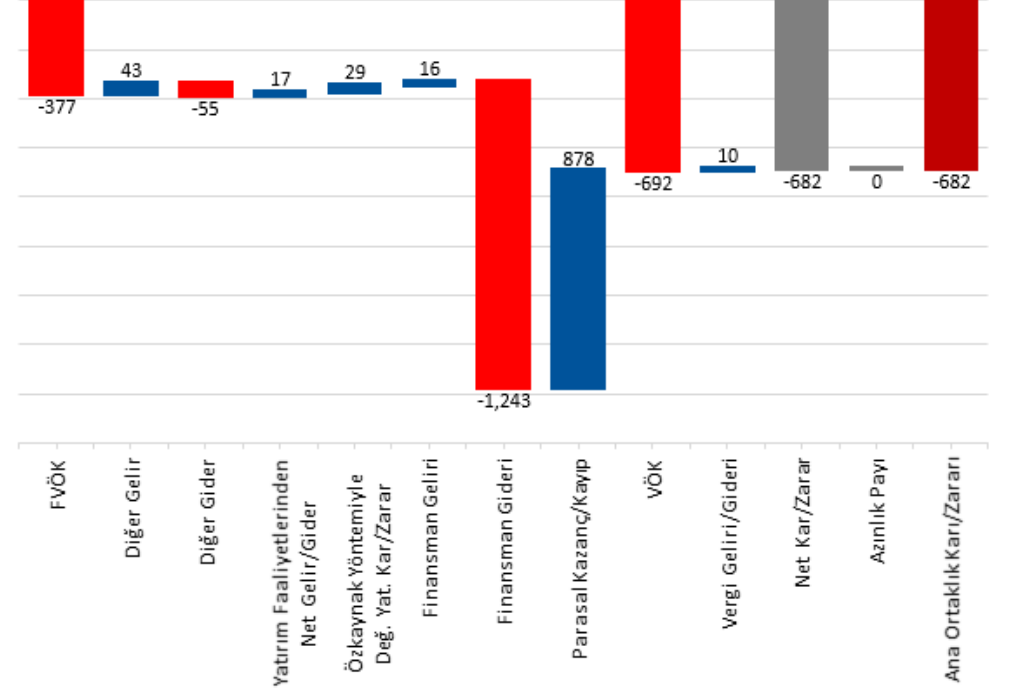
Biotrend Çevre ve Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

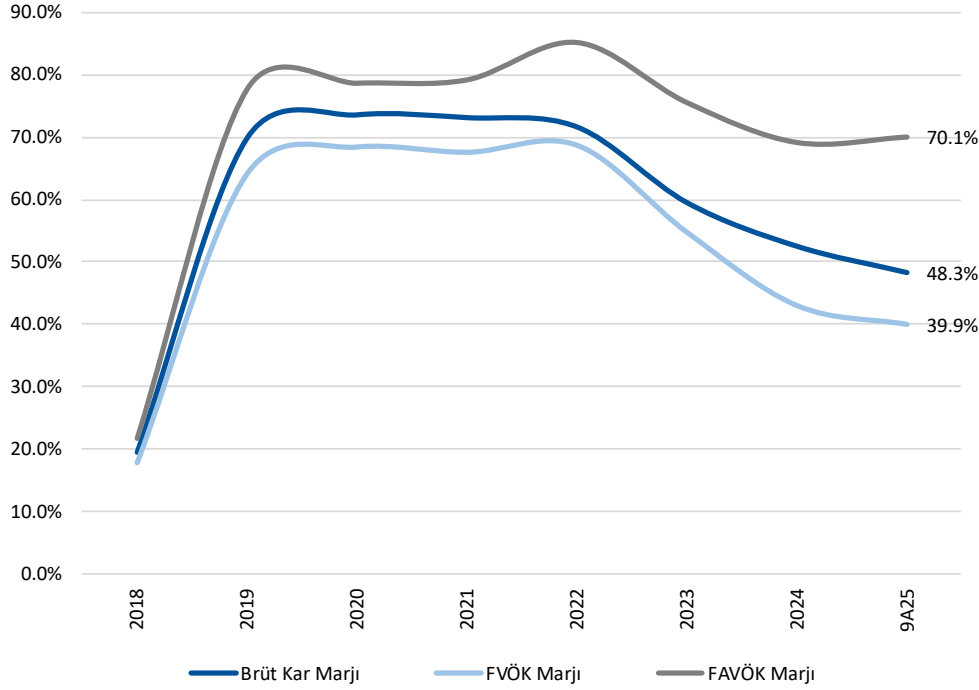
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

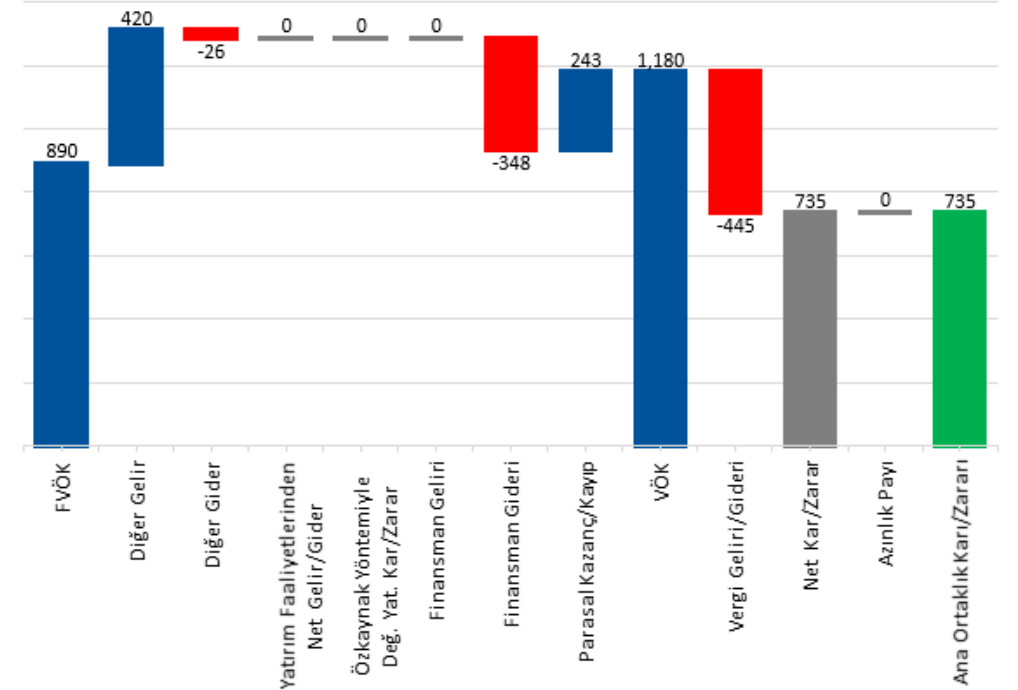
Galata Wind Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

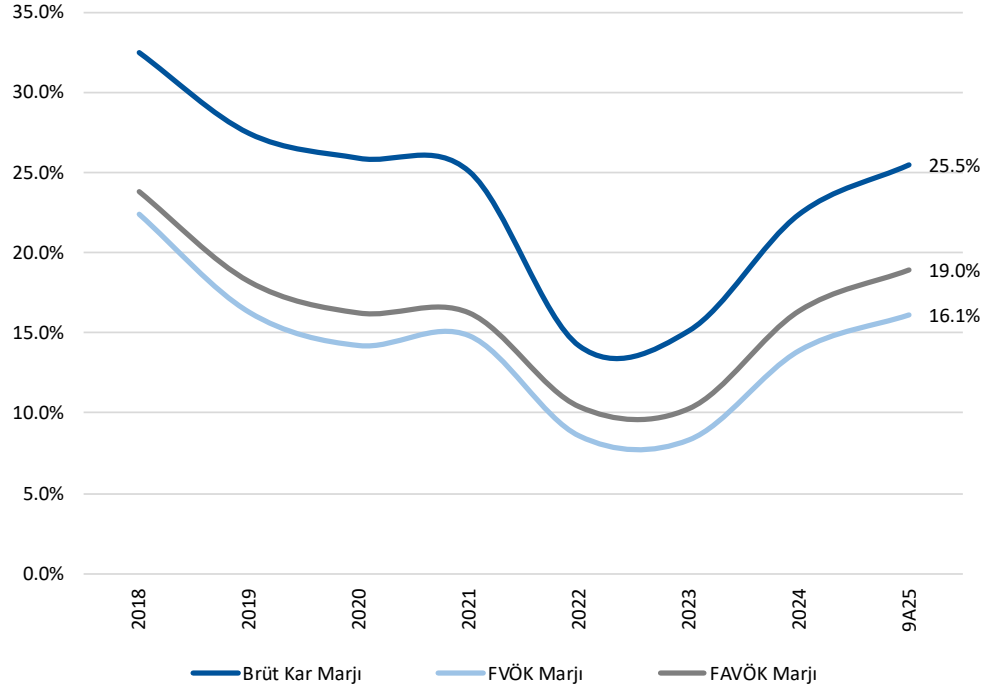
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

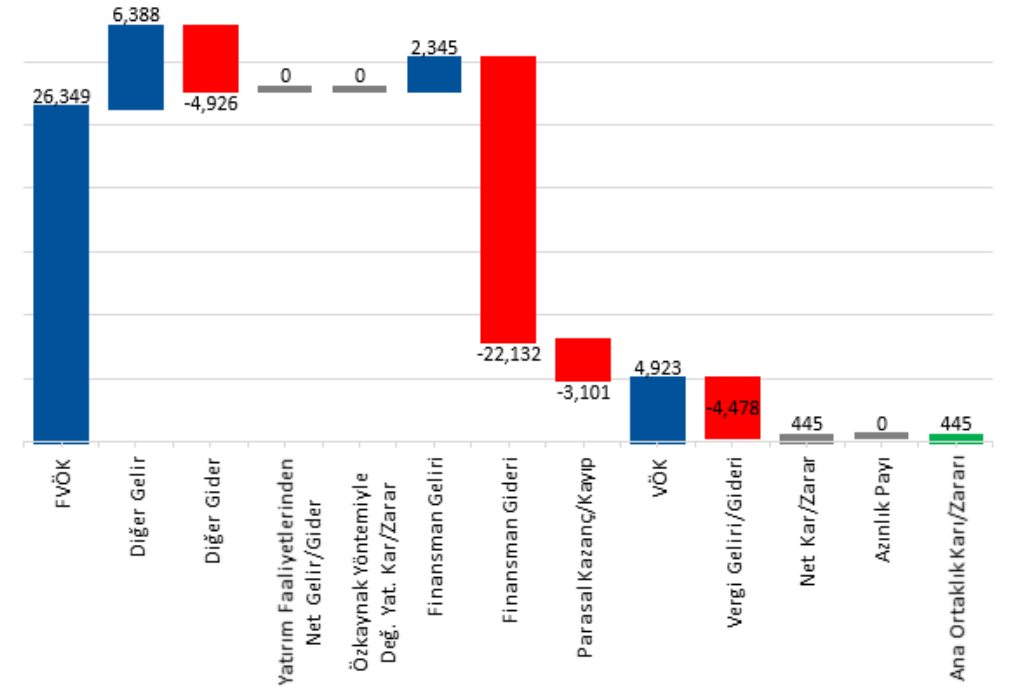
Enerjisa Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Gıda & içecek sektörü

- **Gıda & içecek sektörü, 2025 yılında sıkı finansal koşulların devamı ve hanehalkı harcamalarında temkinli seyrin belirginleşmesiyle birlikte daha seçici bir talep ortamında faaliyet gösterdi.** Yıl genelinde fiyat artışlarının sınırlı kalması ve ücret tarafında anlamlı bir düzeltmenin gerçekleşmemesi, harcanabilir gelir üzerindeki baskının korunmasına neden oldu. Şirketlerin ciro yaratma kabiliyeti büyük ölçüde hacim yönetimi ve ürün karması üzerinden şekillendi. Bu dönemde, operasyonel maliyetler karlılık üzerinde baskı yaratırken, fiyatlama gücü yüksek, ürün çeşitliliğine sahip ve marka gücü sayesinde pazara hakim konumda bulunan şirketlerin ise bu baskıyı daha etkin şekilde yönettiği gözlemlendi. 2025'in ikinci yarısında, tüketici harcamalarında dalgalı görünüm korunurken, faiz ortamının gecikmeli etkileri talep görünümünü sınırlamaya devam etti. Bu çerçevede, ciro büyümesi sektör genelinde korunmakla birlikte, karlılık tarafında ayrışma daha belirgin hale geldi.
- **2026 yılına girerken, gıda & içecek sektörü için fiyat-değer makasının tarihsel ortalamalara kıyasla halen açık olduğunu değerlendiriyoruz.** 2026 başında devreye girmesi beklenen %27'lik asgari ücret artışının, harcanabilir geliri bir miktar destekleyerek talep tarafında daha belirgin bir toparlanma zemini oluşturmasını bekliyoruz. Bu ortamda, fiyatlama gücü olan, pazara hakim ve yüksek marjlarla çalışan sektör oyuncularının, normalleşen makro koşullar altında ana endeksten pozitif ayrışma potansiyelini koruduğu kanaatindeyiz. Bununla birlikte, jeopolitik riskler ve küresel piyasalarda olası dalgalanmalar, sektör değerlemeleri üzerinde risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Gıda & içecek sektörü

- Bu çerçevede, **TAB Gıda'yı**, güçlü marka portföyü, yaygın operasyonel ağı, sürdürülebilir FAVÖK marjı nedeniyle, **Büyük Şefler Gıda'yı**, üst segment müşteri odağı, konsept çeşitliliği, operasyonel verimliliği destekleyen dönüşüm adımları ve düşük net işletme sermayesi ihtiyacı sayesinde uzun vadeli büyüme potansiyelini koruyan bir oyuncu olarak beğenmeye devam ediyoruz. **Coca Cola İçecek'i** geniş coğrafi yayılımı, güçlü pazar payı, maliyet baskılarına karşı etkin fiyatlandırma stratejisi ve dağıtım ağı destekli büyüme temaları sayesinde sektördeki defansif ve kaliteli büyüme hikayesini sürdürmesi nedeniyle olumlu tarafta konumlandırıyoruz. Ürün gamındaki genişleme, yeni fabrika yatırımının katkısı ve güçlü ihracat performansını **Armada Gıda**; tonaj bazlı satış gücü ve üretimden satışlardaki artışın marjları desteklemesini de **Ofis Yem** için güçlü yönler olarak görürken, **bulundukları fiyat seviyesi ve bir süre daha yakından izleme kararımız itibarıyla önerilerimiz TUT** yönünde şekilleniyor. Son olarak **Ülker Bisküvi**'yi, pazar payı ve marka bilinirliği, güçlü ihracat konumuna ek olarak döviz açık pozisyonunu kapatması için atılan adımlar ile beğenmeye devam ediyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans**	2025 Yılı Relatif Performans**	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ARMGD	55.00	TUT	19,878	464	76%	53%	19.19	20.52	3.46
BIGCH	101.40	AL	5,243	122	67%	46%	194.50	5.94	3.72
CCOLA	92.00	AL	165,926	3,869	0%	-13%	12.18	6.76	2.28
TABGD	356.60	AL	55,394	1,292	42%	24%	19.30	5.77	2.59
OFSYM	76.70	TUT	9,894	231	68%	47%	18.33	6.97	2.56
ULKER	169.70	AL	41,359	965	-1%	-13%	5.16	4.13	1.03

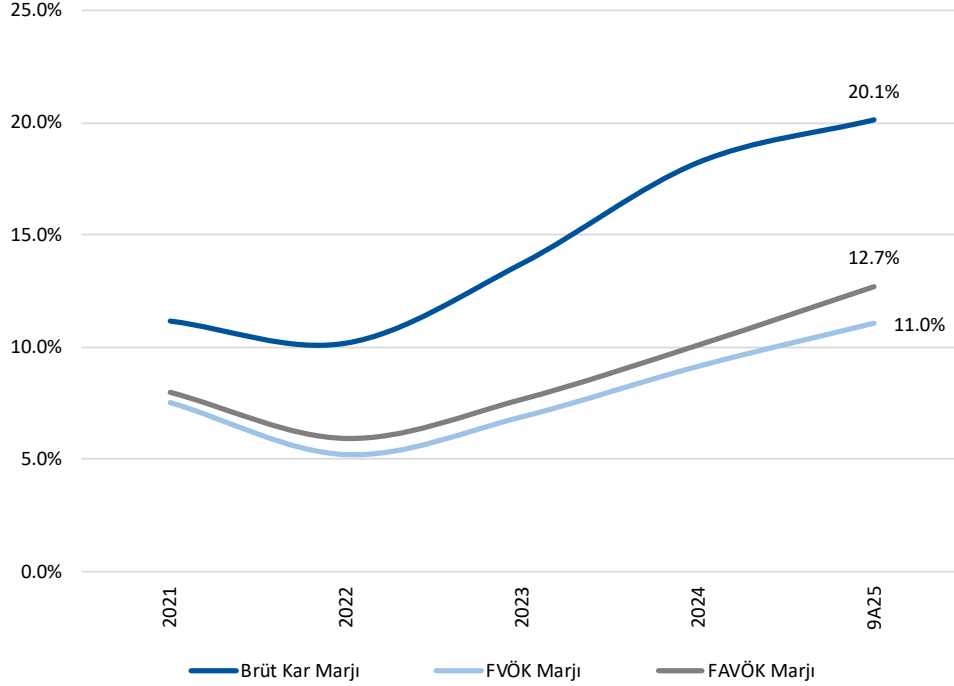
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

**ARMGD 03.01.2025-31.12.2025 performansını yansıtmaktadır.

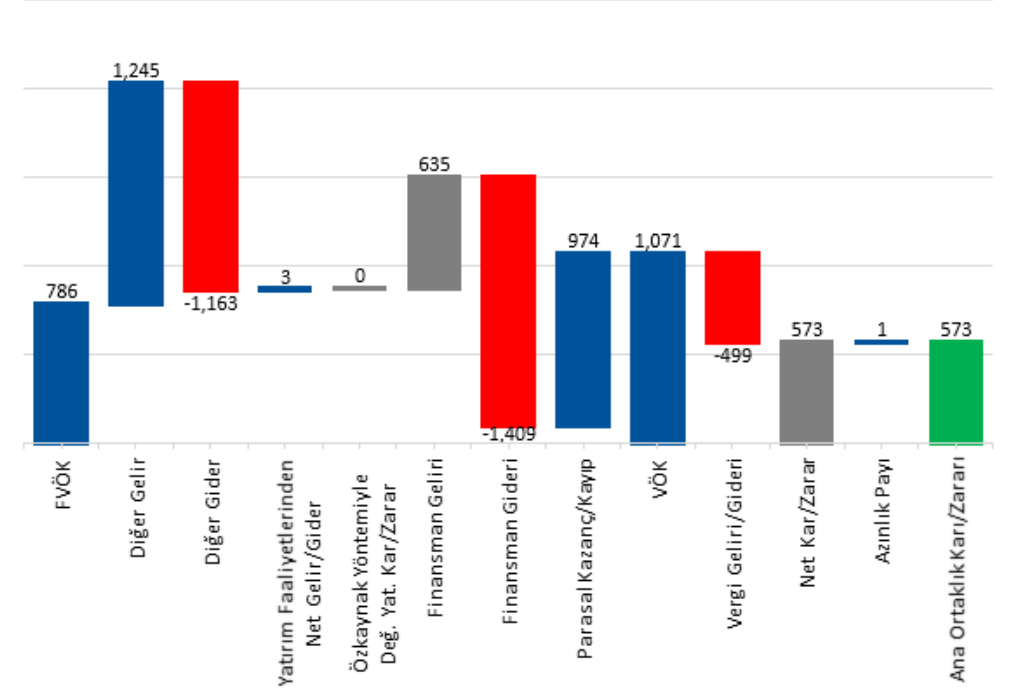
Armada Gıda

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

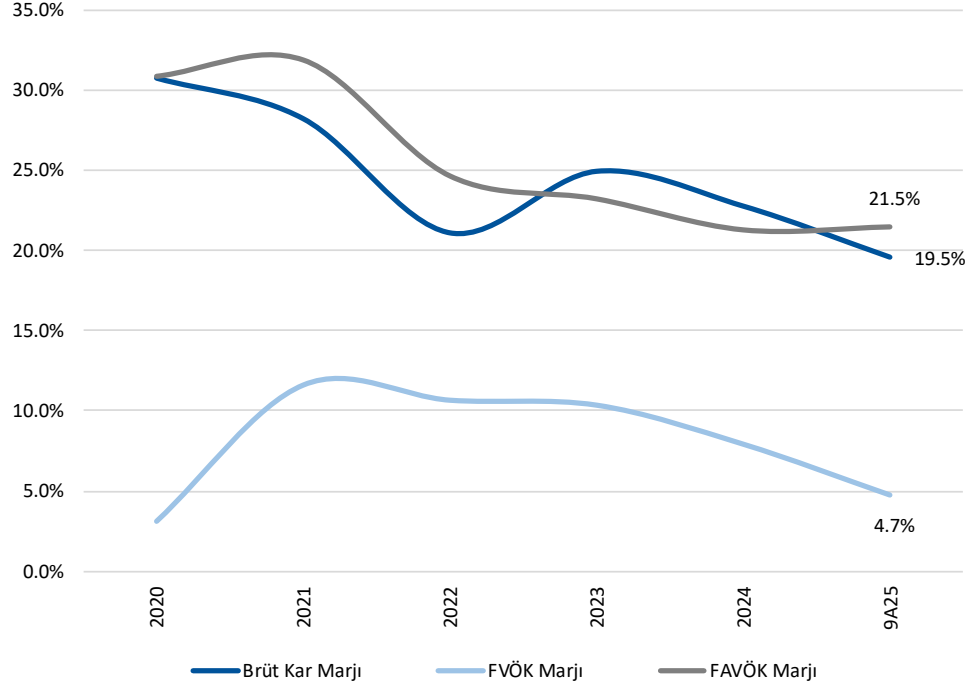
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

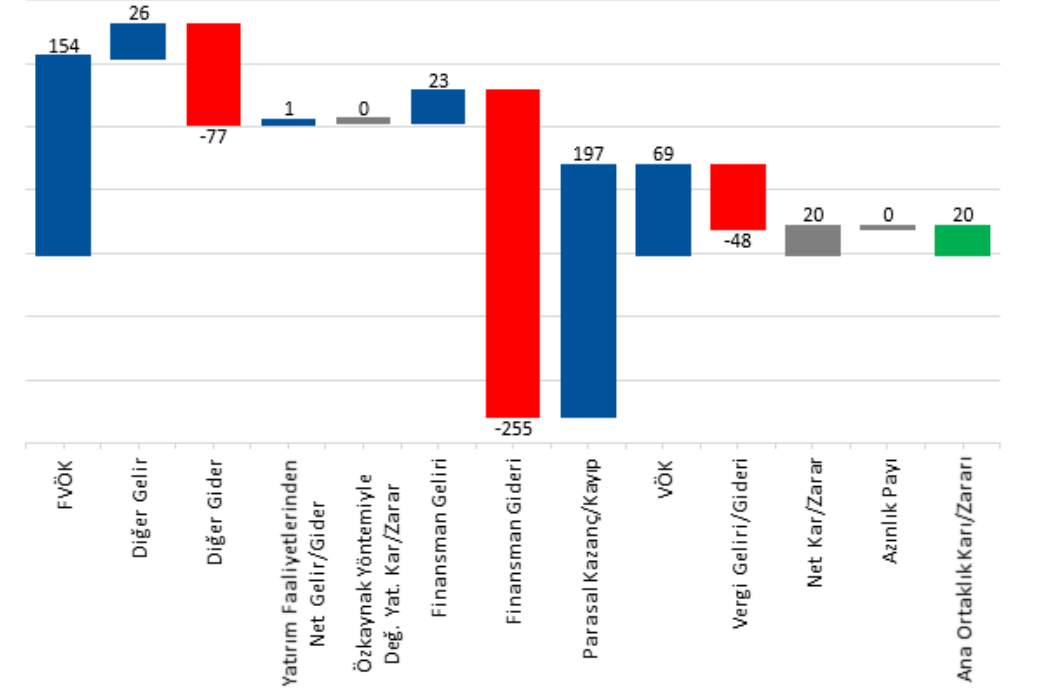
Büyük Şefler Gıda

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

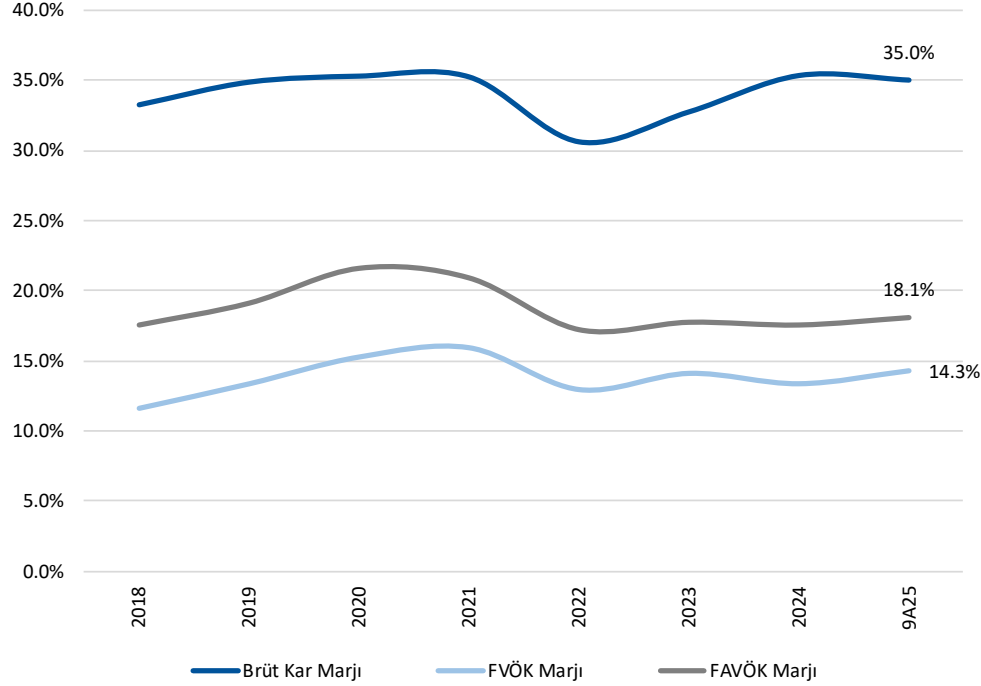
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

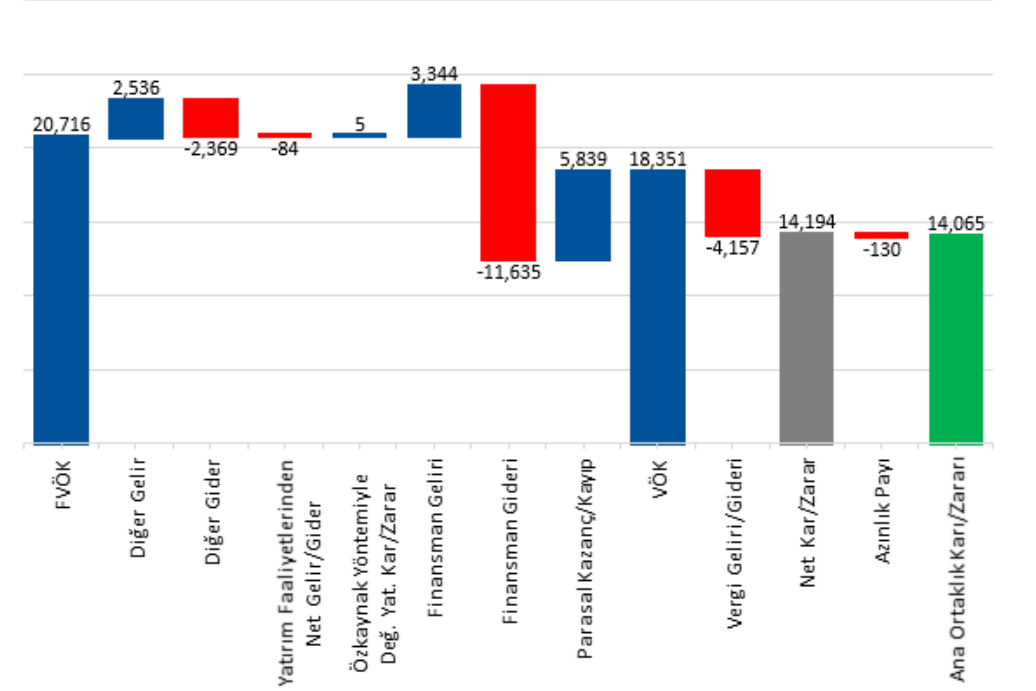
Coca Cola İçecek

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

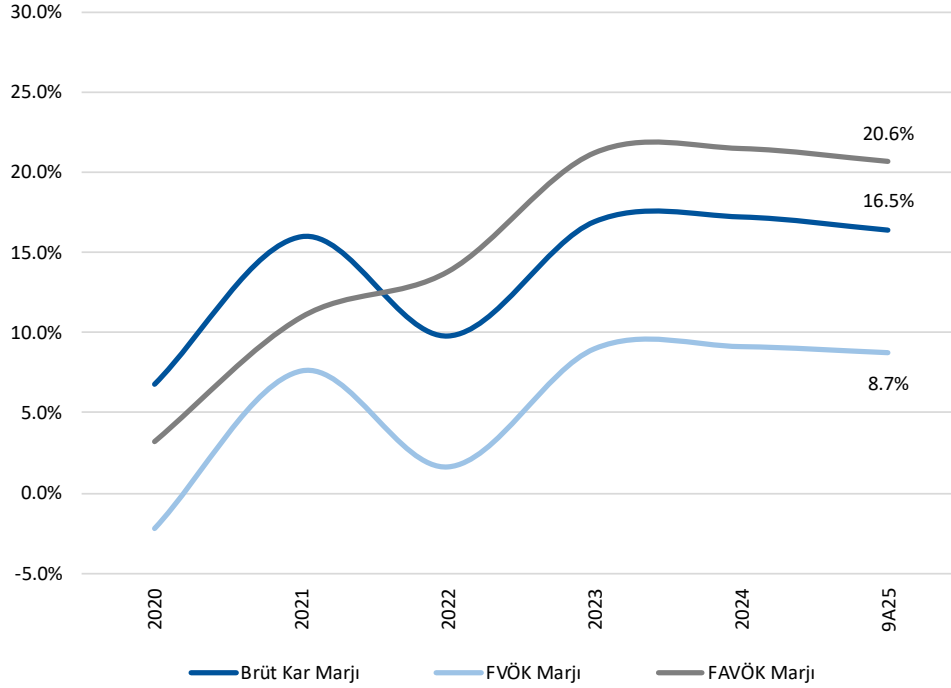
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

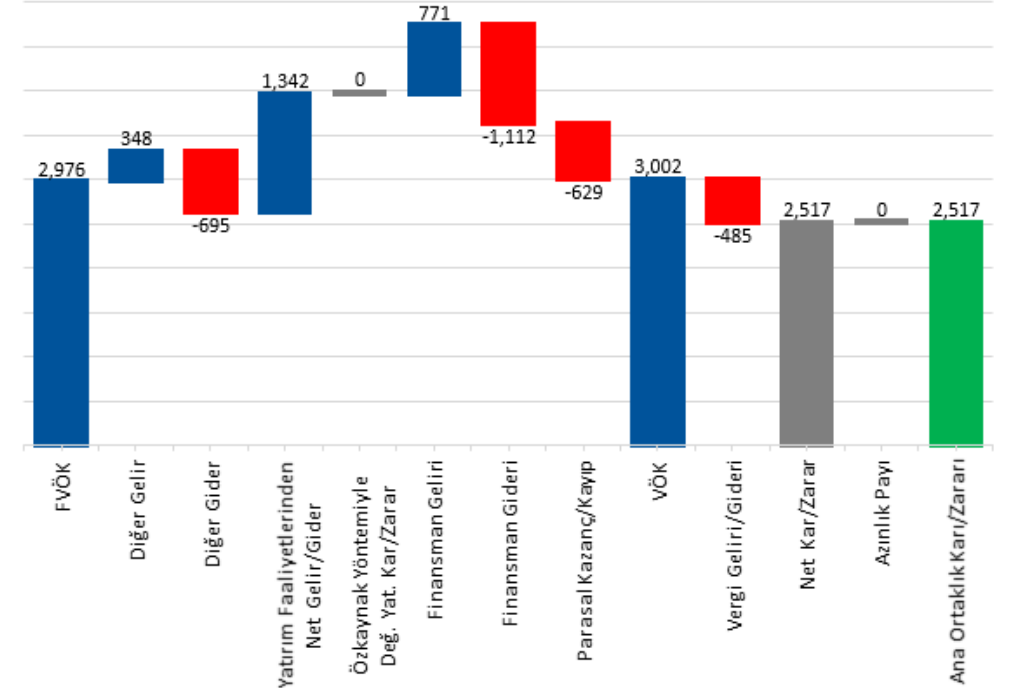
TAB Gıda

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

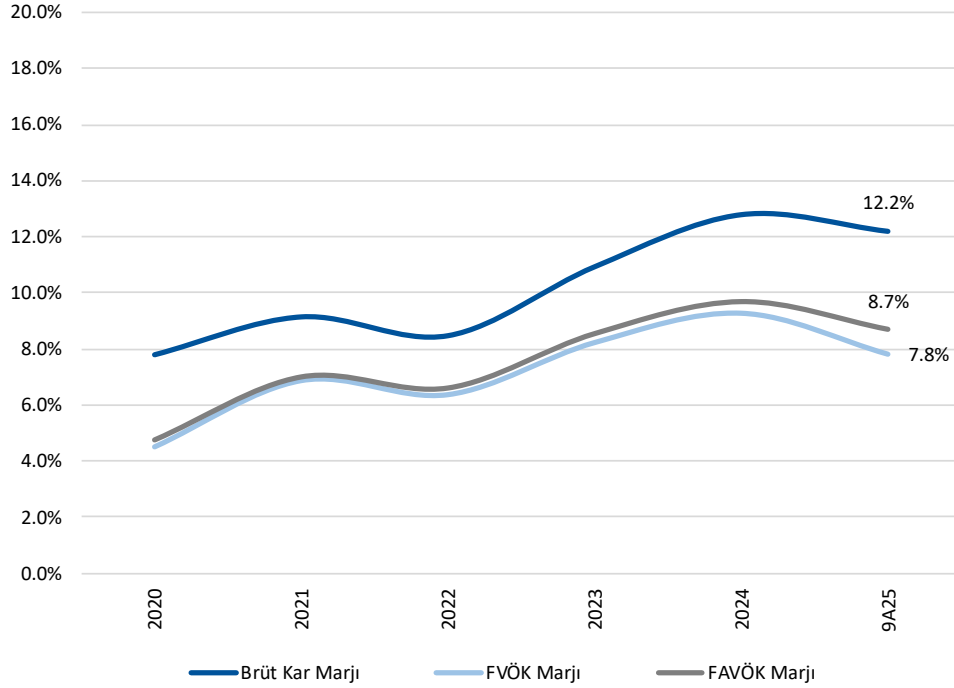
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

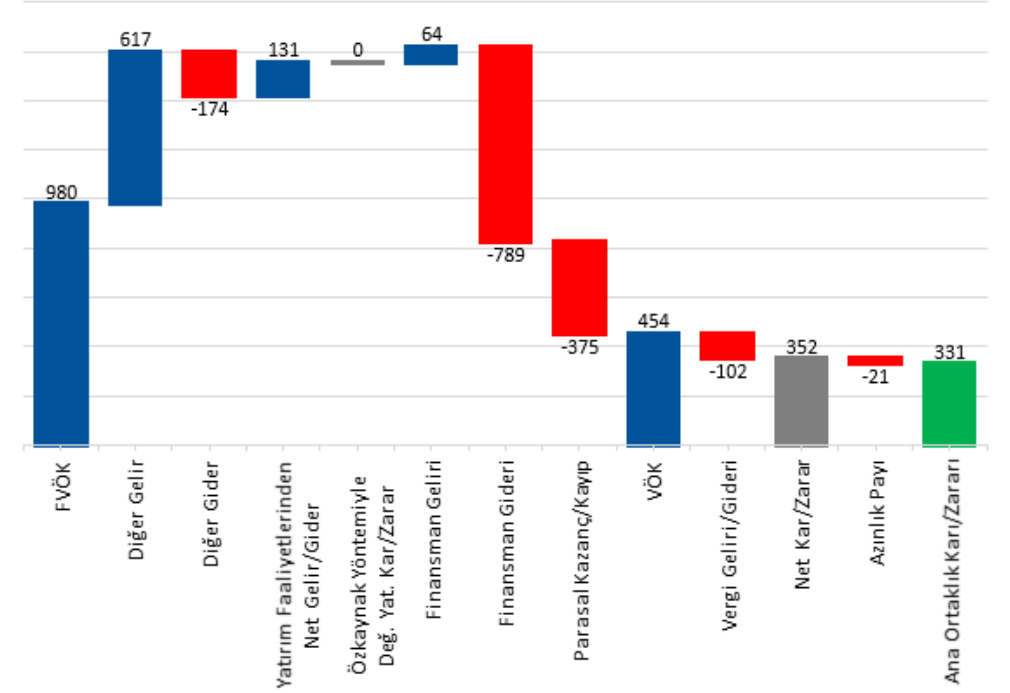
Ofis Yem Gıda

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

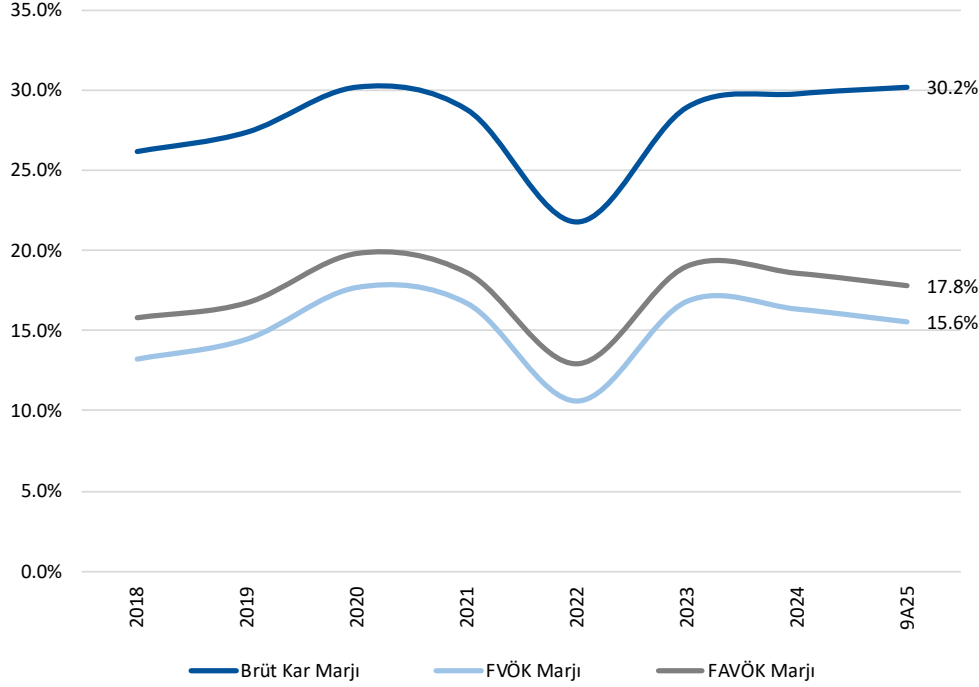
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

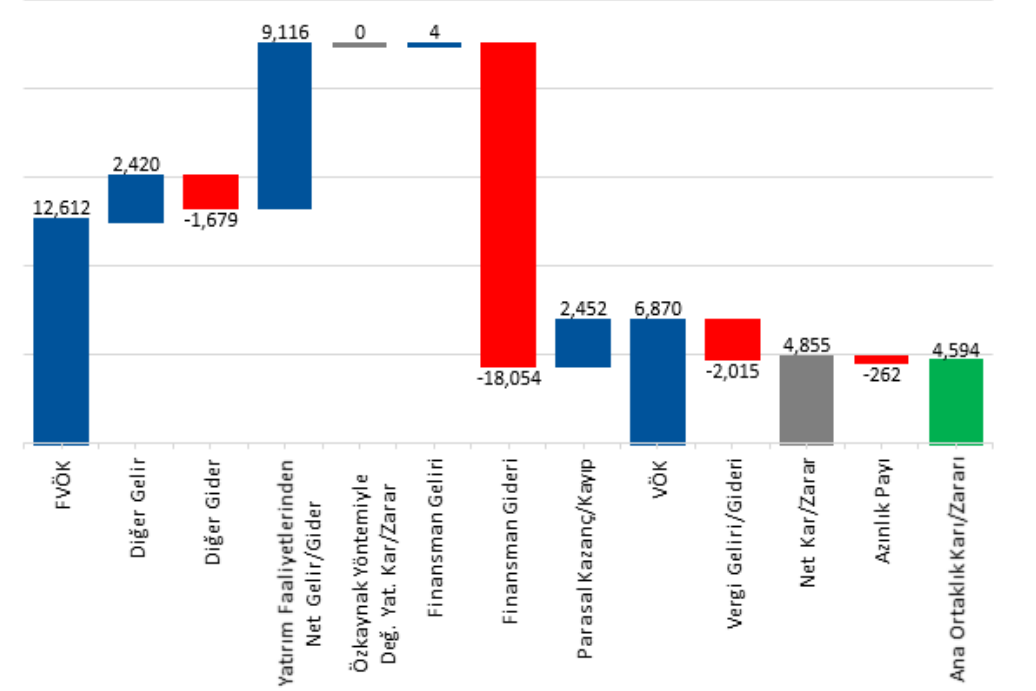
Ülker

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



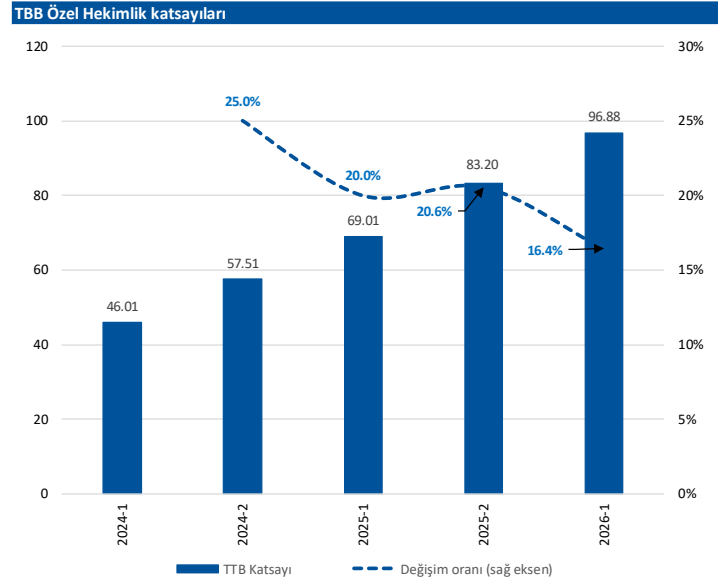
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Hastane sektörü

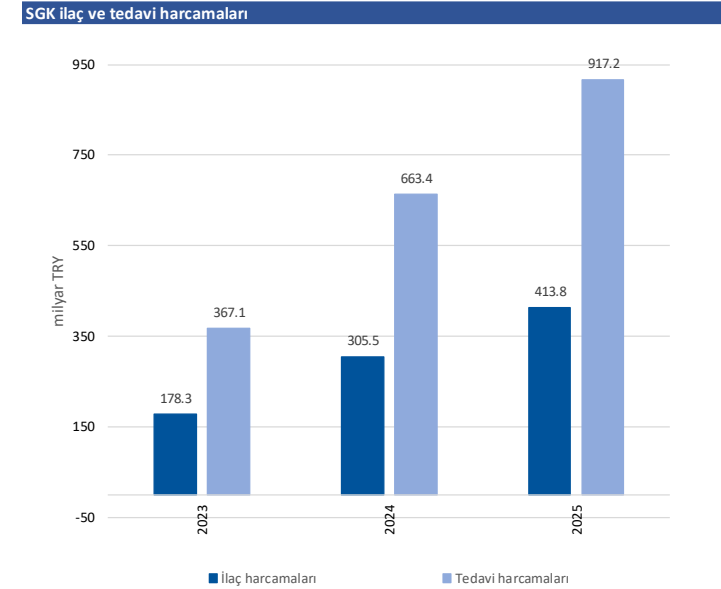
- 2025 yılı, defansif yapısıyla öne çıkan hastane sektörü açısından regülasyonların belirleyici olduğu bir dönem oldu. Ocak ayında yayımlanan Özel Hastaneler Yönetmeliği, yeni hastane açılışlarında ruhsat ve kapasite tahsisini daha sıkı kurallara bağlayarak sektöre giriş bariyerlerini yükseltmiş, yüksek uyum oranına sahip, kurumsal ve ölçekli hastane grupları için ise rekabet avantajı yaratmıştır. Yıl içerisinde yayımlanan Sağlık Hizmetleri Lisans Yönetmeliği ile ruhsat devri, taşınma ve kapanış süreçlerine ilişkin düzenlemeler de büyük grupların yatırım ve konsolidasyon potansiyelini güçlendirmiştir.
- 2025 yılına girerken öne çıkan beklentilerimiz; SGK payının kademeli olarak azalması, özel sağlık ödemeleri ve tamamlayıcı sağlık sigortalarının ağırlık kazanması, sağlık turizminde zorlu koşulların sürmesi ve hastane birleşme ve satın alma işlemlerinin hızlanması yönündeydi. Yıl genelinde bu ana senaryonun büyük ölçüde gerçekleştiğini, özellikle M&A tarafında regülasyonların da etkisiyle beklentilerin üzerinde bir hareketlilik yaşandığını gözlemledik. Nitekim yıl boyunca sektörde marka gücü ve kurumsal yönetim yapısı zayıf olan oyuncuların zorlandığı, buna karşın güçlü organizasyon yapısına sahip grupların konumlarını koruduğu ve güçlendirdiği bir tablo ortaya çıkmıştır. Gelir tarafında, TTB fiyat tarifelerinde 2025 yılı boyunca gözlenen artışlar, özel sağlık ödemeleriyle birlikte ciro yaratımını destekleyen önemli bir katalizör olmuştur.
- 2026'ya başlarken, 10 Aralık 2025'te açıklanan SGK sağlık hizmet bedellerindeki güncellemenin (SUT), yılın özellikle ilk yarısında finansallara anlamlı katkı sunmasını bekliyoruz. 2026 yılı başı itibarıyla %16,4 seviyesinde gerçekleşen Türk Tabipler Birliği (TTB) fiyat artışının da yıl genelinde gelir görünümünü destekleyici nitelikte olduğunu değerlendiriyoruz. 2026 yılına ilişkin beklentilerimizde, markalaşmış ve mevzuat uyumu yüksek hastane gruplarının sektör genelinden pozitif ayrışmasının daha belirgin hale geleceğini öngörüyoruz. Türkiye genelinde 400'ün üzerinde özel hastanenin faaliyet gösterdiği mevcut yapı, artan regülasyon ortamında konsolidasyon eğilimini desteklemektedir.
- 2026 yılına yönelik riskler tarafında ise, Temmuz 2026 itibarıyla devreye girmesi planlanan sağlık çalışanlarının bordrolama süreci ve yeni hastane açılışlarının kısa vadede maliyetler üzerinde baskı yaratma potansiyeli öne çıkmaktadır. Gerek SUT ve TTB kaynaklı gelir artışlarının gerekse devam eden verimlilik adımlarının bu baskıyı kısmen dengelemesini bekliyoruz. Öte yandan sağlık turizmi 2024 ve 2025 yıllarında kur ve rekabet koşulları nedeniyle zorlu bir görünüm sergilemiş olsa da, Türkiye'nin sunduğu yüksek standartlı sağlık hizmetleri sayesinde orta-uzun vadede rekabet avantajının korunacağını düşünüyoruz.

Hastane sektörü

- Bu çerçevede, ölçek avantajı ve yaygın operasyonel ağı sayesinde **MLP Sağlık Hizmetleri'nin** özellikle büyük şehirlerde pazar payını güçlendirmeye devam edeceğini, verimlilik odaklı adımlar ve yurt içi ve yurt dışı yatırımların katkısının ciro ve FAVÖK tarafında daha görünür hale geleceğini değerlendiriyoruz. Diğer taraftan **Lokman Hekim** daha temkinli bir büyüme stratejisi izlemekle birlikte, özellikle marj tarafında güçlü bir potansiyel barındırmaktadır. İstanbul operasyonunun artan katkısı, sağlık turizmine yönelik yatırımlar ve tamamlanan projelerin devreye alınmasıyla birlikte, operasyonel karlılığın desteklenmesini bekliyoruz.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Türk Tabipleri Birliği



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TİSD

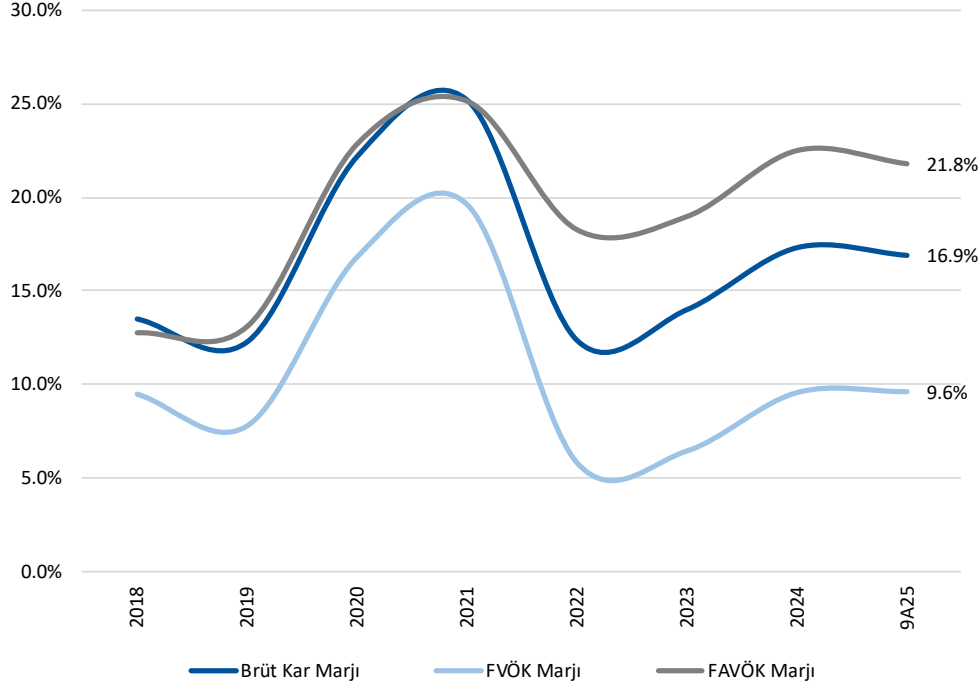
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
LKMNH	25.50	AL	4,050	94	9%	-5%	16.98	7.00	1.78
MPARK	586.80	AL	72,967	1,702	0%	-13%	13.97	6.17	2.27

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

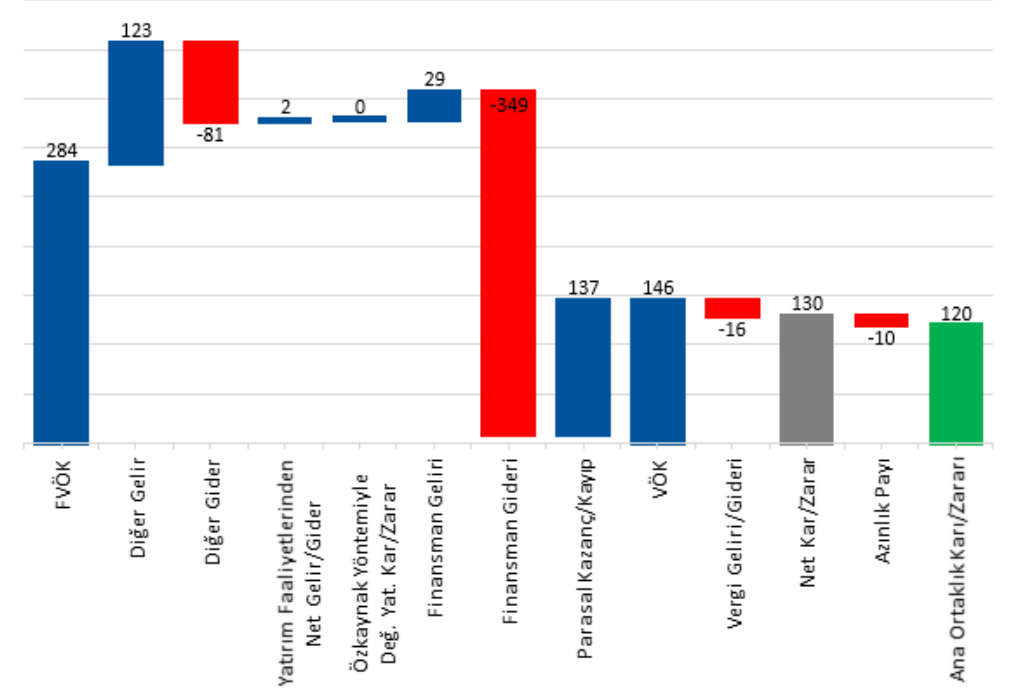
Lokman Hekim Hastaneleri

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

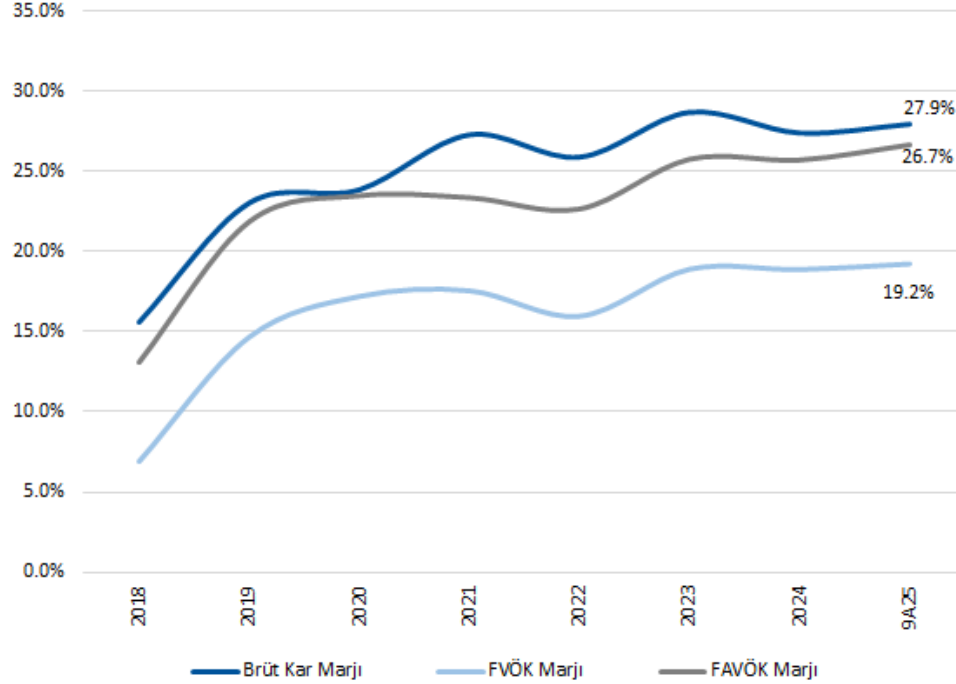
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

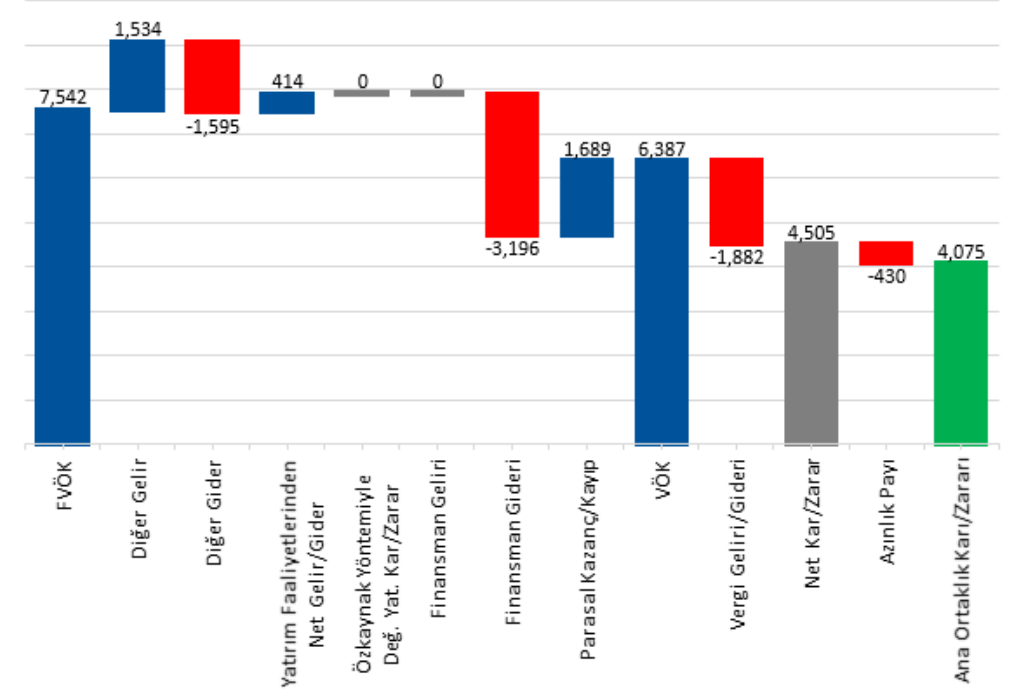
MLP Sağlık Hizmetleri

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Havacılık sektörü

- Geride kalan yıla «*var olan ve hala devam eden*» büyüme dinamikleri doğrultusunda, enflasyon muhasebesinin yarattığı kafa karışıklığını barındırmayan havacılık sektörünün 2025'te de ön planda olmasını beklediğimiz düşüncemizle başlamıştık. Bu büyümenin devam etmesini beklemekle beraber artık pandemi sonrası gördüğümüz rekorların geride kaldığını, özellikle birim gelirlerin «ılımlı şekilde düşüş eğilimine devam edeceği» yönündeki düşüncelerimize yer vermiştik. Bugün geriye dönüp baktığımızda yaşanan birçok jeopolitik riske rağmen havacılık sektörünün bu dinamikten ayrılmadığını görüyoruz.
 - DHMİ verilerini incelediğimizde, 2025 Ocak-Kasım döneminde Türkiye geneli havalimanları iç hat yolcu trafiğinin %6,2 artışla 93.755.406, dış hat yolcu trafiğinin %7,3 artışla 135.740.019 olduğunu ve bu dönemde direkt transit yolcular ile birlikte toplam %6,7 artışla 229.631.072 yolcuya hizmet verildiğini gördük. Bu dönemde; havalimanlarında iniş-kalkış yapan uçak trafiği, iç hatlarda 915.881, dış hatlarda ise 869.543 oldu. **Böylece üst geçişler ile birlikte toplam %9,1 artışla 2.318.023 uçak trafiğine ulaşıldı.**
 - Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, Ocak-Kasım dönemindeki turist sayısı geçen yılın aynı döneminin **%3,4** üzerinde gerçekleşerek **50.057.225** kişiye ulaşmıştır.
 - Ocak-Kasım döneminde Türk Hava Yolları yolcu sayısını %8,4 artışla 85,3 milyonun üzerine taşırken, Pegasus %15'lik büyüme ile 39,6 milyonu aştı. Yıla yüksek kapasite artış hedefleriyle başlayan her iki şirketin de beklentilerin üzerinde performans sergilediği görüldü. TAV Havalimanları ise bu dönemde %6'nın üzerinde artış kaydederek 106 milyondan fazla yolcuya hizmet verdi.
 - Eurocontrol verilerine göre 2025'te Türk Hava Yolları günlük ortalama en çok uçuş yapan 3. havayolu olurken, Pegasus yılı 11. sırada tamamladı. 2024'e göre uçuş sayısını en çok artıran havayolları sıralamasında Pegasus 2. sırada, Türk Hava Yolları ise 7. sırada konumlandı. Yine Eurocontrol verilerine göre; İstanbul Havalimanı (İGA İstanbul) ortalama günlük 1.490 uçuşla 2025'te ilk sırada yer almıştır.
- Tüm bu verilere rağmen havacılık sektörü, yılı, beklenen pozitif ayrışmayı gösteremeden tamamladı. Bu negatif tabloda; birim gelirlerin beklentilerin altında kalması ve güçlü TL'nin finansallar üzerinde yarattığı baskı belirleyici olurken, jeopolitik gerginliklerin de bu olumsuz etkiyi derinleştirdiği görüldü.

Havacılık sektörü

1 Ocak - 31 Aralık 2025 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları günlük uçuş ort. göre sıralama			
	Günlük uçuş	2023'e göre	2019'a göre
Ryanair Group	3,184	5%	37%
easyJet Group	1,611	4%	-4%
Turkish Airlines Group	1,559	9%	17%
Lufthansa Airlines	1,125	-2%	-24%
Air France Group	1,061	6%	-11%
Wizz Air Group	909	9%	54%
KLM Group	880	2%	3%
British Airways Group	842	2%	-8%
SAS Group	699	14%	-14%
Vueling	626	3%	4%
Pegasus	588	13%	24%
Eurowings Group	474	4%	-28%
SWISS Group	453	2%	-2%
Norwegian Group	419	1%	-31%
AEGEAN Group	388	9%	21%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

1 Ocak - 31 Aralık 2025 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları 2024 değişime göre sıralama			
	Günlük uçuş	2024'e göre	2019'a göre
SAS Group	699	14%	-14%
Pegasus	588	13%	24%
Brussels Airlines	189	11%	-16%
SunExpress	280	10%	83%
AEGEAN Group	388	9%	21%
Wizz Air Group	909	9%	54%
Turkish Airlines Group	1,559	9%	17%
Royal Air Maroc	198	8%	-2%
Jet2.com	343	8%	48%
LOT	320	8%	-13%
FlyOne	26	7%	256%
EL AL	105	7%	13%
Iberia Regional-Air Nostrum	245	7%	12%
Sky Express	166	7%	86%
Air France Group	1,061	6%	-11%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Havacılık sektörü

- **Küresel görünümüne baktığımızda; IATA tarafından 2025 yılı boyunca yayımlanan üç stratejik rapor, havacılık sektörünün iyimserlikten derin bir makroekonomik şoka ve ardından beklenmedik bir direnç noktasına evrildiği bir yılı belgeledi.** 2025'in başında yayımlanan ilk rapor, küresel ekonominin %3,2'lik istikrarlı büyüme trendini koruyacağı varsayımıyla umut verici bir tabloya işaret ediyordu. Bu dönemde havacılık endüstrisi, düşük petrol fiyatlarının etkisiyle maliyetlerde rahatlatma bekliyor ve toplam gelirlerin tarihte ilk kez 1 trilyon dolar barajını aşarak 36,6 milyar dolarlık rekor net kâra ulaşacağını öngörüyordu. Ayrıca, yolcu trafiğinin tüm bölgelerde pandemi öncesi seviyeleri kesin olarak geride bırakması ve kargo talebinin e-ticaretin etkisiyle güçlü kalması beklenmekteydi.
- Ancak, yılın ortalarına doğru yayımlanan rapor, sektörün korumacı ticaret politikalarının yarattığı ciddi bir şok dalgasıyla karşı karşıya kaldığını ortaya koydu. ABD'nin uygulamaya koyduğu evrensel gümrük tarifeleri ve ticaret ortaklarının misilleme hamleleri, küresel ekonomik büyüme tahminlerini %2,5'e, ABD büyümesini ise %1,5'e kadar aşağı çekti. Bu durumun doğal sonucu olarak, başlangıçta çift haneli olması beklenen yolcu trafiği büyümesi %5,8 seviyelerine revize edilirken; **"de minimis"** muafiyetinin kaldırılmasıyla hava kargo büyüme tahmini sert bir düşüşle %0,7'ye kadar geriledi. Bu makroekonomik baskılara, teslimat gecikmeleri ve parça tedarikindeki darboğazlar nedeniyle yaklaşık 5.400 uçaklık (aktif filonun %18'i) devasa bir kapasite krizinin de eklenmesi, havayollarını daha yaşlı ve yakıt verimliliği düşük uçakları kullanmak zorunda bıraktı.
- **2025'in sonuna gelinen bu ortamda, havacılık endüstrisi, karşılaştığı engellere rağmen beklentileri aşan bir performansla yılı tamamlamaya hazırlanıyor.** Özellikle ithalatçıların yeni tarifeler öncesi stoklama (frontloading) çabasının, Mart ayında yarattığı %43'lük talep patlamasının da etkisiyle, yıl sonunda kargo hacim büyümesini %3,1 seviyesine taşıması bekleniyor. Finansal görünümde ise uçak arzındaki kısıtların doluluk oranlarını yukarı çekmesi sayesinde, yıl sonu net kârının başlangıç hedeflerini aşarak 39,5 milyar dolar seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir. Bu projeksiyonlar ışığında sektörün, ticaret savaşlarının gölgesinde operasyonel disiplini koruyarak gelirlerde 1 trilyon dolarlık tarihi eşiği aşacağı tahmin ediliyor.

Havacılık sektörü

- 2026 beklentilerimiz, finansal görünüm açısından 2025'ten çok farklı değil. Pegasus ve Türk Hava Yolları'nın, 2025 yılı ölçeğinde olmasa da yine de önem arz eden kapasite artışları gerçekleştireceğini beklemekteyiz. Buna karşın, artan rekabet, süregelen zamanda kendini gösterdiği gibi birim gelirler üzerinde baskı yapan unsur olarak karşımıza çıkacaktır. Keza personel giderleri, güçlü TL ve Brent petroldeki düşüşe rağmen jet yakıtı fiyatlarının aynı derecede düşüş göstermemesi, kârlılık üzerinde baskı yapan unsurlar olarak masadaki yerini almaya devam edecektir. Ancak, 2025'te her iki şirketin de Avrupa'daki büyüme stratejilerine yönelik attığı adımların somutlaşması, uzun vadeli yatırımcılar için güçlü bir hikâye sunmaya devam etmektedir. Tüm bunlara ek olarak jeopolitik gerginliklerin azalması ve paralelinde gelebilecek mobilite artışı yukarı yönlü potansiyel oluşturmaktadır.
- Yer hizmetleri tarafında; TAV Havalimanları'nın 2025'te çeşitli nedenlerle baskılanan net kârı üzerindeki etkinin 2026'da zayıflamasını ve yeniden temettü ödemeye başlamasını bekliyor; bu nedenle hisseyi ön planda tutarak Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- 2025'te fiyatlama performansı olarak beklentimizin oldukça altında performans gösteren Hitit Bilgisayar tarafında ise bu denli negatif ayrışmayı anlamlandırmakta ciddi derecede zorlanıyoruz. 2024'te Ajet'in portföye katılması ile oldukça başarılı bir yıl geçiren Hitit Bilgisayar tarafında, 2025'te yeni önemli partner kazanımı göremesek de USD bazında %29'luk büyüme takip ederken, FAVÖK marjının geçen yıla göre iyileştiğine tanıklık ettik. Partner kazanımı tarafında 2025'te işaret edilen beklentilerin 2026'da somutlaşması, Hitit Oxygen ve Şirket'in global konumu gözetildiğinde hisseyi Model Portföyümüzde taşımaya devam etmemizi desteklemektedir.

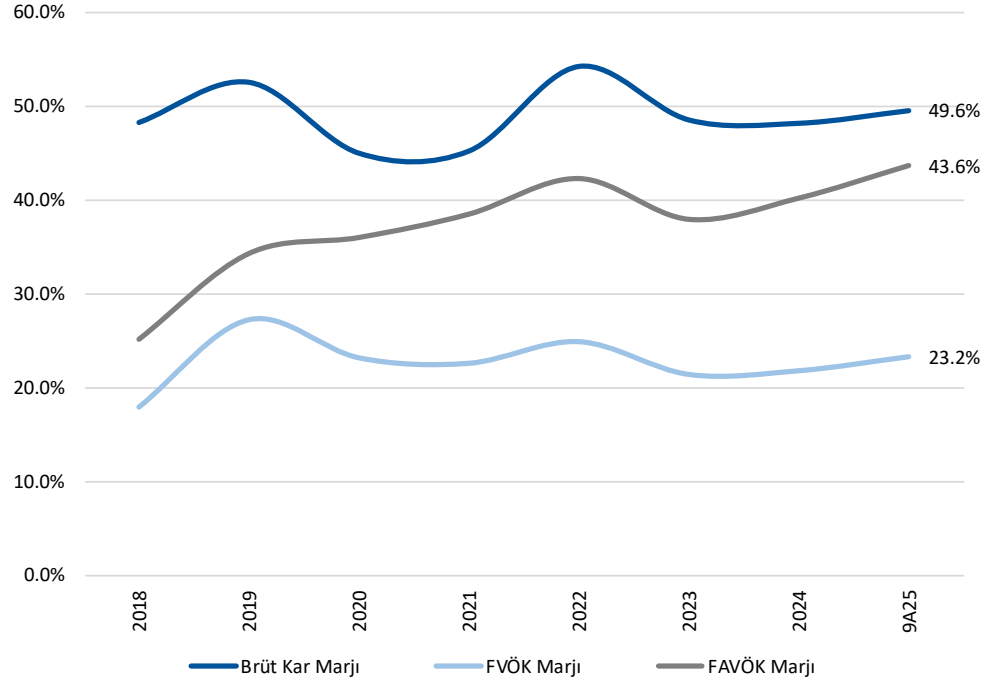
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
HTTBT	77.00	AL	12,786	298	-19%	-29%	34.35	18.51	4.60
TAVHL	436.60	AL	112,890	2,633	9%	-5%	28.54	7.25	1.41
THYAO	404.90	AL	378,465	8,826	-2%	-15%	3.58	5.22	0.45
PGSUS	305.50	AL	97,500	2,274	-10%	-21%	6.38	6.76	0.87

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

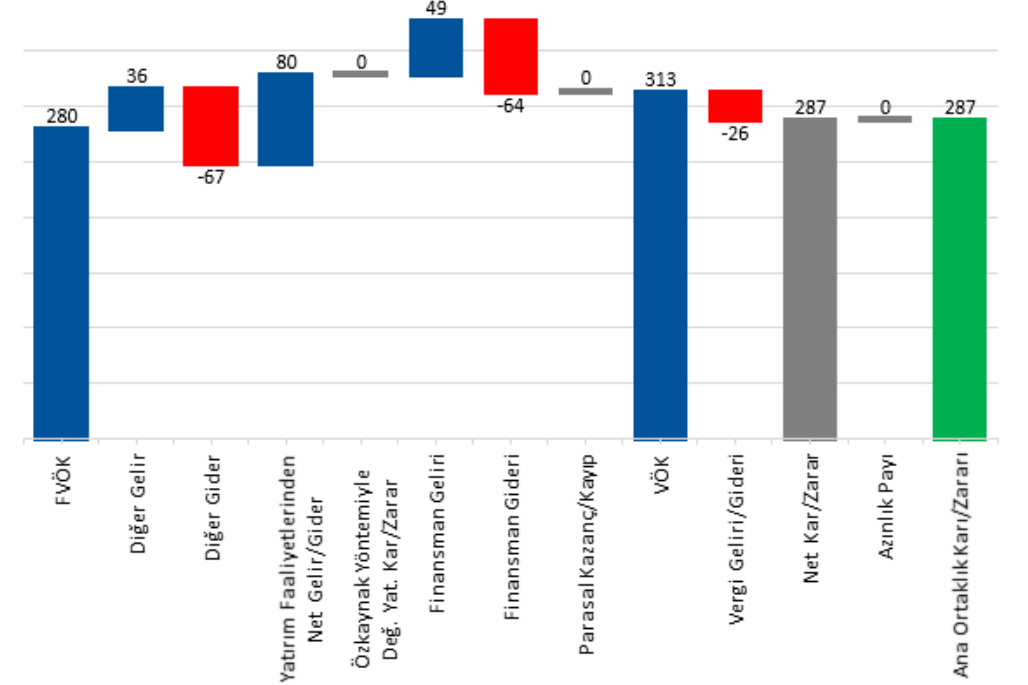
Hitit Bilgisayar

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

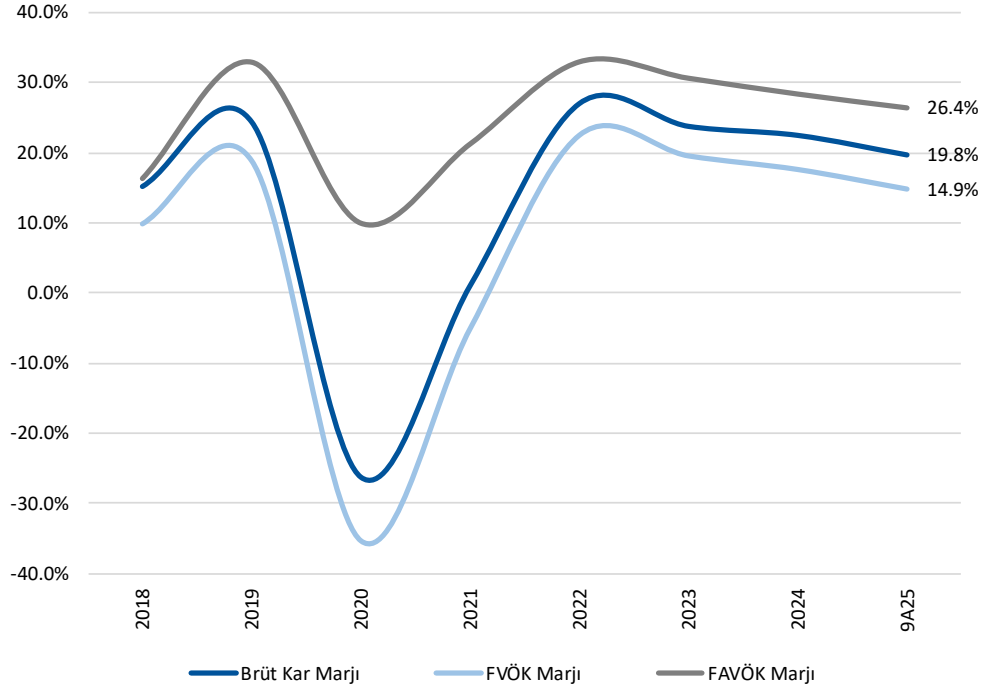
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

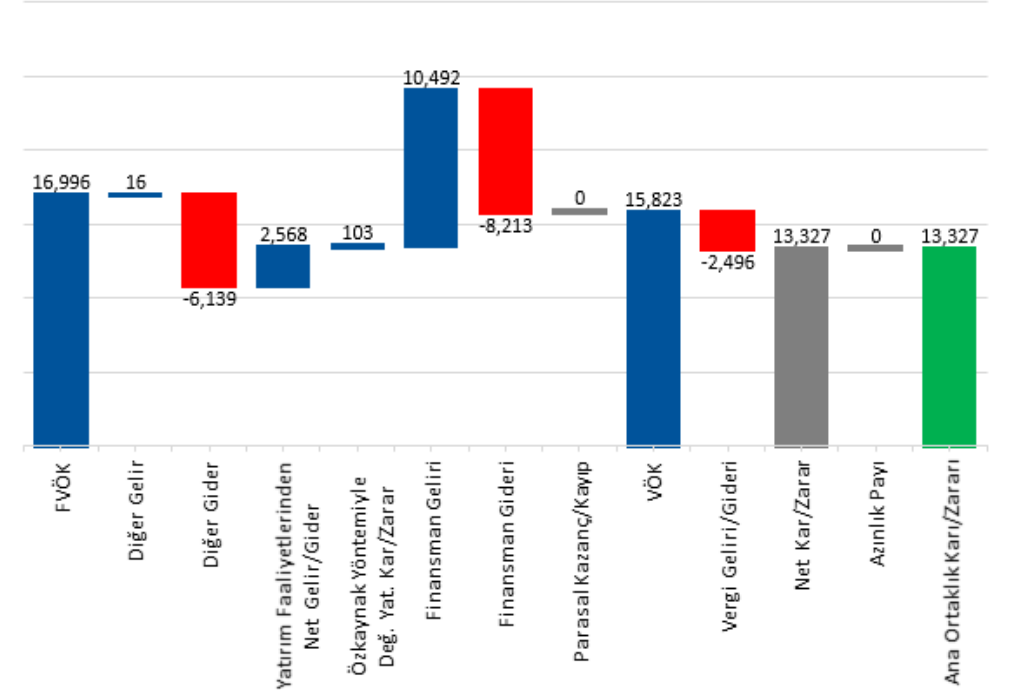
Pegasus

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

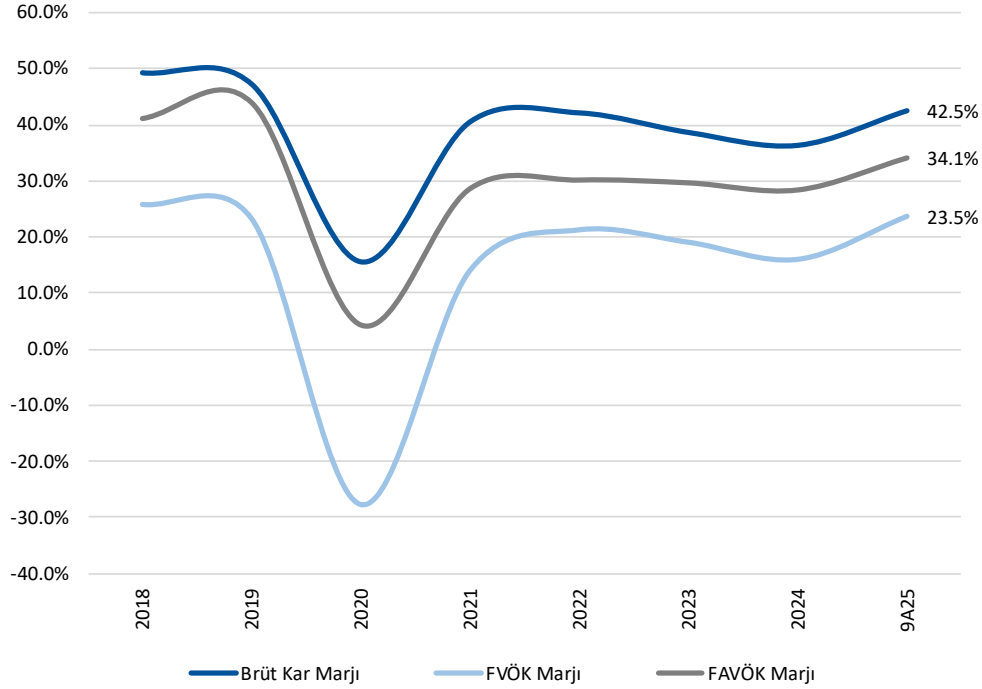
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

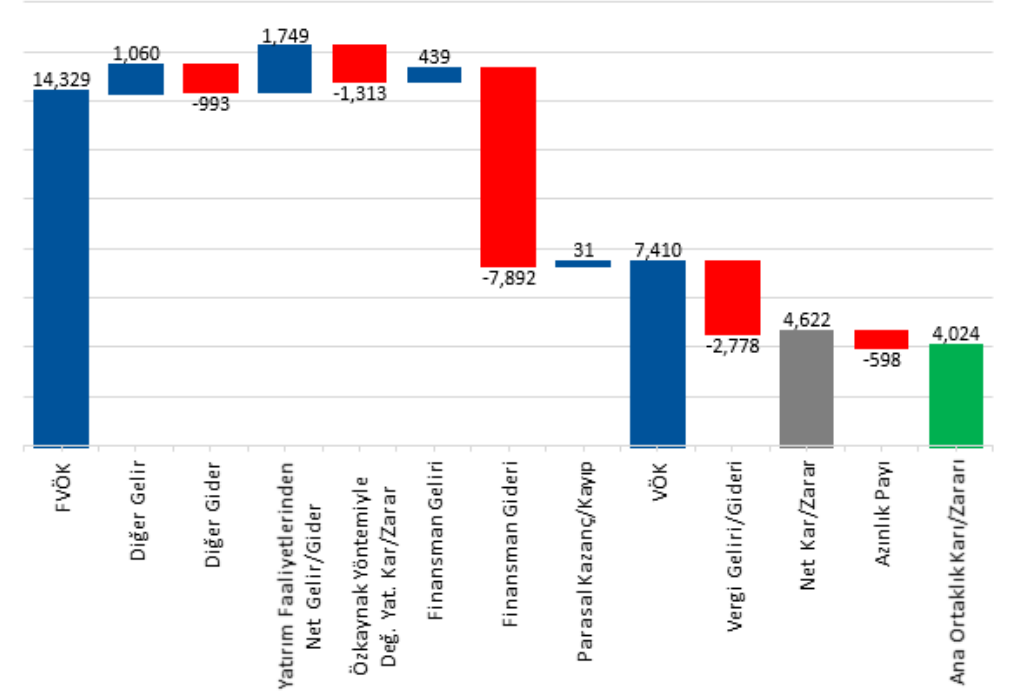
TAV Havalimanları

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

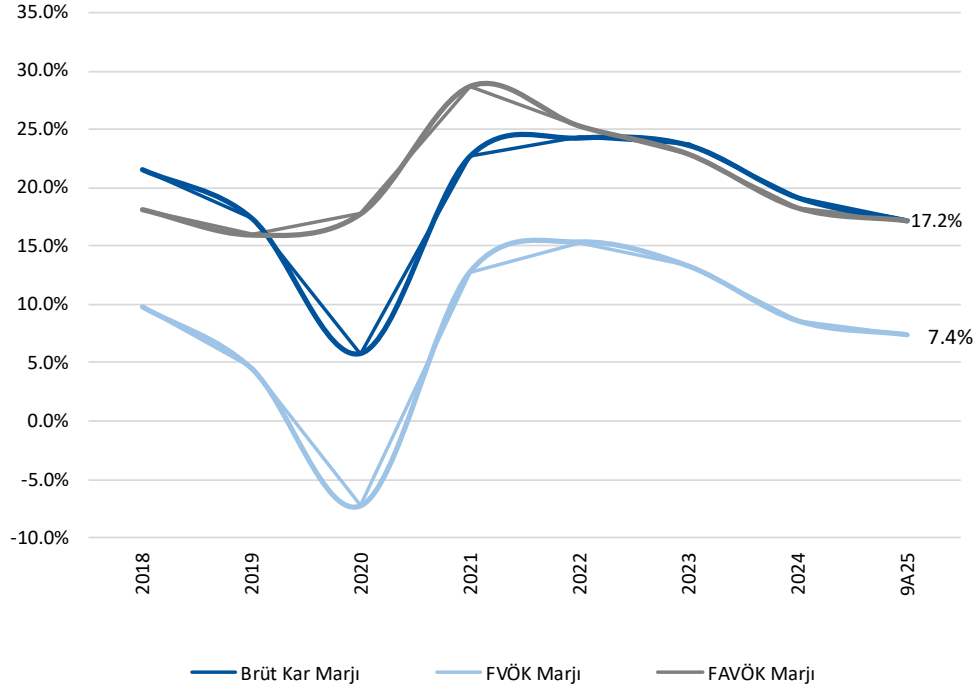
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

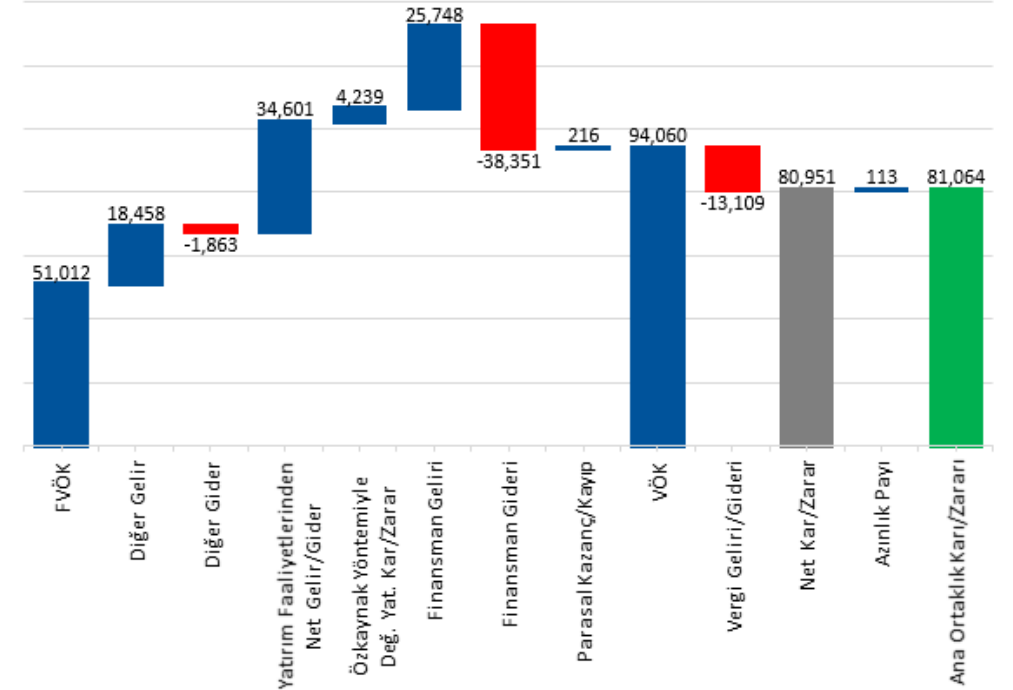
Türk Hava Yolları

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Holdingleler

- 2025, iyileşen ülke risk primine karşılık NAD iskontolarının yükseldiği ve holding hisselerinin baskılandığı bir yıl oldu. **Hesaplamalarımıza göre, Koç Holding ve Sabancı Holding, halka açık iştiraklerine göre yıl boyunca sırasıyla ortalama %22 ve %24 iskonto ile işlem görürken, 2024 yılında bu oranlar sırasıyla %12 ve %17 şeklindeydi. Solo net nakit pozisyonu dahil tüm iştiraklerine kıyasla iskontoları ile sırasıyla %38 ve %53 seviyelerinde bulunuyor.** Bu durumu, **BIST'in değişen yatırımcı ve fiyatlama temellerinin yanı sıra enflasyon muhasebesi uygulamasının holdinglelere ait finansalları baskılaması ve anlaşılmasını güçleştirmesine yoruyoruz.** Diğer yandan, Koç Holding'in enerji ve otomotiv, Sabancı Holding'in enerji ve veri depolama, Alarko Holding'in tarım ve havacılık, Doğan Holding'in ise madencilik alanlarındaki yatırım ve/veya yatırım niyetlerini göz ardı etmediğimizi ve önemsedüğimizi belirtmek isteriz.
- **Alarko Holding, 2025 yılını BIST 100 endeksine yakın performans ile tamamladı. Enflasyon muhasebesinin olumsuz etkileri ve zayıf finansallar nedeniyle baskılanma gözlemledik.** 9A25 döneminde zayıflayan karlılık ve net finansman giderinde artış nedeniyle net zarar kaydeden Şirket, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %1 altında performans gösterdi. Önümüzdeki dönem kapsamında enerji işkolunda beklenen yapı değişikliği ve yeni tarife döneminin etkileri, tarım işkolunda karlılıkta iyileşme ve pozitif FAVÖK katkısı, turizm işkolunda Bodrum otelinin açılışı ve havacılık alanında olası yeni siparişleri takip edeceğiz.
- **Doğan Holding'in 2025 yılında sergilediği kısmi pozitif ayrışmanın 2026'da ivmelenmesini beklerken, 2030 yılındaki 4 milyar USD NAD vizyonunu destekleyen proaktif yönetim anlayışını beğenmeye devam ediyoruz.** Bu süreçte Hepiyi Sigorta, Daiichi ve Sesa Ambalaj'ın halka arz süreçlerinin gündemde tutulması ile stratejik odak alanlarındaki her bir iş kolunun 1 milyar USD değerlemeye ulaşma hedefinin korunmasını kritik buluyoruz. Gümüştaş Madencilik'in 2026'da da Holding finansallarına önemli katkı sağlamasını öngörürken; taktiksel alanda konumlanan Karel Elektronik tarafında devreye alınan iyileştirmelerin, gelecek yılın finansal sonuçlarına daha somut yansımalarını bekliyoruz. Doğan Holding'in güncel net aktif değer tablosunu sonraki sayfalarda görebilirsiniz.
- **Enka İnşaat, hem nominal hem de relatif performans olarak yılı güçlü geçirdi. Hem 2025 Strateji Raporumuz hem de paylaştığımız notlarda, Enka İnşaat'ın inşaat işkolunda devam eden büyümesi ve güçlü bilanço yapısı dolayısıyla öne çıkabileceğinden bahsediyorduk. Bu anlamda, Şirket, beklentilerimizle uyumlu şekilde yılı tamamladı.** 9A25 döneminde özellikle inşaat işkolunun katkısıyla %58 satış geliri, %62 FAVÖK ve %51 net kar büyümesi kaydeden Şirket, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %49 üzerinde performans gösterdi. İnşaat işkolunda bakiye siparişlerdeki (backlog) büyümenin devamı, Avrupa'da artması beklenen altyapı harcamaları, olası Rusya-Ukrayna barışı ve hem yatırımcı algılamasında yaratabileceği olumlu etki hem de ortaya çıkarabileceği potansiyel projeler, enerji işkolunda yatırımların katkıları ve sağlam bilançosu dolayısıyla Enka İnşaat'ı beğenmeye devam ediyoruz. 2026 yılı için inşaat işkolunda artan iş yükü ve enerji tarafında Kırklareli DGKÇS'nin devreye girmesi ile daha yüksek ciro beklerken, muhtemelen ilk katkılarını 2027 yılında göreceğimiz veri tabanı yatırımına yönelik gelişmeleri takip edeceğiz. Ayrıca, Şirket'in yurt dışında yenilenebilir enerjiye yönelik ilgisinin de devam ettiğini belirtmek isteriz.

Holdingle

- **Koç Holding, 2025 yılını BIST 100 endeksinin altında performans ile tamamladı. Çeşitlendirilmiş portföy ve güçlü bilanço yapısı ile devam eden iskontosu eşliğinde tercih edilebileceğini düşünürken, iç tüketim ilintili birçok sektörde faaliyet göstermesi ve zayıf tüketim iştahı Koç Holding'in düşüncelerimizin aksine ılımlı şekilde zayıf kalmasına neden oldu.** 9A25 döneminde enflasyon muhasebesinin azalan baskısı beraberinde %54 net kar büyümesi kaydetmesine rağmen 2025 yılında BIST 100 endeksinin %14 altında performans gösterdi. Koç Holding'i içeride faiz indirim süreci, dışarıda ise yüksek pariteden olumlu etkilenebilecek çeşitlendirilmiş portföyü, güçlü bilanço yapısı ve cazip değerlemesine ek olarak iyileşen ülke risk primi paralelinde daha düşük NAD iskontosu beklentimiz dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz. Segment bazında değerlendirecek, banka tarafında güçlü karlılığın korunmasını beklerken, otomotiv segmentinde 2025'e benzer bir yıl öngörüyoruz. Tüpraş ve dolayısıyla Aygaz'ın yüksek katkılarının devam edeceğini tahmin ederken, Arçelik tarafında karlılığın hafifçe toparlanma kaydedeceğini ve borçluluk oranlarında iyileşme olacağını düşünüyoruz. **Koç Holding'in güncel net aktif değer tablosunu sonraki sayfalarda görebilirsiniz.**
- **Sabancı Holding, yılı hem nominal hem de relatif performans olarak olumsuz tamamladı. Paylaştığımız notlarda, Sabancı Holding'in yüksek net aktif değer iskontosu, orta vadeli hedefleri ve yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımları eşliğinde öne çıkabileceği şeklindeki düşüncelerimizi belirtiyorduk. Ancak, holdinglerin baskılandığı bu yılda Sabancı Holding de beklentilerimizi karşılayamadı.** 9A25 döneminde enflasyon muhasebesinin azalan etkileri dolayısıyla geçen yılın aynı dönemine göre belirgin şekilde daha az net zarar açıklaması ve son iki çeyrekte de çeyrek olarak net kar kaydetmesine karşılık 2025 yılında BIST 100 endeksinin %21 altında performans gösterdi. 2026 yılı için Sabancı Holding açısından banka segmenti öncülüğünde daha olumlu net kar görünümü tahmin ediyoruz. Segment bazında değerlendirecek, banka ve sigorta tarafında büyümenin devam etmesini beklerken, çimento ve lastik segmentlerinde daha dengeli bir yıl öngörüyoruz. Enerji segmenti açısından ise daha olumlu hidro rejiminin ilk sinyalleri alınırken, Enerjisa Üretim'in olası halka arzına yönelik gelişmeleri takip edeceğiz. Mevcut durumda, Şirket'in prosedür olarak halka arz sürecine hazır durumda olduğunu önemle vurgulamak isteriz. Dijital tarafta ise Holding'in veri tabanı yatırımına yönelik iştahının devam ettiğini belirtmek isteriz. Son olarak da hatırlanacağı üzere, gerçekleştirilen analist toplantısında CEO Kıvanç Zaimler, mevcut operasyonların gözden geçirildiği, daha yüksek özkaynak karlılığı sağlayacak işlere odaklanılacağı ve konsolide kârlılık üzerinde baskı yaratan operasyonlardan çıkış yapılabileceğinin mesajını vermişti. Bu konuda da 2026'nın yeni adımların atıldığı bir yıl olabileceği düşüncesindeyiz. **Sabancı Holding'in güncel net aktif değer tablosunu sonraki sayfalarda görebilirsiniz.**

Holdingle

- **Şişecam** tarafında, süregelen zayıf finansalların ardından 2025 yılında görmeye başladığımız operasyonel karlılıktaki toparlanmanın 2026'da da devam etmesini bekliyoruz. Ancak, talep koşullarında belirgin iyileşme beklentimiz bulunmazken, yüksek borçluluğu finansallar üzerindeki temel baskı unsuru olarak değerlendiriyoruz.
- Bu gelişmeler çerçevesinde, 2026 yılı için cazip seviyelerde bulunduğunu düşündüğümüz ve uzun vadede hikayelerini beğenmeye devam ettiğimiz **Doğan Holding ve Enka İnşaat'ı Döngüsel Portföy, Koç Holding'i de Model Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.**

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ALARK	145.00	AL	45,849	1,069	14%	-1%	27.23		0.63
DOHOL	28.00	AL	45,719	1,066	19%	4%	47.28		0.59
ENKAI	114.00	AL	480,600	11,208	70%	49%	14.30	10.38	1.36
KCHOL	296.00	AL	443,275	10,337	-1%	-14%	66.26		0.69
SAHOL	153.00	AL	184,623	4,305	-9%	-21%	---		0.54
SISE	60.00	TUT	119,894	2,796	-6%	-18%	30.80	13.61	0.52

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Koç Holding net aktif değer tablosu

Segment	Değerleme yöntemi	Hisse fiyatı / Değerleme kat sayısı	Toplam değer (milyon TL)	Holding payı	milyon TL	NAD payı
Otomotiv						
Tofaş	Piyasa Değeri	258.75	129,375	37.62%	48,671	7.2%
Ford Otosan	Piyasa Değeri	95.60	335,470	38.65%	129,659	19.2%
Otokar	Piyasa Değeri	481.00	57,720	47.38%	27,348	4.1%
Türk Traktör	Piyasa Değeri	525.00	52,535	37.50%	19,701	2.9%
Otokoç	Defter Değeri	1.00	44,762	99.76%	44,655	6.6%
TOPLAM					270,033	40.1%
Dayanıklı Tüketim						
Arçelik	Piyasa Değeri	104.90	70,884	41.43%	29,367	4.4%
Arçelik LG Klima	Defter Değeri	1.00	2,511	5.00%	126	0.0%
TOPLAM					29,493	4.4%
Perakende						
Koçtaş	Defter Değeri	1.00	2,092	49.78%	1,041	0.2%
TOPLAM					1,041	0.2%
Finans						
Yapı Kredi Bank	Piyasa Değeri	38.12	322,002	54.83%	176,553	26.2%
Koç Finans	Defter Değeri	1.00	2,531	50.00%	1,266	0.2%
TOPLAM					177,819	26.4%
Enerji						
Tüpraş	Piyasa Değeri	187.00	360,311	42.07%	151,583	22.5%
Aygaz	Piyasa Değeri	197.90	43,499	40.68%	17,695	2.6%
TOPLAM					169,278	25.1%
Turizm						
Altinyunus Çeşme	Piyasa Değeri	422.00	10,550	30.00%	3,165	0.5%
Marmaris Altinyunus	Piyasa Değeri	926.50	8,005	50.00%	4,003	0.6%
Setur	Defter Değeri	1.00	5,448	24.11%	1,314	0.2%
TOPLAM					8,481	1.3%
Diğer						
Koç Sistem	Defter Değeri	1.00	4,650	48.36%	2,249	0.3%
Diğer*	Defter Değeri				15,622	2.3%
TOPLAM					17,871	2.7%
TOPLAM					674,016	
Halka Açık					607,745	84.5%
Halka Açık Olmayan					66,271	9.2%
Net Nakit					36,261	5.0%
Sabit Kıymetler** (%25 iskonto)					8,705	1.2%
Net Aktif Değer (milyon TL)					718,982	
Koç Holding Piyasa Değeri (milyon TL)					443,275	
İskonto/Prim					-38%	
Hisse Fiyatı					174.80	

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* Diğer şirketler: Bilkom, Divan, Marina/Tek-Art Kalamış, Token ve Zer şirketlerini içermektedir.

** Koç Finansal Hizmetler'in Aygaz bünyesinden çıkarılarak Koç Holding bünyesinde birleştirilmesi işlemi amacıyla yapılan değerlendirme sonucu baz alınmıştır.

Sabancı Holding net aktif değer tablosu

Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (mn TL)	Holding Payı	mn TL	% of NAD
Banka ve Finansal Hizmetler						
Akbank	Piyasa Değeri	73.50	382,200	40.75%	155,747	40.7%
Aksigorta	Piyasa Değeri	6.90	11,123	36.00%	4,004	1.0%
Agesa	Piyasa Değeri	215.50	38,790	40.37%	15,660	4.1%
TOPLAM					175,410	45.8%
Malzeme Teknolojileri						
Brisa	Piyasa Değeri	85.40	26,057	43.63%	11,369	3.0%
Kordsa	Piyasa Değeri	49.18	9,567	71.11%	6,803	1.8%
Akçansa	Piyasa Değeri	161.80	30,976	39.72%	12,304	3.2%
Çimsa	Piyasa Değeri	45.54	43,062	54.54%	23,486	6.1%
Çimsa Building Solutions*	Düzeltilmiş Net Varlık Değeri	1.00	24,882	31.69%	7,885	2.1%
TOPLAM					61,847	16.2%
Dijital						
DxBV*	Defter Değeri	1.00	2,958	100.00%	2,958	0.8%
Teknosa	Piyasa Değeri	22.22	4,466	50.00%	2,233	0.6%
TOPLAM					5,191	1.4%
Enerji ve İklim Teknolojileri						
Enerjisa Üretim	FD/FAVÖK	9.0x	102,965	50.00%	51,482	13.4%
Enerjisa Enerji	Piyasa Değeri	91.25	107,773	40.00%	43,109	11.3%
Sabancı İklim Teknolojileri*	Düzeltilmiş Defter Değeri	1.00	20,141	100.00%	20,141	5.3%
TOPLAM					114,732	30.0%
Diğer						
Carrefoursa	Piyasa Değeri	116.50	14,886	57.12%	8,503	2.2%
TUA*	Defter Değeri	1.00	9,396	50.00%	4,698	1.2%
Diğer**	Defter Değeri	1.00	12,441	100.00%	12,441	3.2%
TOPLAM					25,642	6.7%
TOPLAM					382,821	
Halka Açık					283,217	71.7%
Halka Açık Olmayan					99,605	25.2%
Net Nakit					12,000	3.0%
Net Aktif Değer (mn TL)					394,821	
Sabancı Holding Piyasa Değeri (mn TL)					184,623	
İskonto/Prim					-53%	
Hisse Fiyatı					87.90	

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* Halka açık olmayan şirketlerin defter değerlerine, yatırımcı sunumunda belirtilen halka açık olmayan iştiraklerin değeri (holding payına ait) ile dönem sonu döviz kurunun çarpılması ile ulaşılmıştır.

** Diğer halka açık olmayan şirketlere Tursa, TMA ve SabancıDx dahildir.

Doğan Holding net aktif değer tablosu

Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (mn TL)	Holding Payı	mn TL	NAD payı
Elektrik Üretim						
Galata Wind	İNA & Benzer Şirket Karşılaştırması	23.06	12,452	70.00%	15,120	18.9%
TOPLAM					15,120	18.9%
Sanayi						
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.00	96	100.00%	279	0.3%
Karel Elektronik	İNA	8.58	6,914	40.00%	4,835	6.0%
Daiichi	İşlem Bedeli	1.00	2,399	25.00%	7,462	9.3%
Sesa Ambalaj	2026T FD/FAVÖK	4.00x	2,857	70.00%	2,706	3.4%
TOPLAM					15,281	19.1%
Otomotiv Ticaret & Pazarlama						
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri	1.9x	926	100.00%	2,390	3.0%
TOPLAM					2,390	3.0%
Finans & Yatırım						
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.50	3,393	100.00%	1,693	2.1%
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.50	3,027	100.00%	2,002	2.5%
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	3.40	15,699	85.00%	15,330	19.1%
Öncü Girişim Sermayesi Fonu	Insider Payları	1.00	935	100.00%	1,062	1.3%
TOPLAM					20,087	25.1%
İnternet & Eğlence						
Kanal D - Romanya	2026T FD/FAVÖK	3.6x	3,769	100.00%	4,660	5.8%
Glokal (Hepsi Emlak)	2026T FD/Satışlar	6.9x	5,234	79.22%	5,199	6.5%
TOPLAM					9,859	12.3%
Gayrimenkul & Gayrimenkul Yönetimi						
D Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	1.00	7,278	100.00%	9,469	11.8%
D Yapı - Romanya	Ekspertiz Değeri	1.00	920	100.00%	1,197	1.5%
Doğan Holding - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	320	100.00%	416	0.5%
Kandilli - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	2,559	50.00%	1,665	2.1%
M Investment - USA	Ekspertiz Değeri	1.00	2,919	22.15%	841	1.0%
TOPLAM					13,588	17.0%
Diğer						
Milta Turizm	İşlem Bedeli	1.00	4,000	100.00%	3,789	4.7%
Doğan Yayıncılık	İşlem Bedeli	1.00	21	100.00%	29	0.0%
TOPLAM					3,818	4.8%
Madencilik						
Gümüştaş+Doku	2026T FD/FAVÖK	4.10	10,046	75.00%	7,462	9.3%
TOPLAM					7,462	9.3%
TOPLAM					80,143	
Halka Açık					19,955	19.0%
Halka Açık Olmayan					60,188	57.4%
Net Nakit					24,673	23.5%
Net Aktif Değer (mn TL)					104,817	
Doğan Holding Piyasa Değeri (mn TL)					73,372	
İskonto/Prim					-30%	
Hisse Fiyatı					28.00	
Yükseliş Potansiyeli					60%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Halka açık holdinglerde son durum

Şirket Kodu	Şirket İsmi	Sektör İsmi	Piyasa Değeri (milyon TL)	Piyasa Değeri (milyon USD)	Son Kapanış (TL)	Yüksek fiyat (12-aylık)	Düşük fiyat (12-aylık)	Hacim (3 Aylık Ortalama) (milyon TL)	2025 Yılı Nominal Hisse Performansı	2025 Yılı Relatif Hisse Performansı	F/K	PD/DD
KCHOL	Koç Holding	Holding	443,275	10,337	174.80	190.50	133.70	4,991	-1%	-14%	66.26	0.69
TUPRS	Tüpraş	Petrol Ve Petrol Ürünleri	360,311	8,403	187.00	209.30	111.89	3,548	43%	25%	13.49	1.05
FROTO	Ford Otosan	Otomotiv	335,470	7,823	95.60	111.01	73.99	1,477	7%	-6%	9.09	2.11
YKBNK	Yapı Ve Kredi Bankası	Bankacılık	322,002	7,509	38.12	38.28	21.92	6,255	18%	3%	7.25	1.33
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	Otomotiv	129,375	3,017	258.75	285.25	150.10	1,241	29%	13%	46.55	2.45
ARCLK	Arçelik	Dayanıklı Tüketim	70,884	1,653	104.90	152.40	99.65	386	-29%	-38%	---	1.04
OTKAR	Otokar	Otomotiv	57,720	1,346	481.00	584.00	358.00	192	0%	-12%	---	6.13
TTRAK	Türk Traktör	Otomotiv	52,535	1,225	525.00	815.53	510.00	83	-26%	-36%	40.02	3.18
AYGAZ	Aygaz	Petrol Ve Petrol Ürünleri	43,499	1,014	197.90	219.40	119.90	85	21%	6%	11.92	0.67
AYCES	Altinyunus Çeşme	Turizm	10,550	246	422.00	550.00	369.75	29	-21%	-31%	---	2.26
MAALT	Marmaris Altinyunus	Turizm	8,005	187	926.50	1,373.00	616.00	49	5%	-8%	140.60	2.54
ISCTR	İş Bankası (C)	Bankacılık	359,500	8,384	14.38	16.36	10.07	7,242	6%	-8%	6.56	0.94
SISE	Şişe Cam	Cam	119,894	2,796	39.14	44.20	31.94	1,658	-6%	-18%	30.80	0.52
ISMEN	İş Yatırım	Aracı Kurum	60,840	1,419	40.56	47.68	32.02	251	-8%	-20%	8.78	2.12
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.	Sigorta	41,796	975	97.20	112.30	68.05	118	0%	-13%	8.29	3.78
ANSGR	Anadolu Sigorta	Sigorta	45,760	1,067	22.88	28.62	19.50	164	-7%	-19%	3.93	1.26
TSKB	T.S.K.B.	Bankacılık	35,952	838	12.84	14.73	9.59	340	1%	-12%	2.90	0.84
ISGYO	İş G.M.Y.O.	Gayrimenkul Yatırım Ort.	20,594	480	21.48	22.20	14.26	85	12%	-2%	---	0.42
ISFIN	İş Finansal Kiralama	Finansal Kiralama, Faktoring	12,050	281	17.33	20.58	11.05	51	24%	9%	3.93	1.08
ISGSY	İş Girişim Srm. Y.O.	Yatırım Ortaklığı	6,043	141	71.05	105.40	27.20	169	68%	47%	2.50	0.82
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	Gayrimenkul Yatırım Ort.	4,531	106	6.97	10.25	5.73	43	-2%	-14%	---	0.77
ISYAT	İş Y.O.	Yatırım Ortaklığı	1,386	32	8.63	10.85	7.20	25	1%	-12%	---	2.23
SAHOL	Sabancı Holding	Holding	184,623	4,305	87.90	105.98	71.70	2,761	-9%	-21%	---	0.54
AKBNK	Akbank	Bankacılık	382,200	8,913	73.50	74.54	47.88	7,074	10%	-4%	7.94	1.38
ENJSA	Enerjisa Enerji	Elektrik	107,773	2,513	91.25	97.10	50.16	228	61%	40%	---	1.20
CIMSA	Çimsa	Çimento	43,062	1,004	45.54	56.69	41.18	466	1%	-12%	24.69	1.34
AGESA	Agesa Hayat Emeklilik	Sigorta	38,790	905	215.50	229.30	120.40	70	42%	24%	8.52	4.79
AKCNS	Akçansa	Çimento	30,976	722	161.80	210.14	121.80	99	-5%	-17%	33.27	1.29
BRISA	Brisa	Otomotiv Lastiği	26,057	608	85.40	97.40	66.25	39	-3%	-15%	83.75	1.14
CRFSA	Carrefoursa	Perakende	14,886	347	116.50	133.30	71.45	143	11%	-4%	---	26.05
AKGRT	Aksigorta	Sigorta	11,123	259	6.90	8.44	5.42	95	-11%	-22%	4.08	1.55
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	Endüstriyel Tekstil	9,567	223	49.18	77.95	47.44	36	-32%	-41%	---	0.63
TKNSA	Teknosa	Perakende	4,466	104	22.22	41.32	18.75	102	-45%	-52%	---	2.86
AGHOL	Ağ Anadolu Grubu Holding	Holding	71,453	1,666	29.34	33.79	23.88	140	-7%	-18%	56.85	0.65
CCOLA	Coca Cola İçecek	Biraçılık Ve Meşrubat	165,926	3,869	59.30	61.59	45.14	386	0%	-13%	12.18	2.28
AEFES	Anadolu Efes Biraçılık	Biraçılık Ve Meşrubat	94,500	2,204	15.96	19.07	13.25	1,126	-17%	-28%	9.55	0.93
MGROS	Migros	Perakende	96,049	2,240	530.50	587.42	412.49	1,284	-3%	-15%	15.29	1.27
ASUZU	Anadolu Isuzu	Otomotiv	14,780	345	58.65	67.25	50.75	39	-11%	-22%	34.65	1.11
ADEL	Adel Kalemcilik	Kırtasiye	8,893	207	34.22	43.73	25.55	66	0%	-12%	---	6.18

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Halka açık holdinglerde son durum

Şirket Kodu	Şirket İsmi	Sektör İsmi	Piyasa Değeri (milyon TL)	Piyasa Değeri (milyon USD)	Son Kapanış (TL)	Yüksek fiyat (12-aylık)	Düşük fiyat (12-aylık)	Hacim (3 Aylık Ortalama) (milyon TL)	2025 Yılı Nominal Hisse Performansı	2025 Yılı Relatif Hisse Performansı	F/K	PD/DD
KLRHO	Kiler Holding	Holding	533,000	12,430	328.00	340.75	22.50	461	830%	712%	279.72	17.97
ARASE	Doğu Aras Enerji Yatırımları	Elektrik	17,863	417	71.45	76.80	35.39	39	39%	21%	12.27	0.96
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	Gayrimenkul Yatırım Ort.	8,649	202	6.20	7.72	4.06	144	35%	18%	39.96	0.38
TUREX	Tureks Turizm	Turizm	7,765	181	7.19	50.95	6.89	260	-57%	-63%	13.38	1.12
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	Gıda	3,321	77	72.20	92.09	50.39	55	34%	17%	9.96	0.56
ALARK	Alarko Holding	İnşaat, Taahhüt	45,849	1,069	105.40	107.80	73.11	676	14%	-1%	27.23	0.63
ALCAR	Alarko Carrier	Dayanıklı Tüketim	9,380	219	868.50	1,334.24	799.31	24	-17%	-27%	18.99	4.45
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	Gayrimenkul Yatırım Ort.	8,978	209	30.98	32.94	16.90	91	42%	24%	15.54	0.52
DOHOL	Doğan Holding	Holding	45,719	1,066	17.47	19.39	12.65	357	19%	4%	47.28	0.59
GWIND	Galata Wind Enerji	Elektrik	12,452	290	23.06	32.87	20.06	101	-32%	-41%	12.78	0.92
KAREL	Karel Elektronik	İletişim Cihazları	6,914	161	8.58	11.09	7.51	88	-18%	-28%	---	5.38
ECZYT	Eczacıbaşı Yatırım	Holding	30,686	716	292.25	399.25	160.14	311	50%	31%	34.81	1.18
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	Sağlık	57,322	1,337	83.65	115.10	36.59	680	78%	55%	21.82	1.00
INTEM	İntema	İnşaat Malzemeleri	5,380	125	276.75	342.00	162.70	45	18%	3%	---	6.38
GLYHO	Global Yatırım Holding	Holding	23,381	545	11.99	13.19	4.86	179	105%	79%	4.89	2.05
NTGAZ	Naturel gaz	Petrol Ve Petrol Ürünleri	7,066	165	10.24	11.87	4.90	53	82%	58%	8.65	1.56
CONSE	Consus Enerji İşletmeciliği Ve Hizmetleri	Elektrik	2,321	54	3.01	4.03	2.32	29	4%	-9%	8.38	1.24
GLBMD	Global Menkul Değ.	Aracı Kurum	1,573	37	13.33	16.18	8.80	5	14%	0%	---	2.74
LRSHO	Loras Holding	Holding	3,164	74	4.12	7.80	2.00	245	79%	56%	2.47	0.45
ADESE	Adese Gayrimenkul Yatırım	Perakende	7,762	181	1.54	4.59	0.35	928	249%	204%	7.03	0.64
IMASM	İmaş Makina Sanayi	Diğer	4,607	107	4.98	6.35	2.23	371	59%	39%	---	1.49
SELVA	Selva Gıda Sanayi	Gıda	2,864	67	2.72	2.98	0.94	67	134%	105%	41.95	1.29
IHLAS	İhlas Holding	Holding	3,435	80	2.29	4.59	1.98	526	-35%	-43%	---	0.79
IHAAS	İhlas Haber Ajansı	Medya	6,895	161	42.30	49.00	15.75	36	141%	110%	---	21.55
IHLGM	İhlas Gayrimenkul	Madencilik	2,080	49	2.08	3.58	1.45	104	-3%	-15%	---	1.80
IHGZT	İhlas Gazetecilik	Medya	1,264	29	1.58	2.29	1.21	103	0%	-13%	4.11	0.35
IHYAY	İhlas Yayın Holding	Medya	891	21	1.98	3.83	1.89	34	-47%	-54%	---	1.55
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	Dayanıklı Tüketim	796	19	2.27	3.33	1.89	8	-17%	-27%	11.91	0.42
Ordu Yardımlaşma Kurumu									Borsa İstanbul'da işlem görmüyor.			
EREGL	Ereğli Demir Çelik	Demir, Çelik Temel	169,540	3,954	24.22	32.70	19.91	4,877	-1%	-14%	33.39	0.61
OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları	Çimento	114,443	2,669	23.54	31.52	18.62	669	1%	-12%	12.49	1.94
ISDMR	İskenderun Demir Ve Çelik	Demir, Çelik Temel	103,182	2,406	35.58	41.39	33.03	76	-12%	-24%	9.60	0.73
HEKTS	Hektaş	Tarım Kimyasalları	26,470	617	3.14	5.27	2.83	427	-21%	-31%	---	1.79
OYYAT	Oyak Yatırım Menkul Değ.	Aracı Kurum	12,054	281	40.18	62.80	25.56	26	14%	-1%	13.87	1.25
OYAYO	Oyak Y.O.	Yatırım Ortaklığı	1,072	25	53.60	62.85	19.40	14	110%	84%	---	7.49

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

İlaç & tıbbi malzeme sektörü

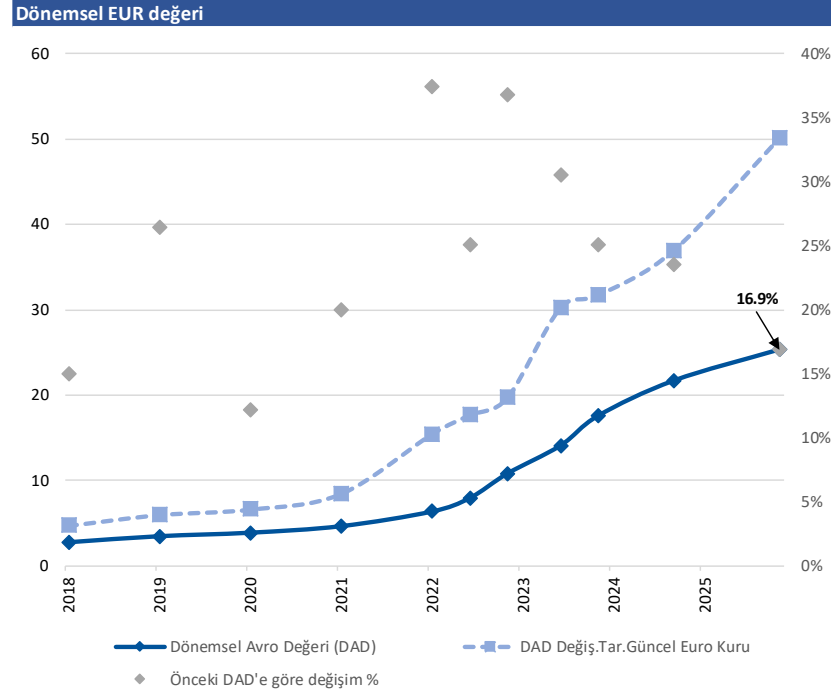
- 2025 Ocak-Kasım döneminde sektör genelinde kutu bazında satışlar yıllık %1,5 artış gösterirken, TL bazında %32,9 oranında büyüme kaydedilmiştir. Aynı dönemde yurt içinde imal edilen ilaçlarda kutu bazında %1,4 artış izlenirken, ithal ilaçlarda bu oran %2,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tedavi grupları bazında bakıldığında, değer bazında en güçlü artış antidiabetik ve onkoloji ürünlerinde, kutu bazında ise kardiyovasküler ve dermatolojik ürün gruplarında gözlenmiştir.
- Sektör fiyatlama dinamiklerinin temel belirleyicisi olan Dönemsel Avro Değeri (DAD), 24.10.2024 tarihinde 21,67 TL seviyesine güncellenmiş ve 2025 yılı fiyatlamalarının ana referansı olmuştur. Bu seviyenin güncel euro kurunun yaklaşık %59'una karşılık gelmesi, yıl genelinde marjlar açısından sınırlı pozitif bir alan yaratmıştır. 19.12.2025 tarihinde açıklanan yeni DAD ise 25,33 TL'ye yükselerek önceki seviyeye göre %16,9 artış göstermiştir. Güncel euro kuruna oranlandığında bu seviyenin yaklaşık %51'e denk geldiği hesaplanmaktadır. Son 10 yıl ortalamasında DAD'ın güncel euro kuruna oranının yaklaşık %69 seviyesinde olduğu dikkate alındığında, Şubat ayında beklenen ek fiyat güncellemesi ile birlikte tarihsel ortalamalara doğru bir yakınsama oluşmasını bekliyoruz. Bu kapsamda, euro kuru ile DAD arasındaki ayrışmanın 2026 yılı başı itibarıyla iyileşme eğilimine girecek olmasını sektörel açıdan olumlu değerlendiriyoruz.
- DAD güncellemesinin etkisinin, geçmiş yıllarla paralel şekilde, 2025 yılının son çeyreğinde sınırlı ölçüde stok karı olarak finansallara yansımaları, esas etkinin ise 2026 yılının ilk çeyreğinde daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Şubat ayında beklenen ek fiyat güncellemesi ile birlikte, ilk çeyrek boyunca stok karının oluşmasını ve çeyrek sonunda tamamlanmasını öngörüyoruz. **Bu çerçevede, 2026 yılının ilk çeyreğinde ilaç sektörü genelinde marjların görece yüksek seyretmesini, yılın ilerleyen dönemlerinde ise normalleşmesini beklemekteyiz.**
- Şirket bazında değerlendirdiğimizde, **Selçuk Ecza Deposu** tarafında 2025 yılı boyunca uygulanan maliyet yönetimi ve operasyonel verimlilik adımlarının 2026 yılında da etkisini sürdürmesini ve bu sayede pazar payı kazanımlarının devam etmesini beklerken; **Meditera Tıbbi Malzeme'nin**, ihracat ağırlıklı ciro yapısı, tahsilat süresi daha kısa olan şehir hastanelerine kayan satış kompozisyonu ve 2026 yılında enflasyondaki düşüş ile kur dinamiklerinin daha dengeli bir zemine oturmasının operasyonel performansı desteklemesini beklemekle birlikte, önerimizi **TUT** yönünde sürdürmeye devam ediyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
MEDTR	45.50	TUT	3,439	80	-45%	-52%	---	9.84	1.26
SELEC	101.10	TUT	28,942	675	9%	-4%	42.56	8.14	1.73

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

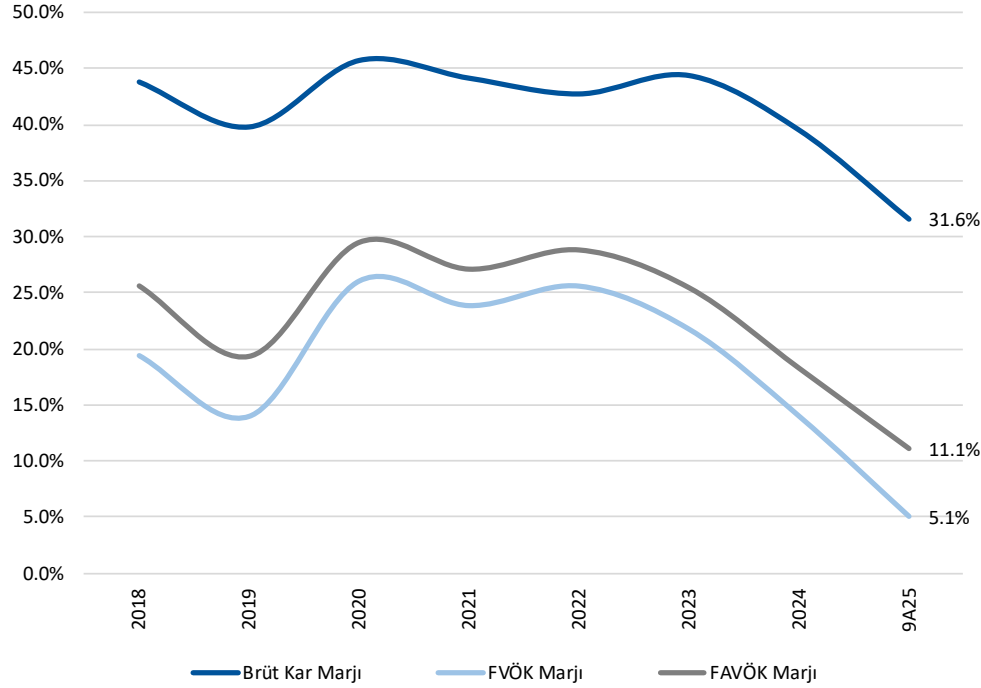
İlaç & tıbbi malzeme sektörü



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TİSD

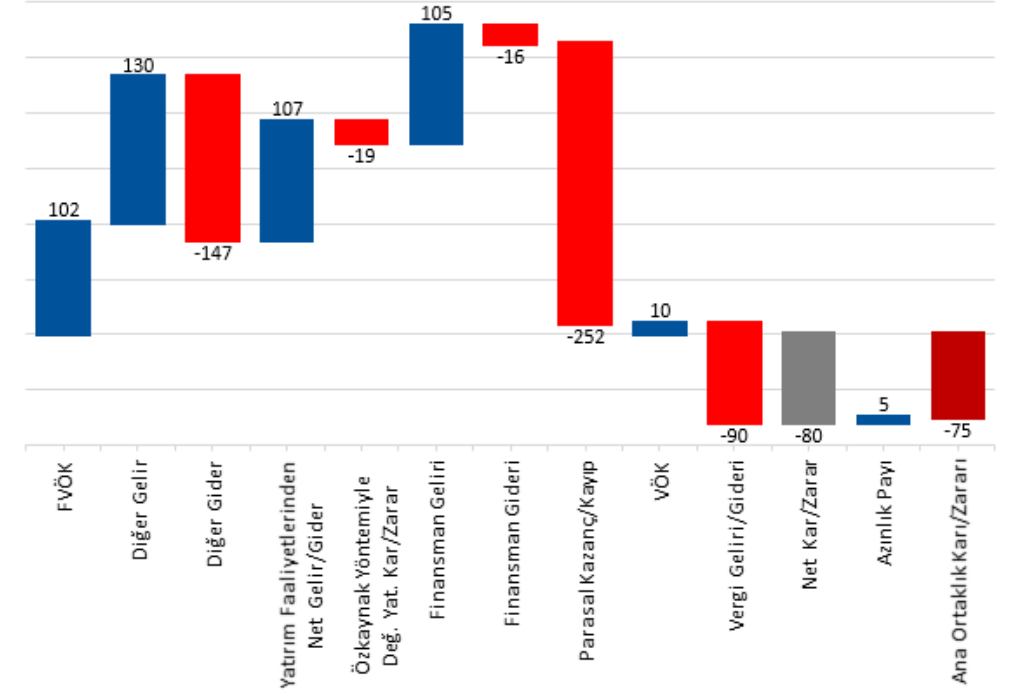
Meditera Tıbbi Malzeme

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

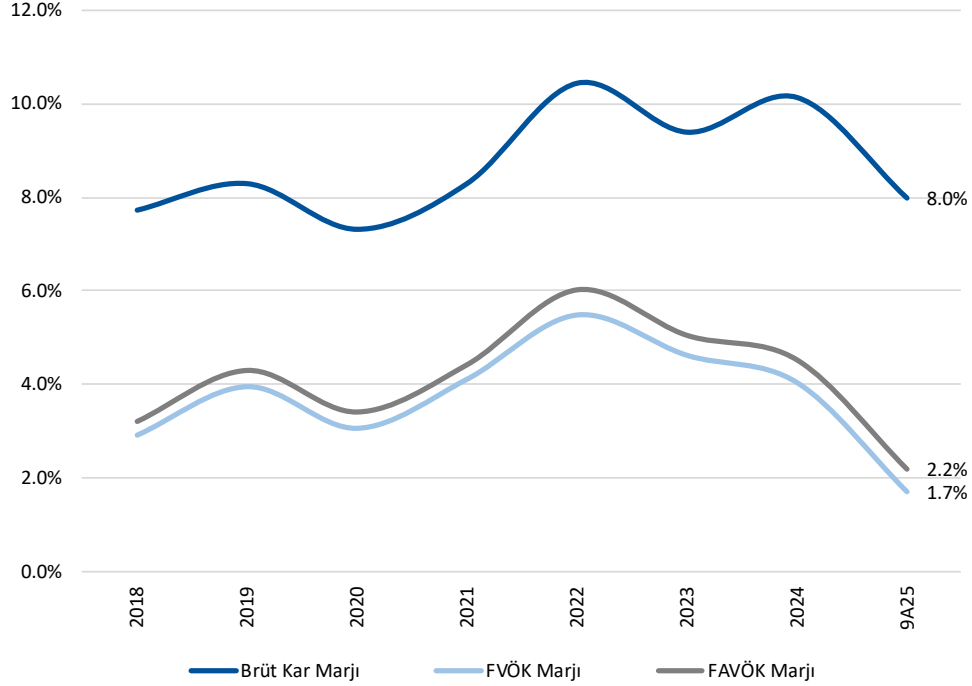
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

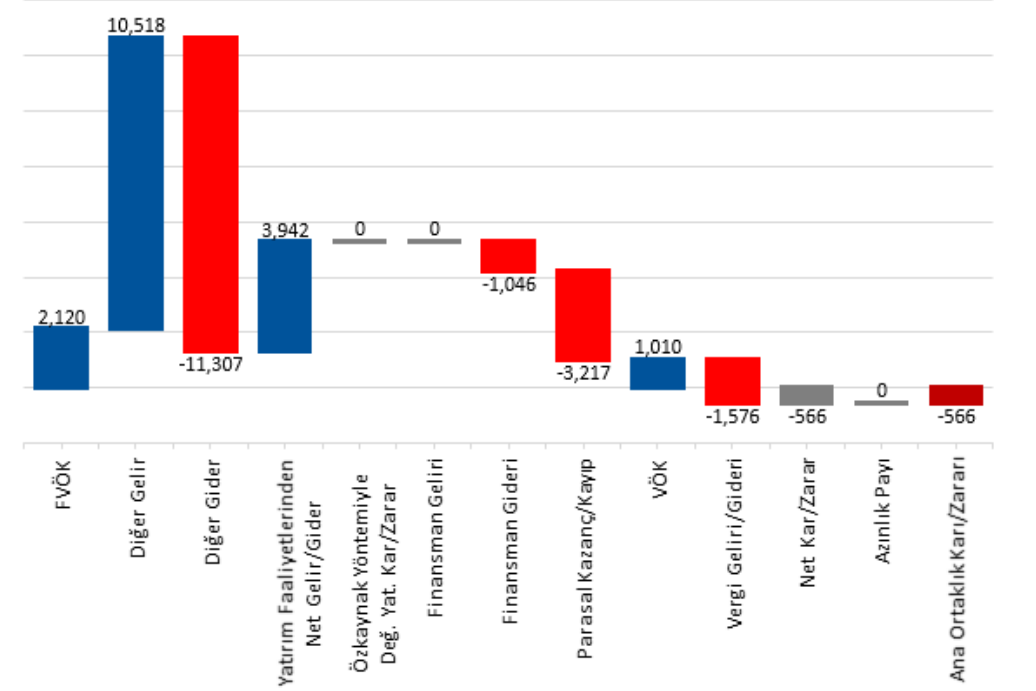
Selçuk Ecza Deposu

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Kimya sektörü

- Türkiye kimya sektörü 2024 yılında yaklaşık 30,8 milyar USD ihracat hacmine ulaşırken, toplam ihracatın %11,7'sini karşılamış ve otomotiv sektörünün ardından ikinci sırada yer almaktadır. **11A25'te de 29,3 milyar USD ihracat ile geçen yılın aynı dönemine göre hafifçe artıran sektör, ikinciliğini korumaktadır.**
- **2026 yılında yürürlüğe girmesi planlanan KKDİK (Kimyasalların Kaydı, Değerlendirilmesi, İzni ve Kısıtlanması) yönetmeliği ile Türkiye'de üretilen ve ithal edilen tüm kimyasallar (yıllık 1 ton ve üzeri) KKDİK kapsamına alınacak.** Sektörel öngörü, uygulamanın, AB dışında üretilen ve daha düşük maliyetli aynı kalitedeki ürünlerin Türkiye pazarına erişimini kısıtlaması ve KKDİK ile ürün ithalat maliyetleri ve prosedürlerinin artması yönünde.
- Sektördeki lider konumu ile ön plana çıkan, ancak tekstil sektöründeki zorlu koşullara ek olarak Aksa Carbon'un (eski ismi ile DowAksa) konsolidasyonu sonrasında artan borçluluğu nedeniyle zayıf seyir izleyen **Aksa Akrilik** için sektörün gidişatı ve toplam satış hacmi içerisinde payının yükselmesi halinde Şirket'in karlılığını artıran teknik elyaf tarafında yapılan yatırımların katkısının yakından takip edilmesi gerektiği düşüncesindeyiz. **2026 yılında Aksa Akrilik'in tarihsel ortalamasının altında olsa da 2025 yılına kıyasla hafifçe daha yüksek kapasite kullanım oranı ile çalışacağını ve karlılığını ılımlı şekilde artıracığını tahmin ediyoruz.**
- 9A25 döneminde %16 ciro ve %45 FAVÖK daralmasına ek olarak geçen yılın üzerinde net zarar kaydederek 2025 yılında BIST 100 endeksinin %16 altında performans gösteren **Alkim Kimya** için sodyum sülfat hacminde büyümenin devamı, potasyum sülfatın katkısında artış ve kağıt işkolunda sonuna yaklaşan kapasite artışı yatırımının finansallara etkisi önemli olacak. **Beklentimiz, konsolide olarak 2025 yılına kıyasla daha yüksek karlılık ve net kar görünümü yönünde.**
- 2025'te devam eden zayıf karlılık görünümü ile BIST 100 endeksinin %31 altında performans gösteren **Hektaş** için **zorlu sektör koşullarının 2026'da da sürmesini beklerken, karlılıkta ılımlı toparlanma öngörüyoruz. Ancak, finansman giderinin etkisiyle net zarar kaydedeceğini tahmin ediyoruz.**
- **Petkim'in** 2025'teki zayıf performansının mevcut piyasa koşullarında devam edeceğini tahmin etmekle birlikte, borç azaltma odaklı hamlelerini sürdürmesini bekliyoruz.

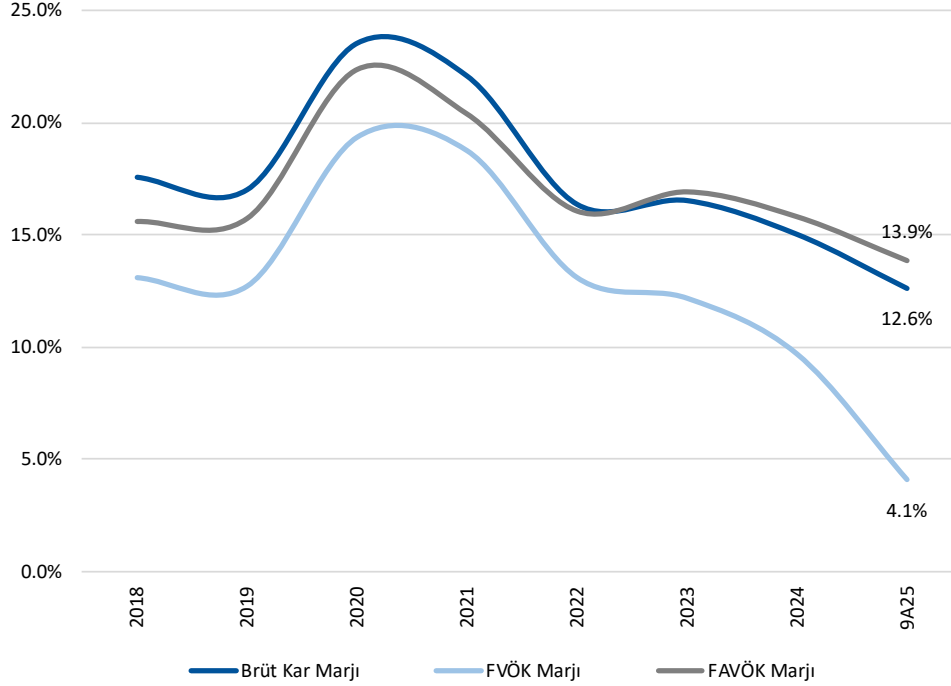
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AKSA	13.30	TUT	39,277	916	-20%	-30%	15.45	13.88	1.30
ALKIM	23.00	TUT	5,541	129	-3%	-16%	---	17.56	1.28
HEKTS	3.90	SAT	26,470	617	-21%	-31%	---	---	1.79
PETKM	21.00	TUT	42,020	980	-10%	-22%	---	---	0.63

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

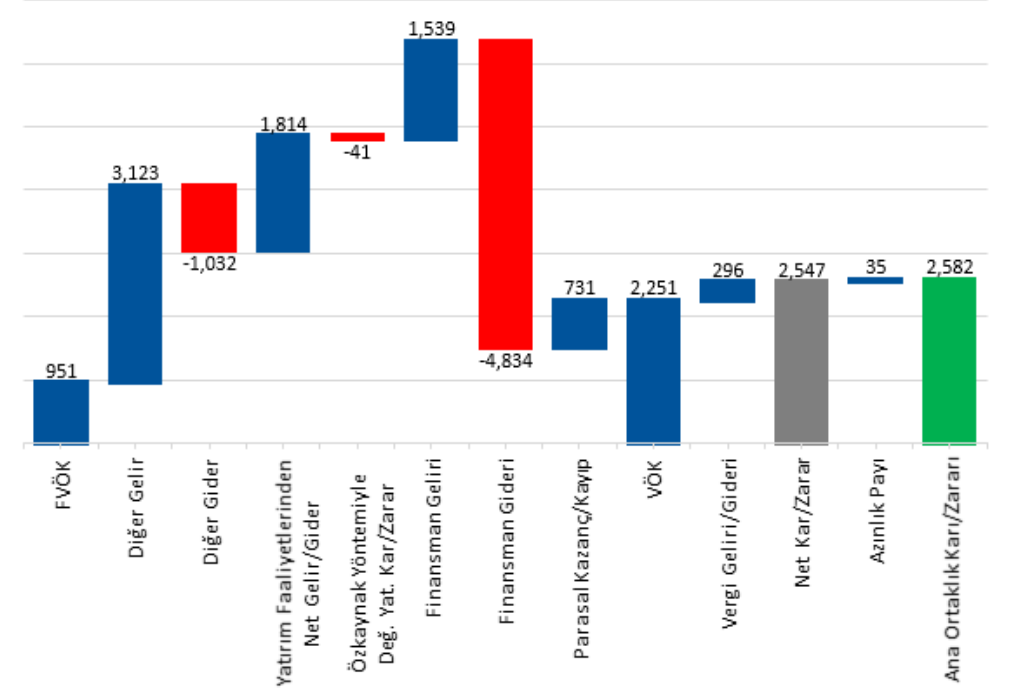
Aksa Akrilik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

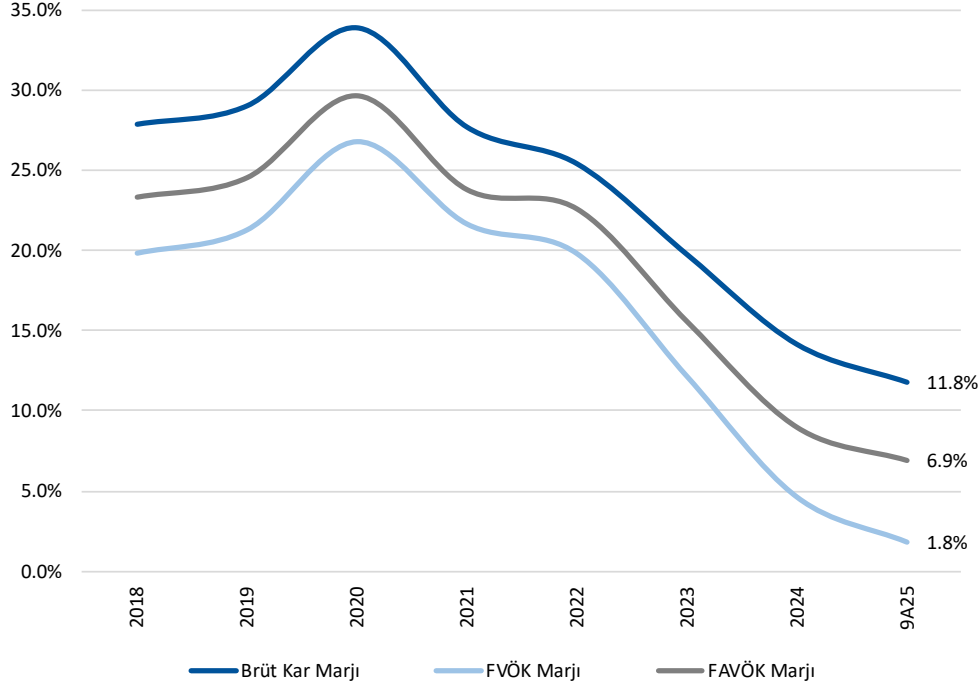
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

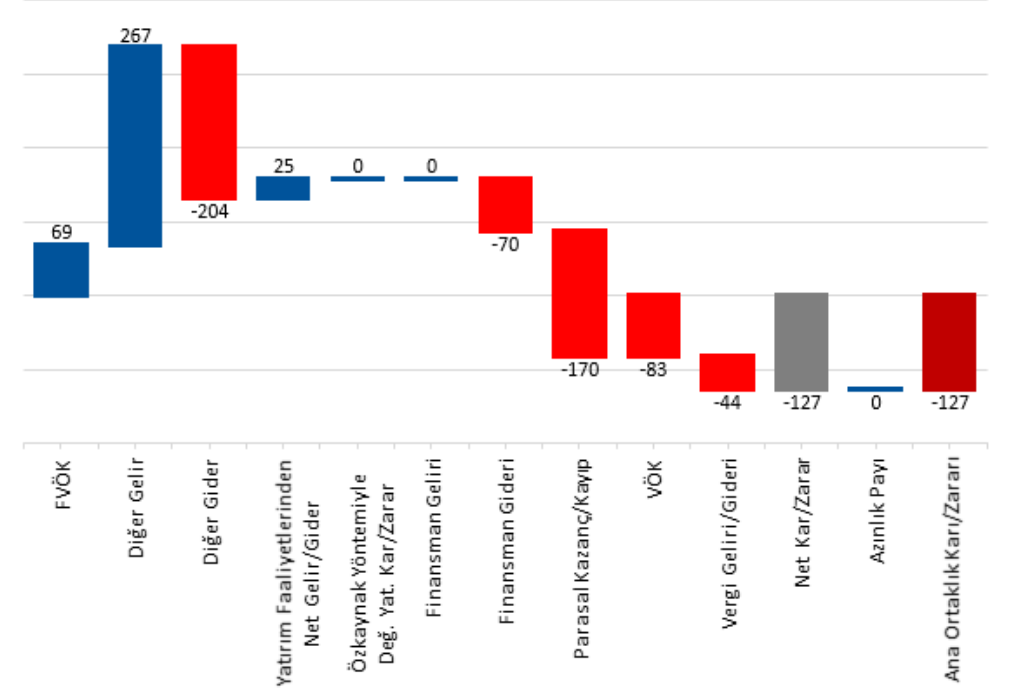
Alkim Kimya

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

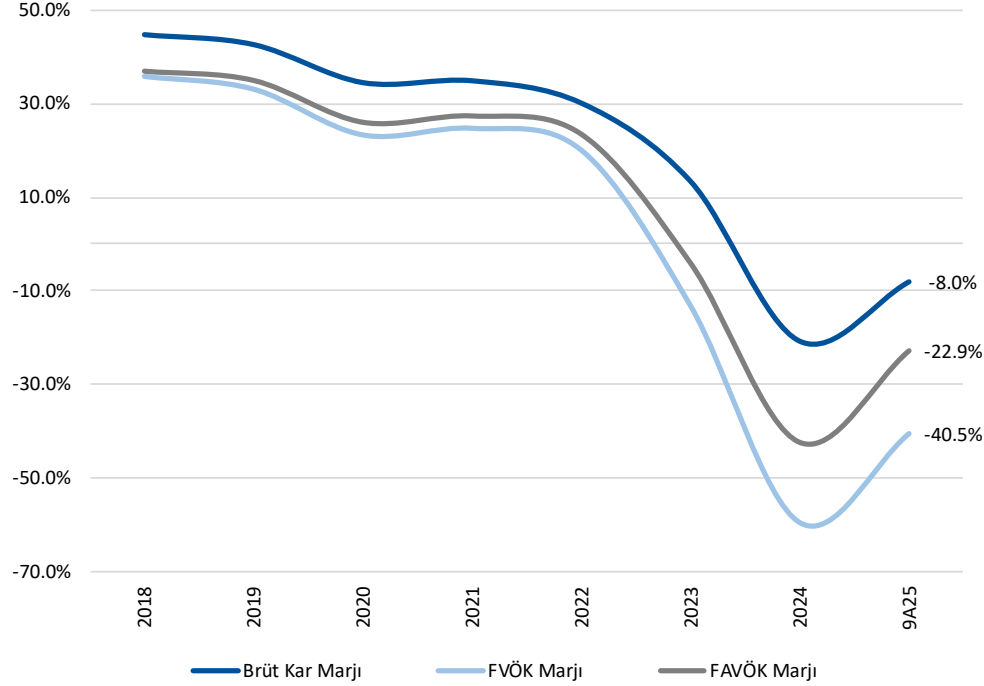
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

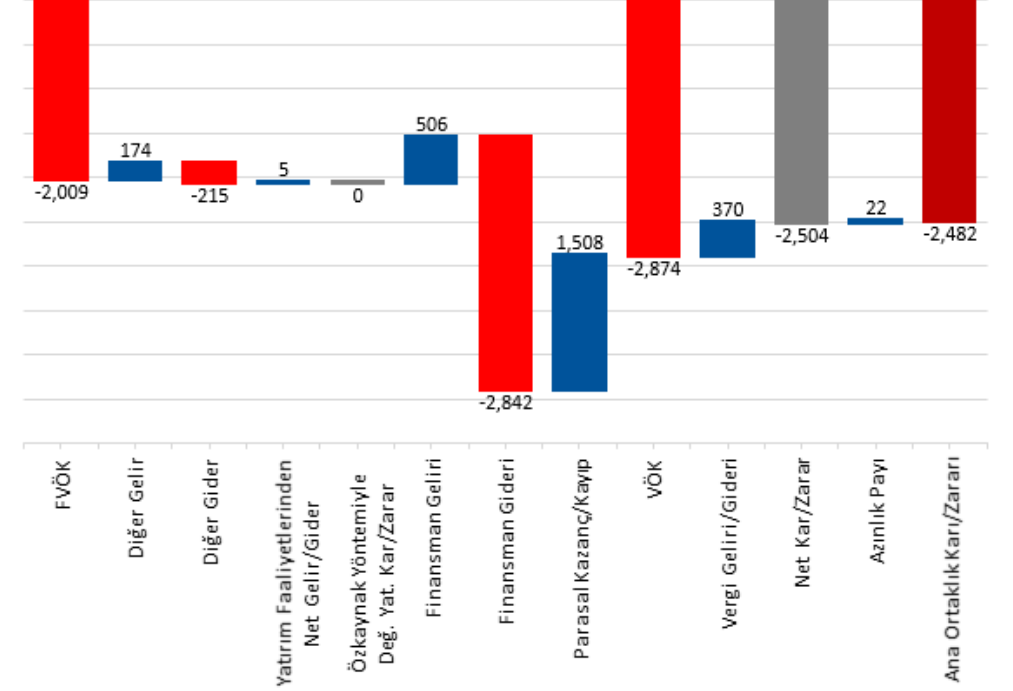
Hektaş

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

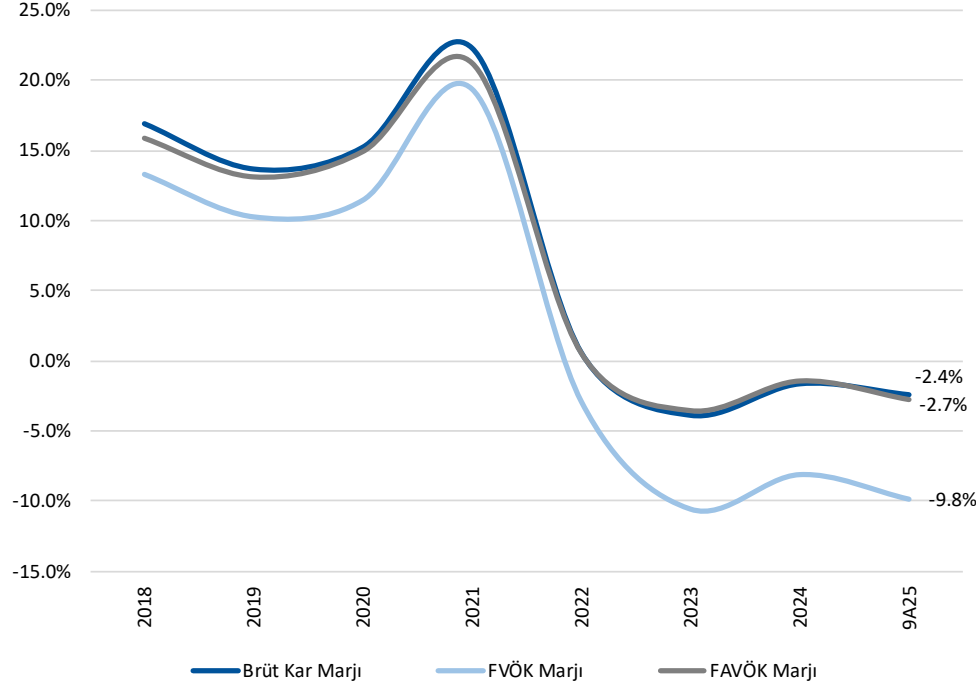
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

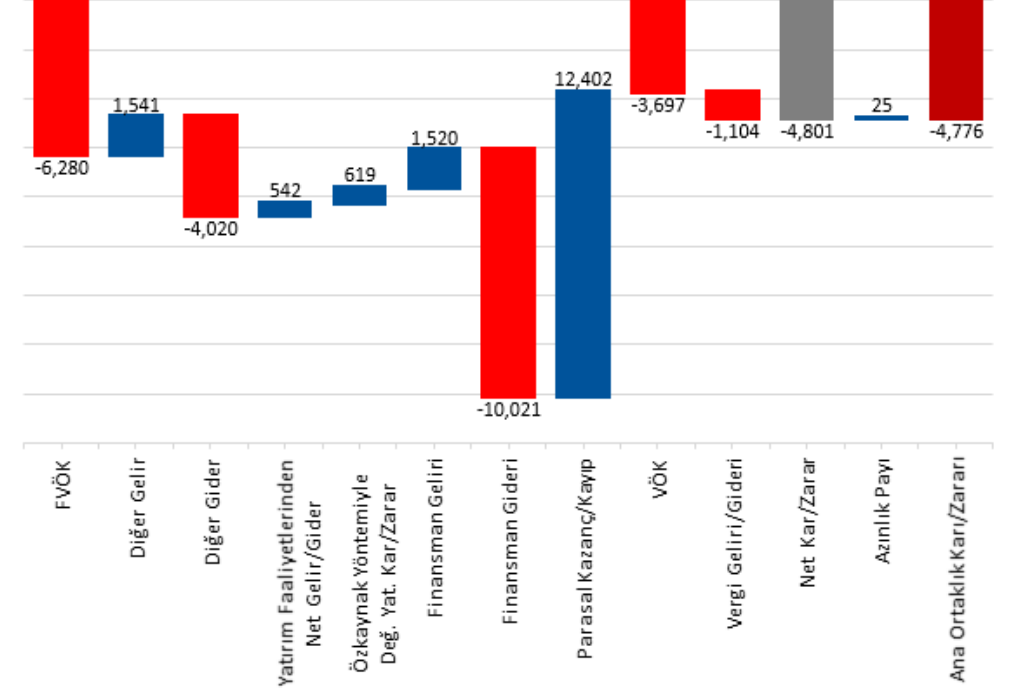
Petkim

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

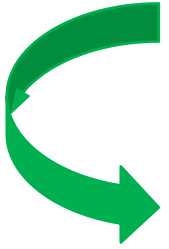
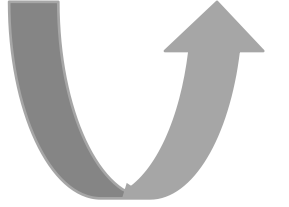
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Otomotiv sektörü

- 2025, otomotiv sektöründe satış rekorlarının tazelendiği bir yıl olarak kayıtlara geçmeye hazırlanıyor. **Finansal İstikrar Raporu verilerine göre; araç tedarik zincirindeki normalleşmenin yanı sıra, üst vergi dilimine geçiş sınırındaki modellere yönelik uygulanan stratejik satış kampanyaları, bu rekorun temel itici güçleri olarak değerlendirilmekte.**
- Hatırlayacak olursak, 2025 yılı Strateji Raporumuzda otomotiv sektörü için yer alan beklentilerimiz:
 - i. iç tüketimde yavaşlama ve 2024 yılında çeşitli nedenler dolayısıyla görmediğimiz zayıflamanın etkilerini 2025 yılında görülmesi,
 - ii. elektrikli araç satışlarının önemli rol oynaması,
 - iii. operasyonel karlılık tarafında daralma olması,
 - iv. otomotiv sektörü şirketlerinin temettü ödemeleri ile ön planda olması yönündeydi.
- **2025 yılı, araç satış rakamları hariç, beklentilerimizle oldukça paralel ekseninde gerçekleştirmeler söz konusu:**
 - i. ODMD verilerine göre, otomotiv satışları 2025'i, 1,3 milyonun üzerinde araçla tamamlamaya hazırlanıyor. Beklentimiz, 1 milyon bandında olması yönündeydi. Kredili satışlardaki zayıf seyir paralelinde beklentimizdeki sapmanın temellini satış kampanyaları ve servet etkisi kaynaklı olduğunu düşünüyoruz.
 - ii. **Bunun yanı sıra 2025'te elektrikli araçların önemli rol oynayacağını düşünüyorduk.** ÖTV matrahındaki değişime dek %20'nin üzerine çıkan elektrikli araç pazar payının son verilerle geçen yılın aynı dönemine göre %100,1'lik artış gösterdiğini, pazar payını %9,9'dan %17,8'e çıkardığını izliyoruz.
 - iii. 2025'te, Araştırma Kapsamımızda yer alan otomotiv şirketlerinin operasyonel karlılığında yaşanan baskının devam ettiğini bilanço notlarımızda fazlasıyla işledik. 9A25 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre, esas faaliyet kar marjlarına baktığımızda; Doğu Otomotiv'in 4,1, Tofaş'ın 4,8 ve Ford Otosan'ın 1,2 puanlık daralma sergilediğini görüyoruz.
 - iv. Temettü verimliği sıralamasında, Doğu Otomotiv %13,91, Ford Otosan %8,30 ve Tofaş %7,13 ile 2025'in ilk 15 şirket arasında konumlanmışlardır.
- Bunlara ek olarak üretim ve ihracat verilerine bakacak olursak; 2025 yılı Ocak-Kasım döneminde **toplam üretim %4,3 artarken, otomobil üretimi bir önceki yılın aynı ayına göre %3,2 azalmıştır.** Toplam üretim 1.295.031 adet, otomobil üretimi ise 796.276 adet düzeyinde gerçekleşti. Aynı dönemde bir önceki yıla kıyasla **toplam otomotiv ihracatı %4,9 artarken, otomobil ihracatı ise %8,4 oranında azaldı.** Bu dönemde, toplam ihracat 960.989 adet, otomobil ihracatı ise 546.435 adet düzeyinde gerçekleşti.



Otomotiv sektörü

- Peki, 2026 yılında neler bekliyoruz?
 - i. **Yüksek faiz ortamına rağmen, 2024 ve 2025'te çeşitli nedenler dolayısıyla göremediğimiz zayıflamanın etkilerini artık görmeyi beklemiyoruz.** Zorlu piyasa koşullarına rağmen son iki yılda 1,2-1,3 milyon bandında gerçekleşen araç satışlarında artık 1 milyon seviyesinin bir baz oluşturduğu kanaatindeyiz. 2026 yılında da araç satışlarının, yüksek baza rağmen piyasa koşullarındaki kısmi rahatlama ile yine bu seviyelerde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Elektrikli araç satış hızında ise son yıllarda gördüğümüz ivmenin kısmen yavaşlayarak bir dengelenme sürecine gireceğini tahmin ediyoruz.
 - ii. **Operasyonel tarafta yaşanan zayıflamanın hız kestiğini görürken, 2026'da bu etkilerin daha da azalarak 2025 seviyelerinde dengeleneceğini öngörmekteyiz.** Güçlü TL ve artan rekabet, fiyatlamalarda önemli rol oynamaya devam edecektir.
 - iii. **Temettü ödemeleri tarafında ise yıllara sari beklentimizi koruyoruz; 2026'da da otomotiv sektörünün güçlü temettü verimlilikleri ile ön planda olmasını bekliyoruz.** Tarihsel sürece baktığımızda; Ford Otosan'ın 22, Tofaş'ın 21 yıldır kesintisiz temettü ödediğini, Doğu Otomotiv'in ise son 21 yılda 16 kez temettü ödemesi gerçekleştirdiğini görmekteyiz. Son kapanış verilerine göre; 2026 yılı için Doğu Otomotiv, Ford Otosan ve Tofaş temettü verimliliği tahminlerimiz sırasıyla %9,9, %4,7 ve %1,1 seviyelerine işaret etmekte.
- **Otomotiv sektöründe 2025'e paralel seyir beklediğimiz 2026'da, Ford Otosan'ın da geçtiğimiz yıla benzer operasyonel performans sergilemesini öngörmekteyiz.** 2026 projeksiyonlarımızda, üretimi sona eren Ford Focus modelinin yurt içi satışlar üzerinde baskı yaratacağını değerlendirmekteyiz. **Portföye dahil olacak yeni model girişleri yukarı yönlü bir potansiyel barındırsa da bu modellerin ramp-up (seri üretime geçiş) süreçleri göz önüne alındığında, 2026 yılı genelinde finansalları yukarı taşıyacak baskın bir dinamik oluşturmasını şu aşamada beklemeyiz.**
- **Keza Doğu Otomotiv tarafında da benzer düşüncelerimizi korumaktayız.** Şirketin, 2025 yılını güçlü araç satış rakamları ve pazar payı ile tamamlamasına karşın, karlılık üzerindeki baskının devam ettiğini gördük. 2026'da ise pazar beklentilerimizle paralel olarak satış adetlerinin 2025 yılı seviyelerinde seyretmesini beklerken, karlılık tarafındaki baskının ise dengeleneceğini öngörüyoruz.
- **2026 yılında otomotiv sektöründe pozitif ayrışmayı Tofaş tarafında bekleriz.** 2025 yılı Nisan ayında tamamlanan Stellantis (FCA-PSA) birleşmesinin konsolidasyon etkisiyle araç satış rakamlarında gözlenen sıçramanın, 2025 son çeyreği ile 2026'nın ilk yarısında da ivmesini koruyacağını öngörüyoruz. 2026'nın ikinci yarısından itibaren ise baz etkisinin devreden çıkmasıyla operasyonel sonuçlarda yeniden «elma-elma» karşılaştırması yapabilecek bir zemine ulaşılabilecektir.

Otomotiv sektörü

- **İhracat tarafında toparlanma emareleri görülse de, henüz tam bir istikrar sağlanamadığını değerlendiriyoruz.** 2026 yılı büyüme dinamiğinin ise üretime girecek yeni modeller ve ihracat tarafında şekillenmesini beklerken yatırım harcamalarının yüksek seyretmesini modelliyoruz. Tüm bunlara ek olarak; Tofaş tarafında planlanan adımların ve yönlendirilen beklentilerin takvimden sapma gösterebildiğini hatırlatmakta fayda görüyor, bu durumun risk yönetimi açısından dikkat edilmesi gereken bir başlık olarak masada kalması gerektiğini düşünüyoruz.
- Otomotiv sektörü altında yer verdiğimiz **Kordsa** için, 2024 son çeyreğinde başlayan bilanço temizliği ve yeniden yapılanma sürecinin; 2025 yılında Endonezya'da yaşanan sel felaketi ve düşük emtia fiyatları kaynaklı yüksek stok maliyetleri nedeniyle baskılandığını gördük. 2026 yılında devam eden yapılanma sürecini önemli görmekle birlikte, sektör dinamiklerinin hala şirket finansallarında fark yaratacak bir toparlanmayı sağlamayacağı görüşündeyiz. Bunun yanı sıra, sel felaketi ile oluşan düşük bazın kısmi toparlanmayı beraberinde getireceğini beklemekteyiz.
- **Brisa** ise 2025 yılının ilk yarısında, baskılanan operasyonel marjlar ve yüksek finansman giderleri nedeniyle net kâr tarafında zorlu dönemi geride bırakırken, 3Ç25 sonuçlarıyla birlikte toparlanma sinyalleri vermeye başlamıştır. 2026 yılında pazar koşullarının zorlayıcı seyrini sürdüreceğini öngörmekle birlikte, Şirket özelinde net borçluluk tarafındaki iyileşmenin ana pozitif hikaye olacağını değerlendiriyoruz.
- **Otokar'ın** ticari araç faaliyetlerine ek olarak askeri araç segmentindeki güçlü seyrin korunması, artan sipariş hacmi ve genişleyen coğrafi varlık ile birlikte toparlanma eğiliminin devam edeceğini değerlendiriyoruz. **Türk Traktör'ün** ihracat kanalındaki olumlu görünümünün yurt içi pazardaki zayıf talep koşullarını kısmen dengeleyeceğini ve pazardaki güçlü payını koruyacağını öngörmekle birlikte, sektör genelinde daralma sinyalleri ile önerimizi **TUT** yönünde sürdürmeye devam ediyoruz.

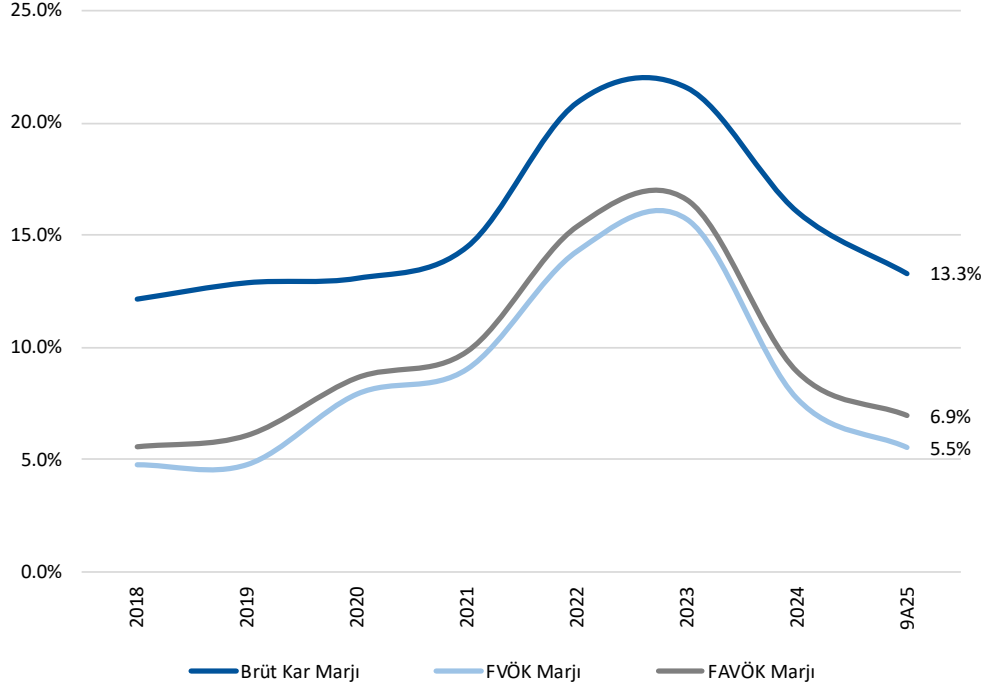
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
BRISA	109.90	TUT	26,057	608	-3%	-15%	83.75	6.01	1.14
DOAS	309.30	TUT	42,460	990	10%	-4%	6.41	4.33	0.63
FROTO	135.80	TUT	335,470	7,823	7%	-6%	9.09	9.09	2.11
KORDS	77.80	TUT	9,567	223	-32%	-41%	---	16.07	0.63
OTKAR	687.50	AL	57,720	1,346	0%	-12%	---	50.10	6.13
TOASO	388.00	AL	129,375	3,017	29%	13%	46.55	27.32	2.45
TTRAK	736.00	TUT	52,535	1,225	-26%	-36%	40.02	10.87	3.18

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

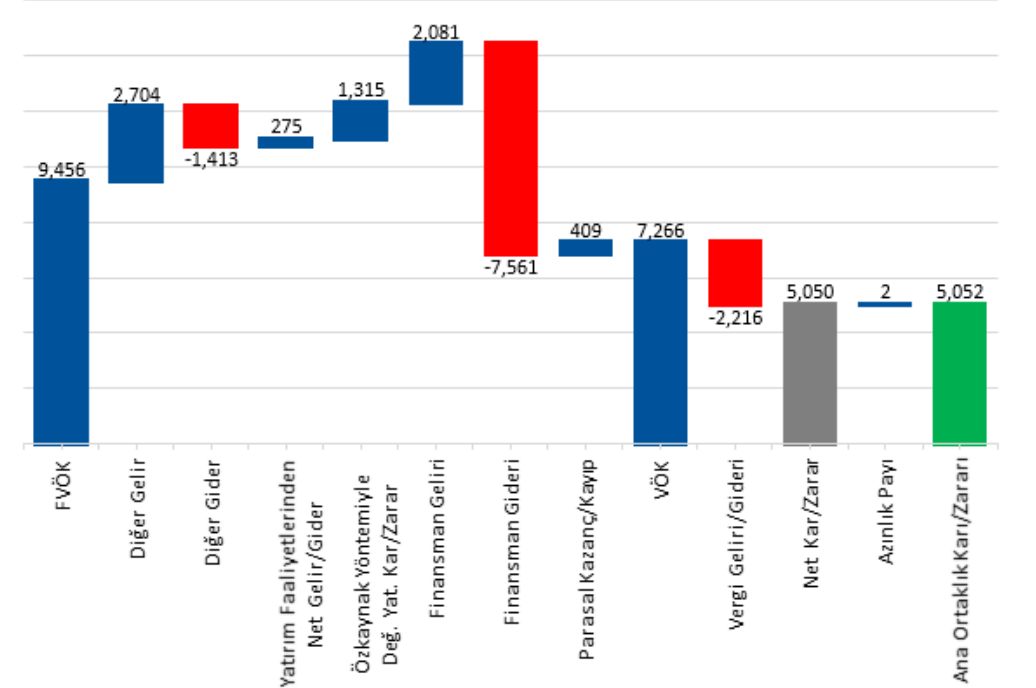
Doğuş Otomotiv

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

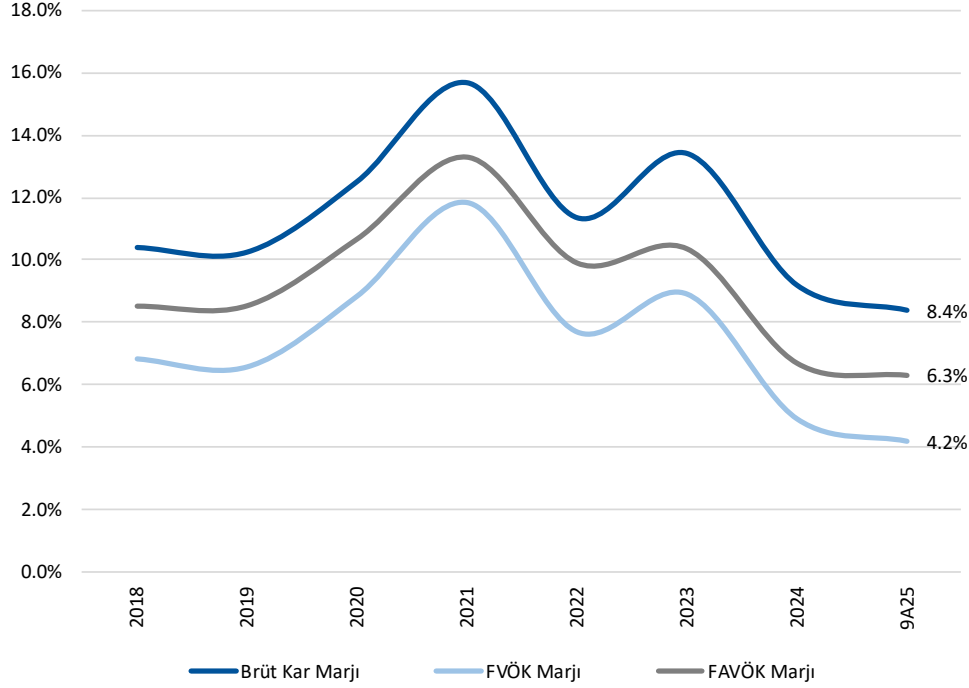
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

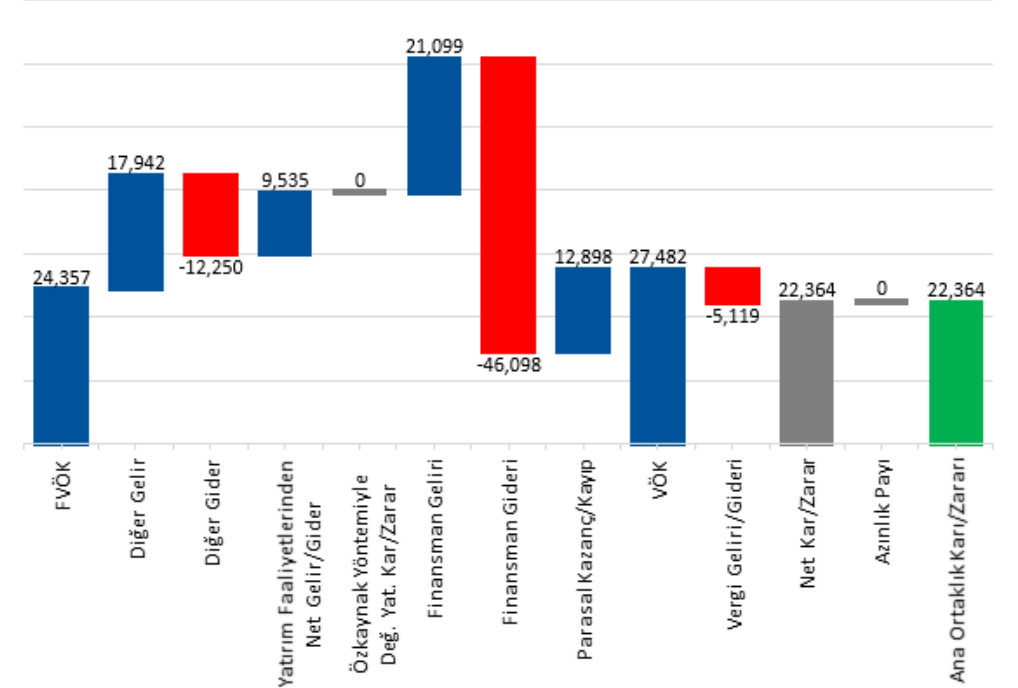
Ford Otomotiv Sanayi

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

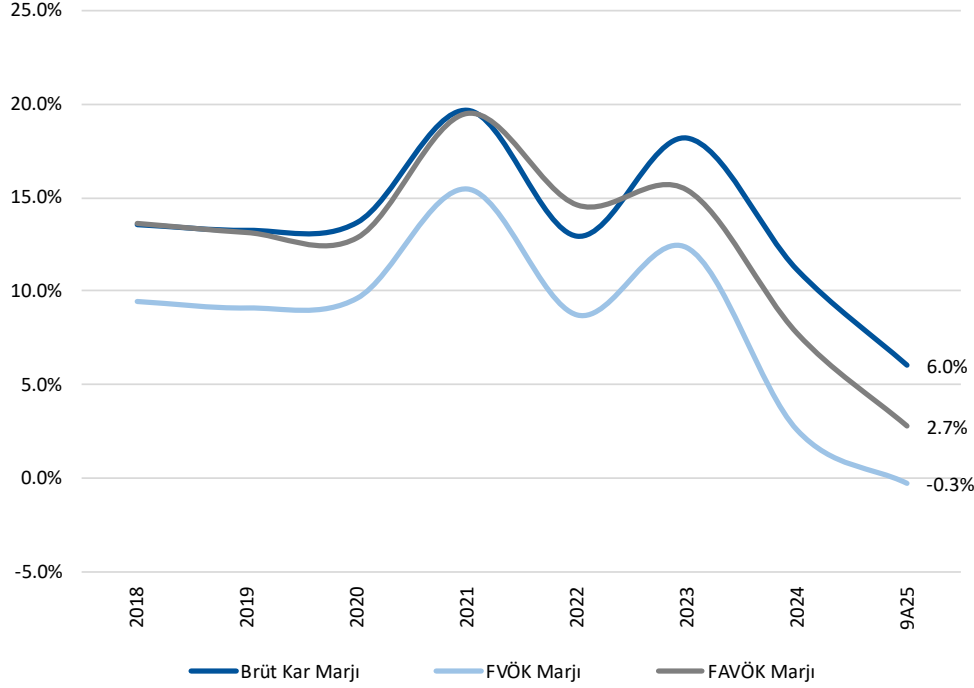
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

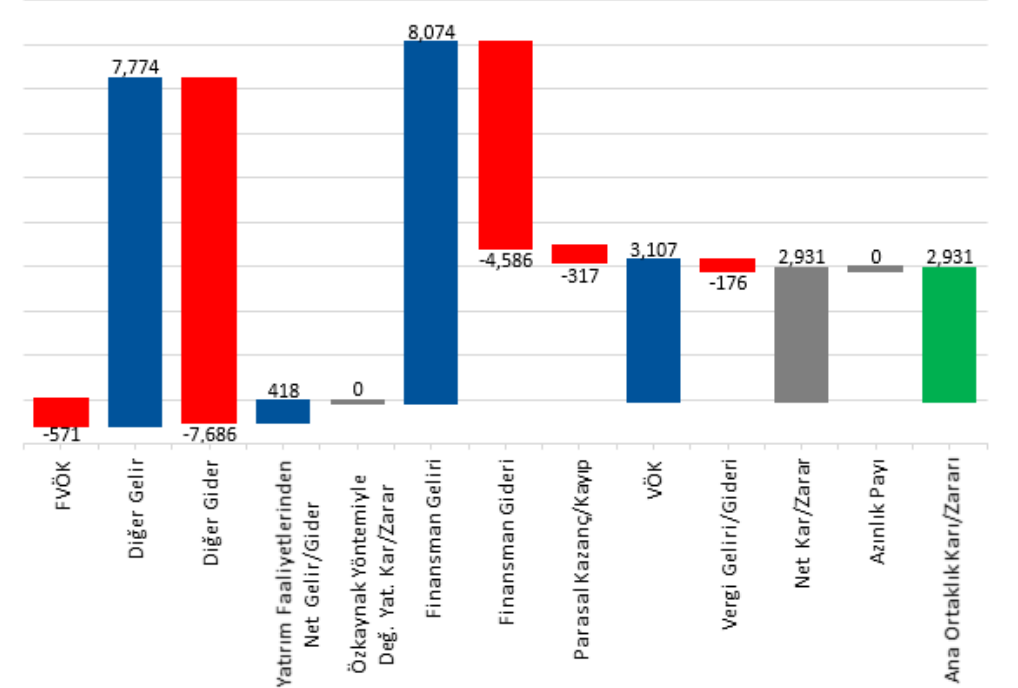
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

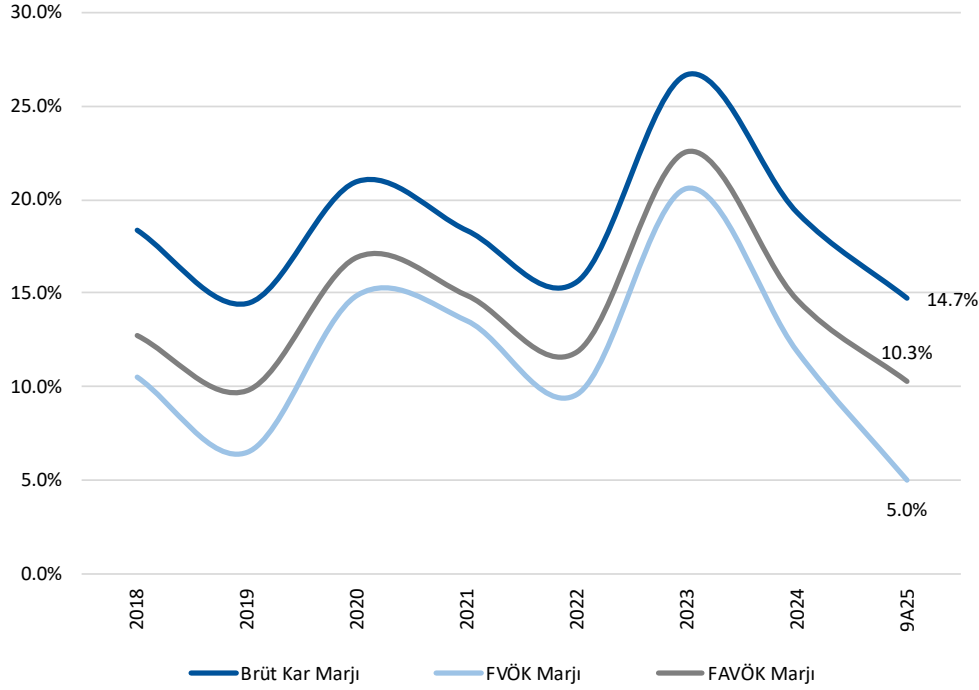
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

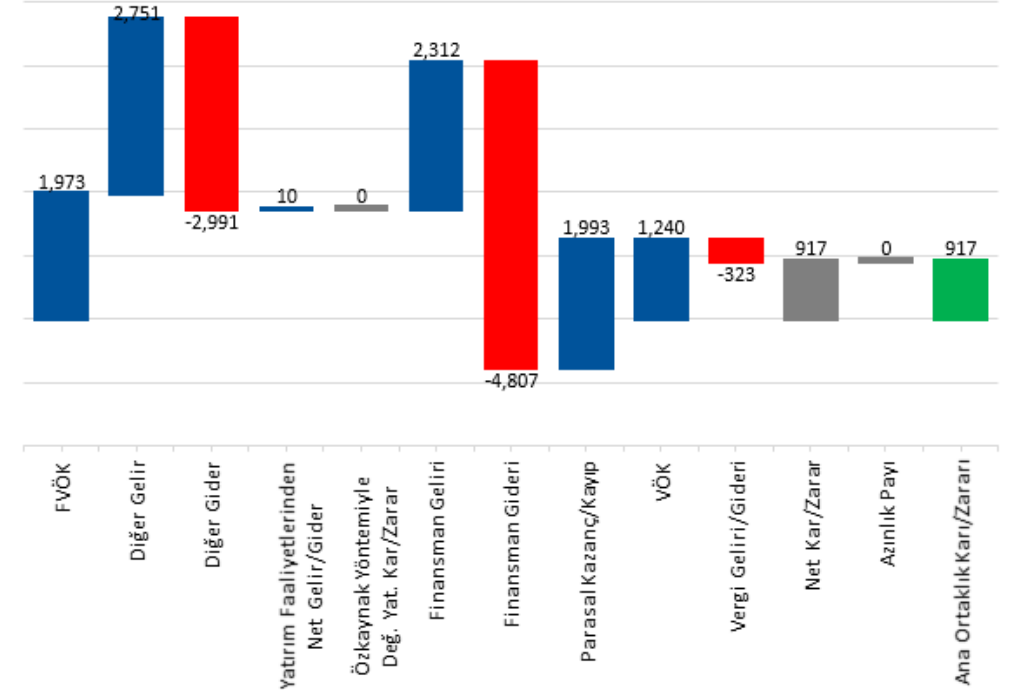
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

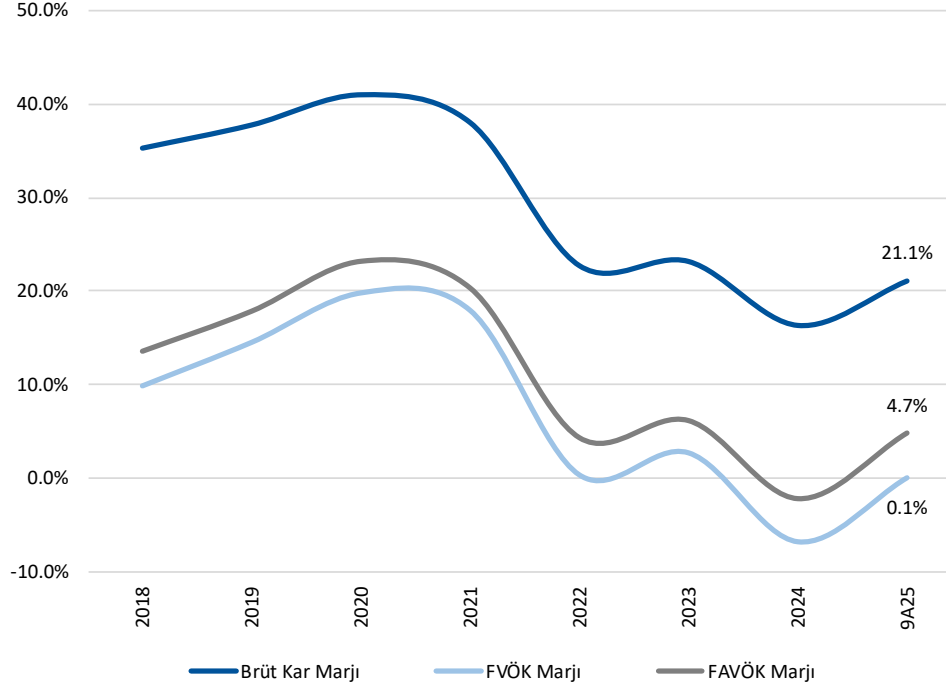
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

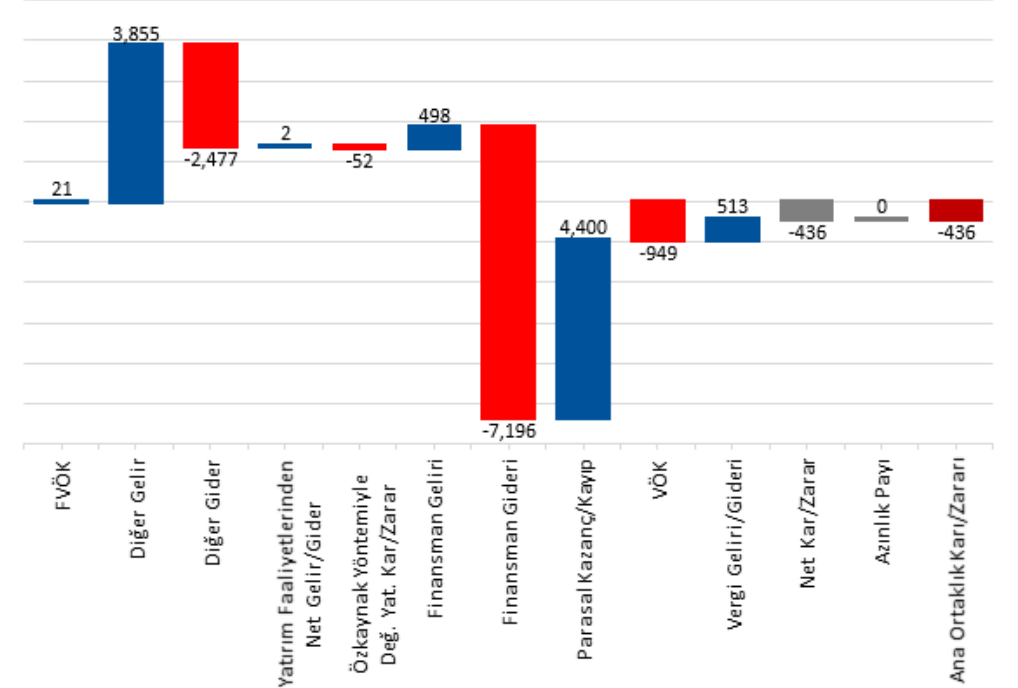
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

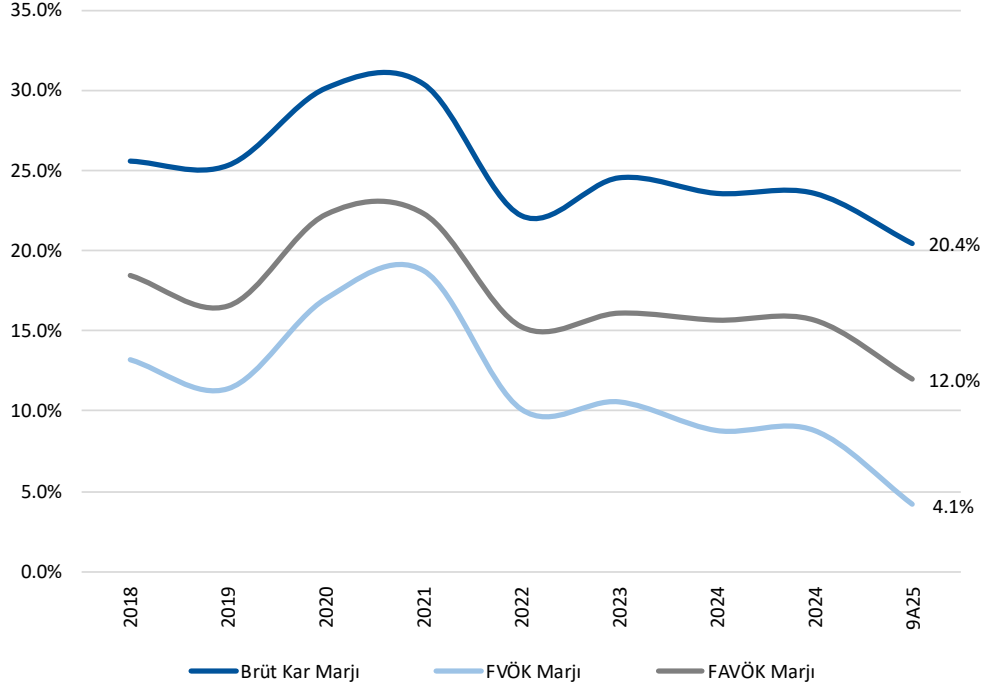
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

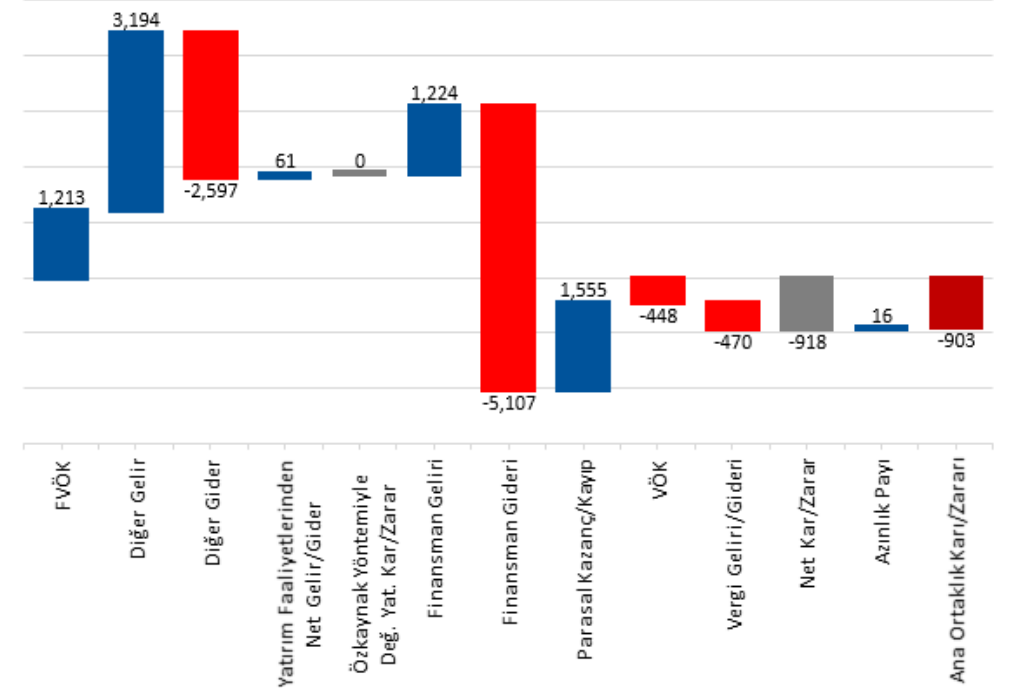
Brisa Bridgestone

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

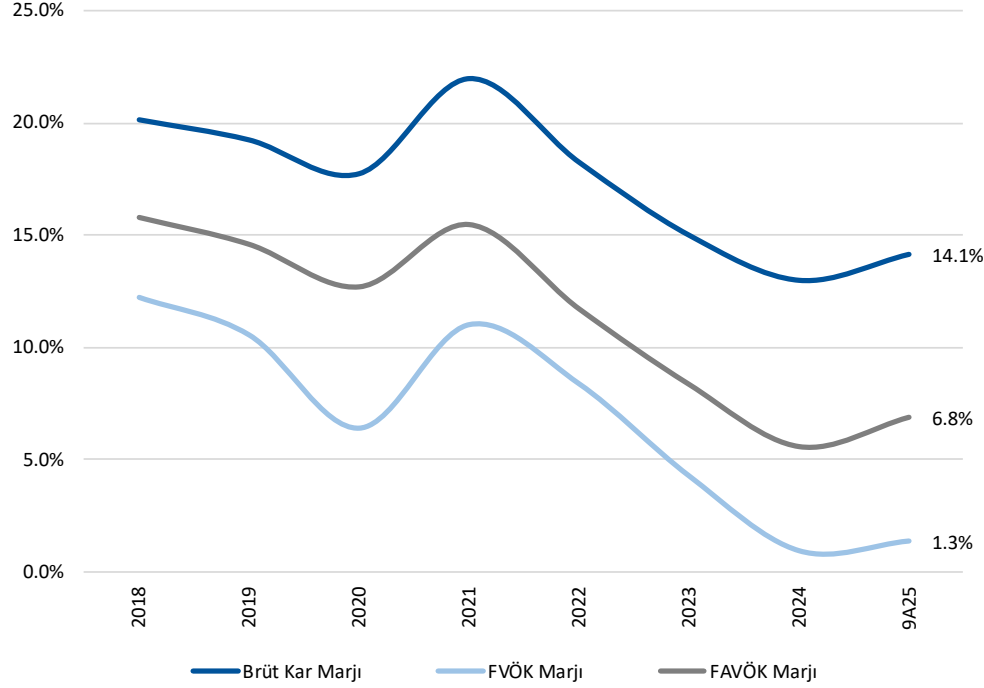
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

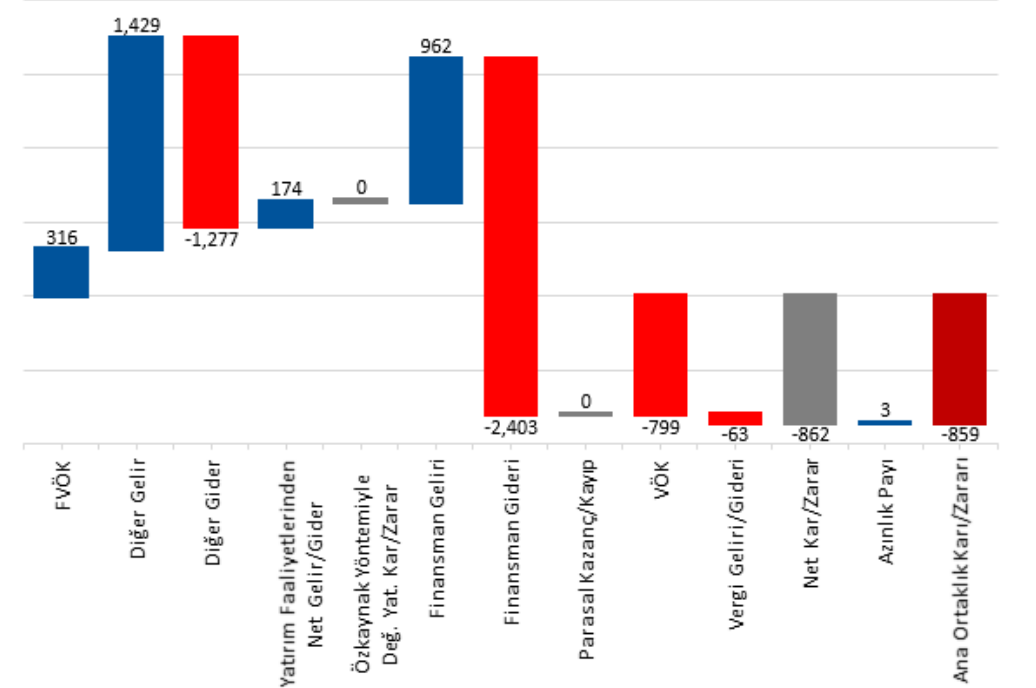
Kordsa Teknik Tekstil

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Perakende sektörü

- **2025, perakende sektöründe temel ayrışma alanının fiyatlama gücünden ziyade operasyonel esneklik ve maliyet yönetiminin öne çıktığı bir yıl oldu.** 2025 boyunca uygulanan sıkı maliyet kontrolü ve verimlilik odaklı adımların, 2026'da daha öngörülebilir bir faaliyet yapısı oluşturmasını beklerken, sektörde büyümenin ana kaynağının yeniden mağaza genişlemesi ve trafik artışı olacağı kanaatindeyiz. Enflasyonun ivme kaybettiği bir ortamda nominal büyümenin yavaşlamasına karşın, reel büyüme alanının yeniden açılması sektör dinamiklerini destekleyebilir.
- **2026 yılı için belirlenen %27 asgari ücret artışının, personel giderleri üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturması beklenmekle birlikte, şirketlerin bu etkiyi yönetilebilir seviyelerde değerlendirdiğini görüyoruz.** Ücret artışının yalnızca maliyet tarafında değil, talep ve mağaza trafiği üzerinden gelir yaratımını da destekleyebileceği bir denge söz konusu olup, personel giderlerindeki artışın, artan satış hacmi, LFL büyüme ve mağaza açılışlarıyla dengelenmesinin mümkün olacağını düşünüyoruz. Şirketlerin 2025'te attığı maliyet optimizasyonu adımlarının da 2026'da marjları koruyucu etkiyi destekleyeceğini değerlendiriyoruz. Öte yandan, gider kalemleri içerisinde kira enflasyonu, 2026'da da sektör açısından dikkatle izlenmesi gereken başlık olmaya devam edebilir. Kira artışlarının genel enflasyona kıyasla daha yavaş normalleşme eğilimi göstermesi, özellikle yüksek mağaza yoğunluğuna sahip oyuncular için marj toparlanmasını sınırlayıcı bir unsur olabilir. Bununla birlikte, enerji, lojistik ve operasyonel diğer giderlerde daha kontrollü ve öngörülebilir bir seyir bekliyoruz. **Ciro tarafında yılın ilk çeyreğinde Ramazan Bayramı etkisiyle Şubat ve Mart aylarında talebin desteklenmesi mümkün görünmektedir. Ancak, yıl geneline bakıldığında performansı belirleyecek ana göstergelerin mağaza trafiği, sepet büyüklüğü ve yeni mağaza katkısı olacağını düşünüyoruz.** Tüketimin, lüks harcamalardan temel ihtiyaçlara yönelme eğiliminin 2026'da da devam etmesi, gıda ağırlıklı perakendeciler için görece daha korunaklı bir talep ortamı yaratabilir.
- Şirketler özelinde bakıldığında, **Bim Birleşik Mağazalar** tarafında pazar liderliği ve ölçek avantajı korunurken, büyümenin daha dengeli ve sınırlı bir bantta gerçekleşmesi olası görünmektedir. **Migros**, entegre perakendecilik yapısı ve çok kanallı satış modeli sayesinde operasyonel esnekliğini koruyarak daha istikrarlı bir büyüme profili sunabilir. **Şok Marketler** cephesinde ise ana tema ŞOK 2.0 dönüşümünün finansallara yansımaları olacaktır. Daha büyük metrekareli, ürün çeşitliliği artırılmış mağaza formatının hem bulunabilirliği hem de sepet büyüklüğünü destekleyerek LFL bazlı büyümede ve karlılıkta belirgin bir iyileşme yaratabileceğini düşünüyoruz. **Bizim Toptan** tarafında ise küçük işletmeler ve *Horeca* (otel-restoran-kafe) kanalındaki talep toparlanmasının hızı, finansal performans açısından belirleyici olmaya devam edecektir.

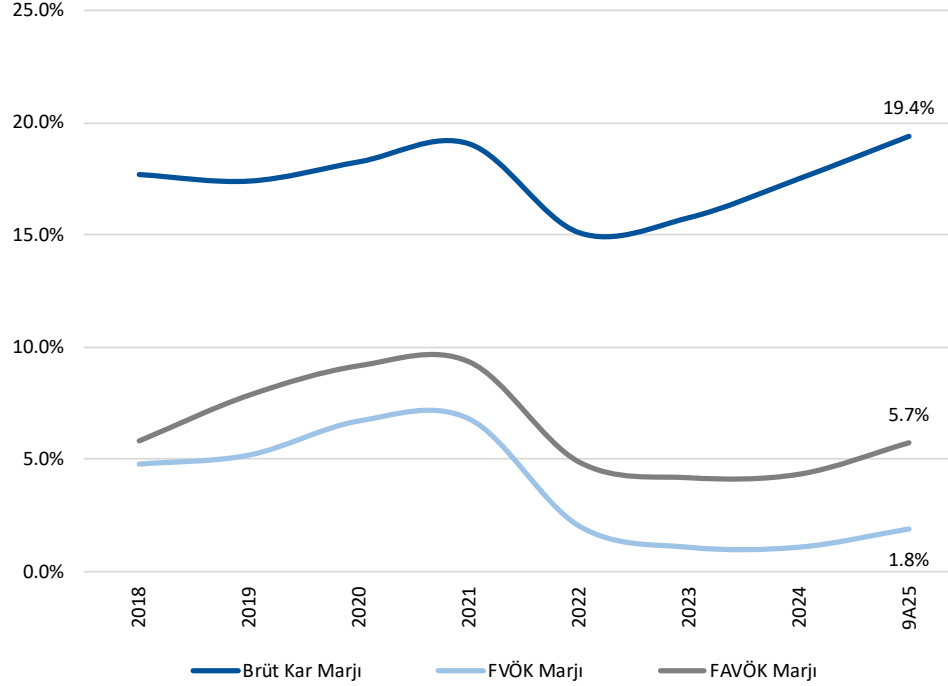
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
BIMAS	818.00	AL	325,800	7,598	3%	-10%	20.24	9.33	2.14
BIZIM	36.00	TUT	2,105	49	-11%	-22%	---	1.90	6.96
MGROS	916.90	AL	96,049	2,240	-3%	-15%	15.29	3.78	1.27
SOKM	73.70	AL	29,570	690	24%	8%	---	5.04	0.84

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

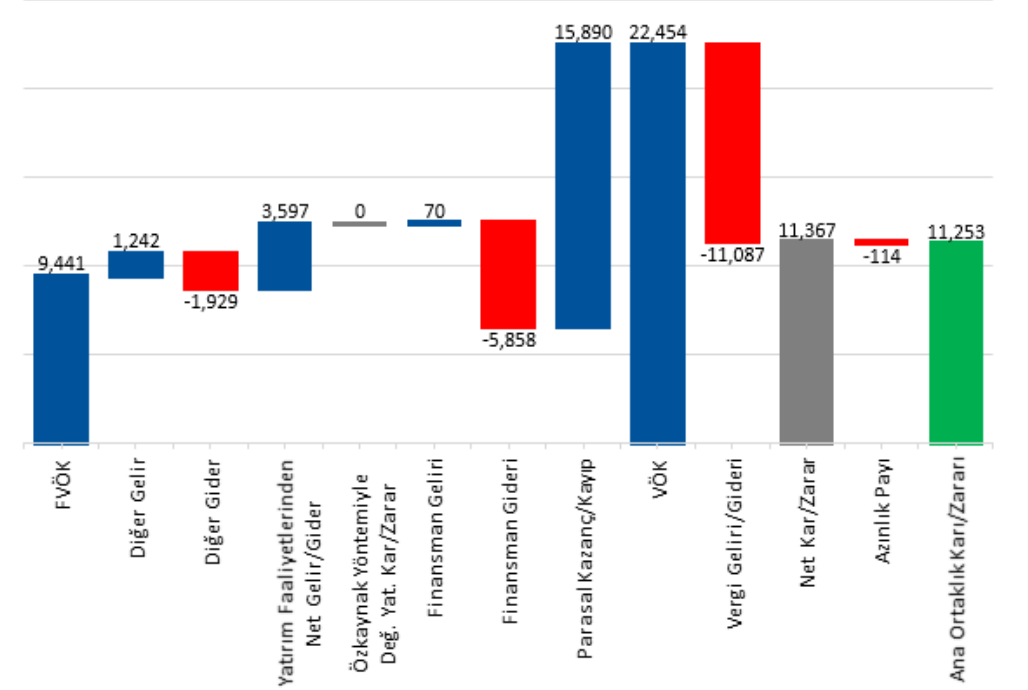
Bim Birleşik Mağazalar

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

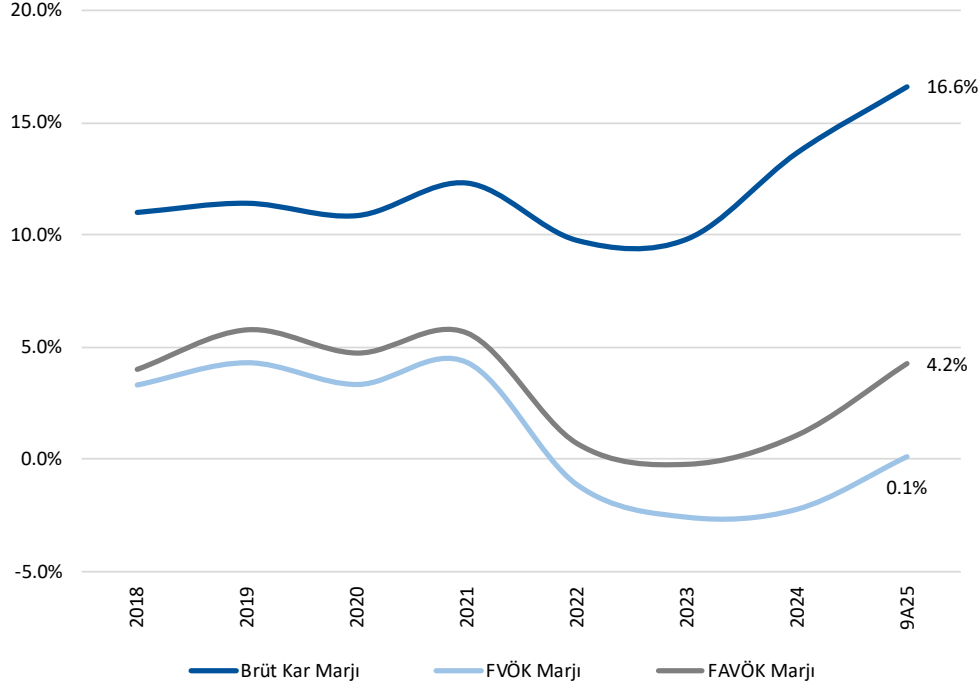
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

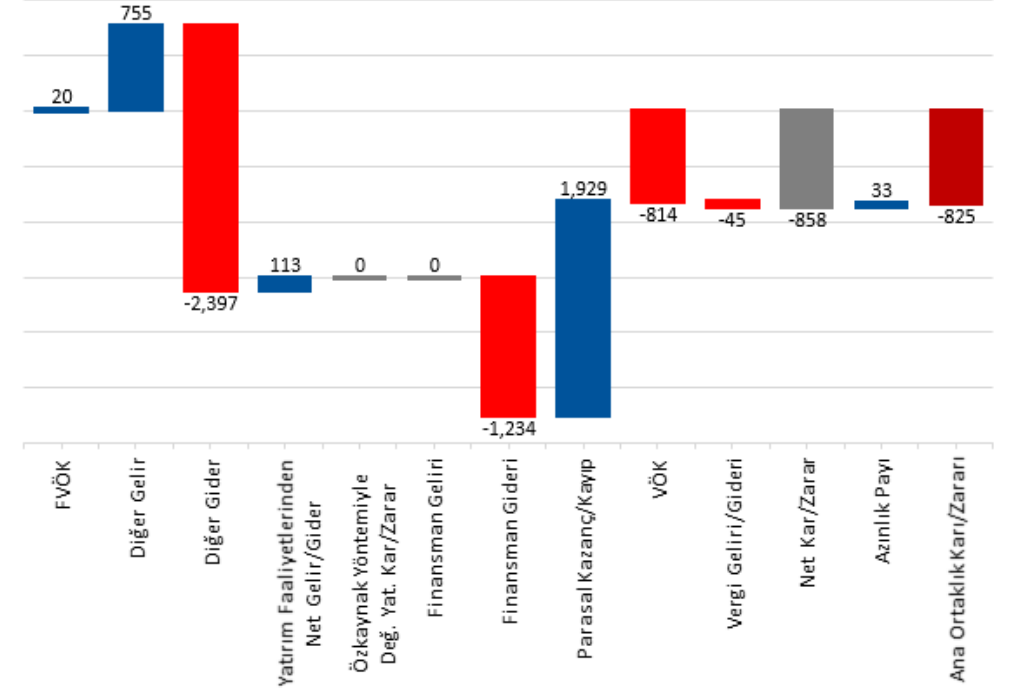
Bizim Toptan

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

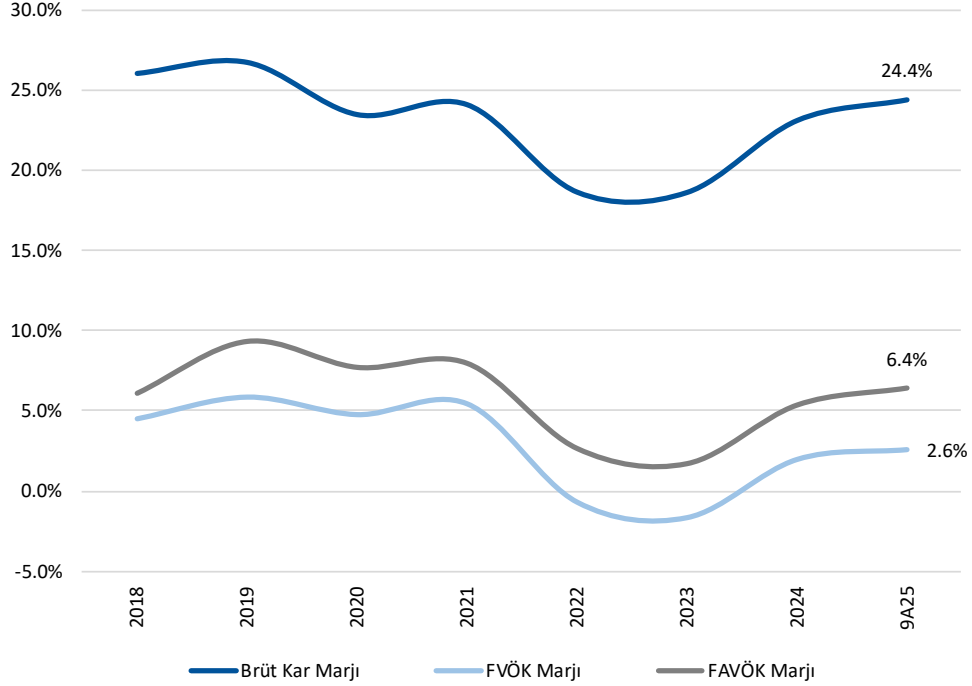
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

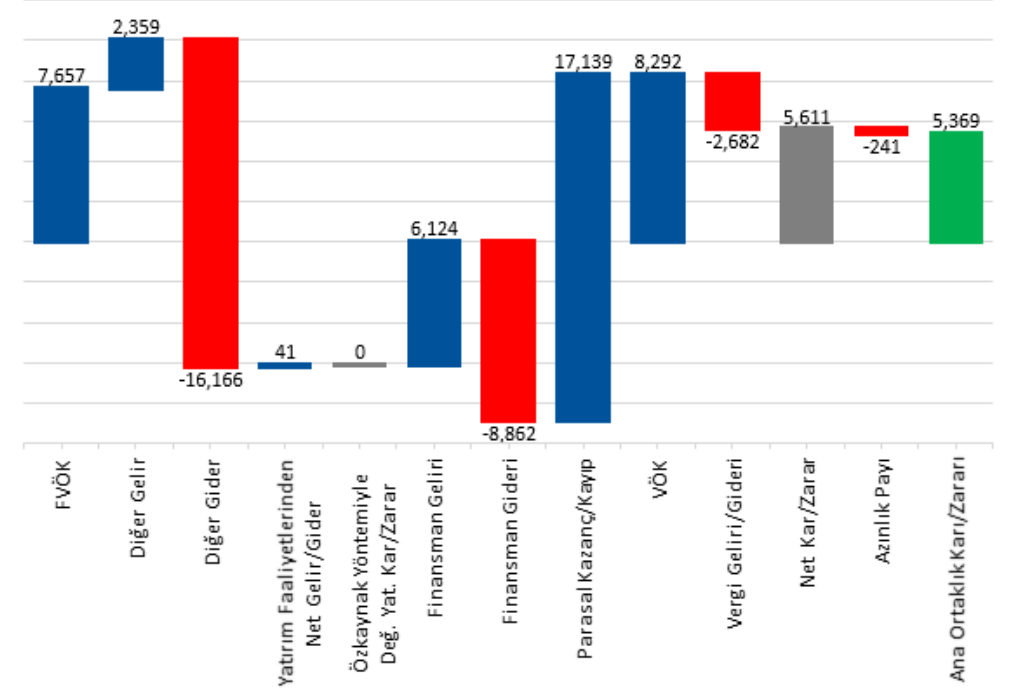
Migros Ticaret

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

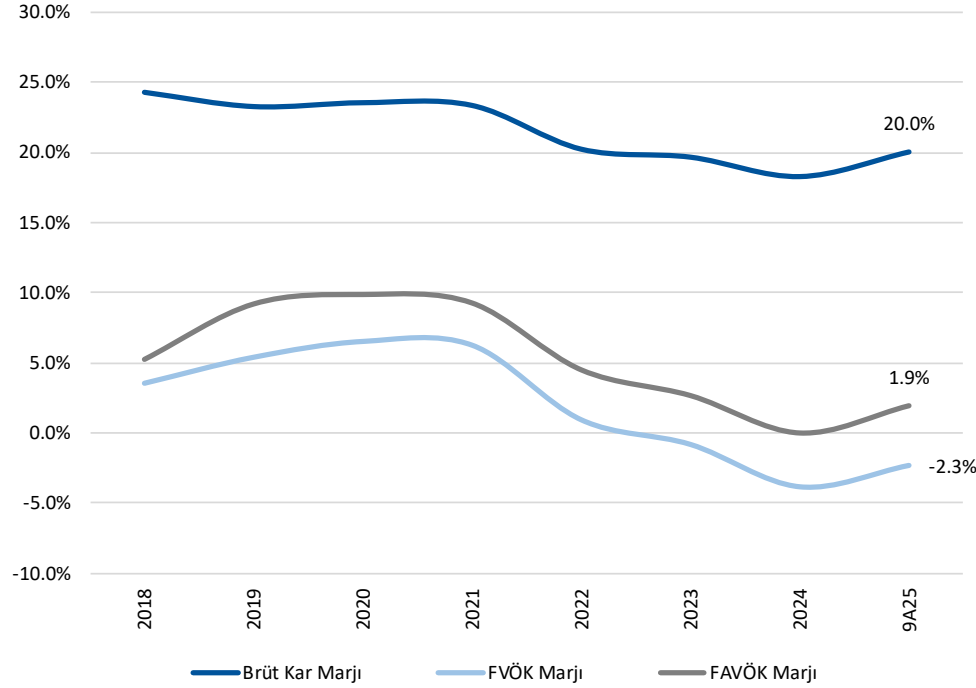
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

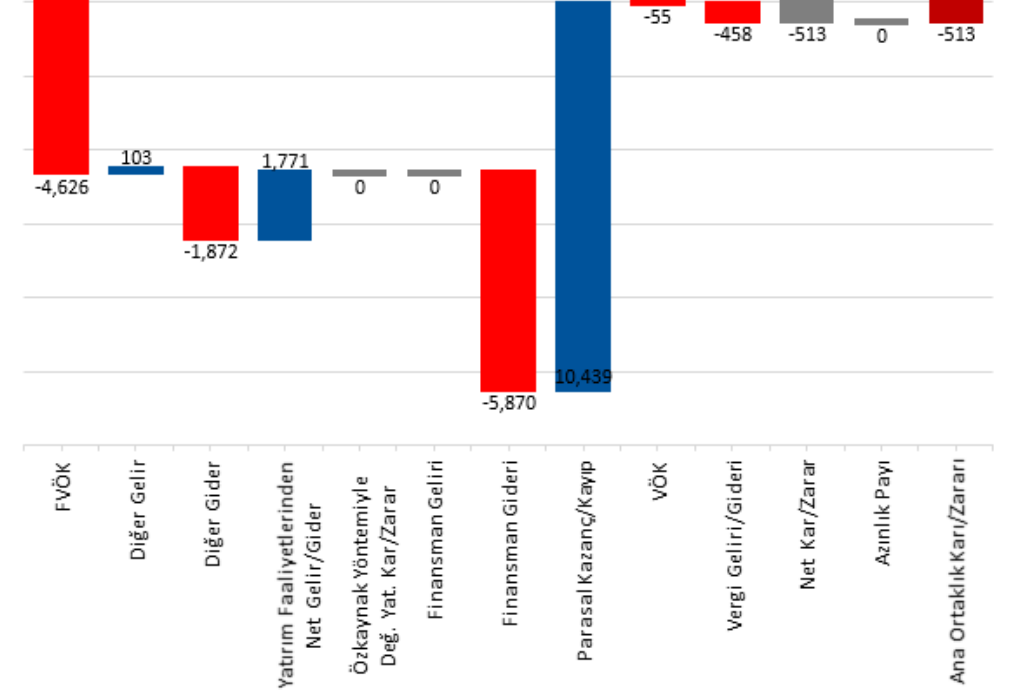
Şok Marketler

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

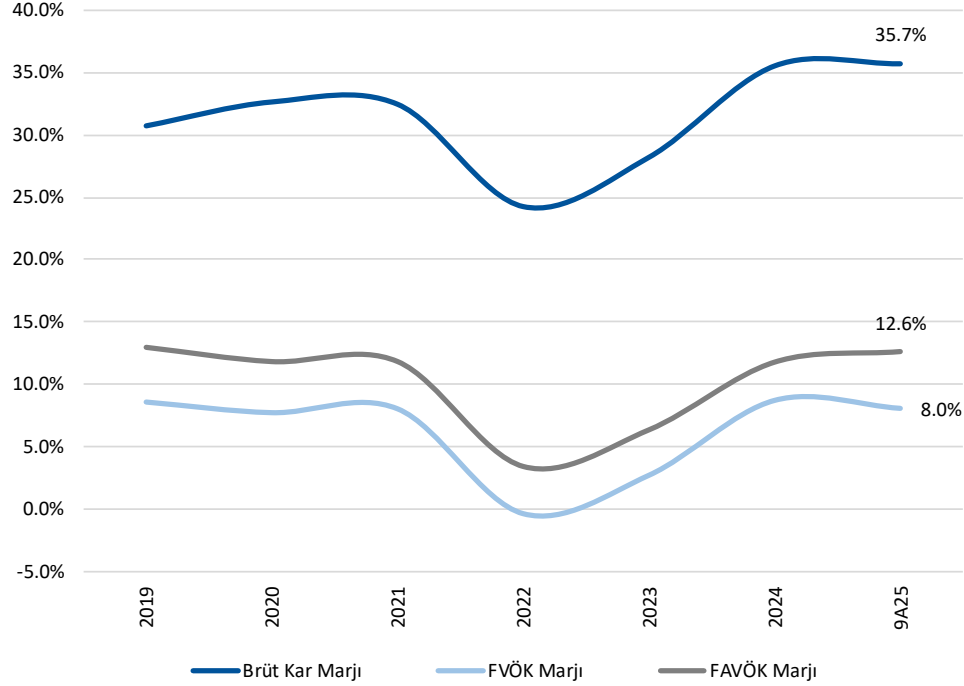
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

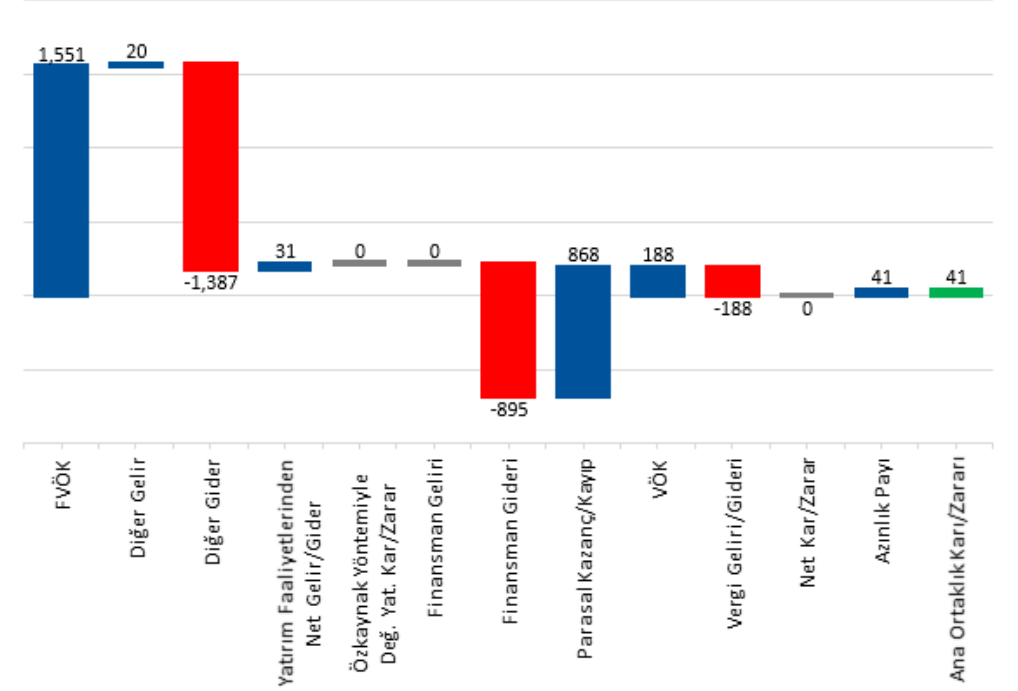
Ebebek

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

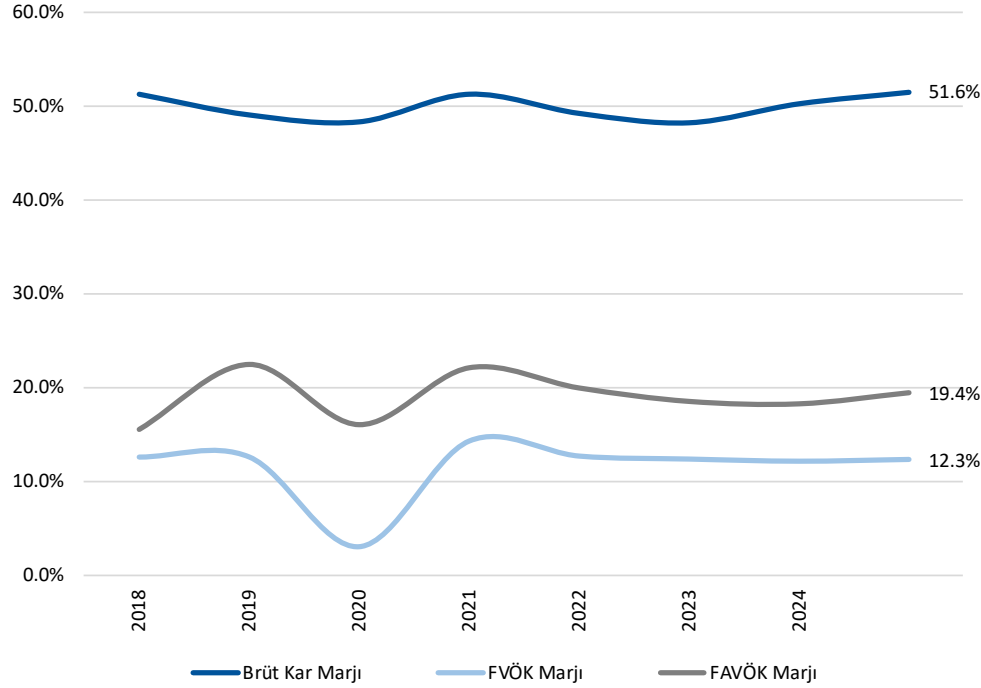
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

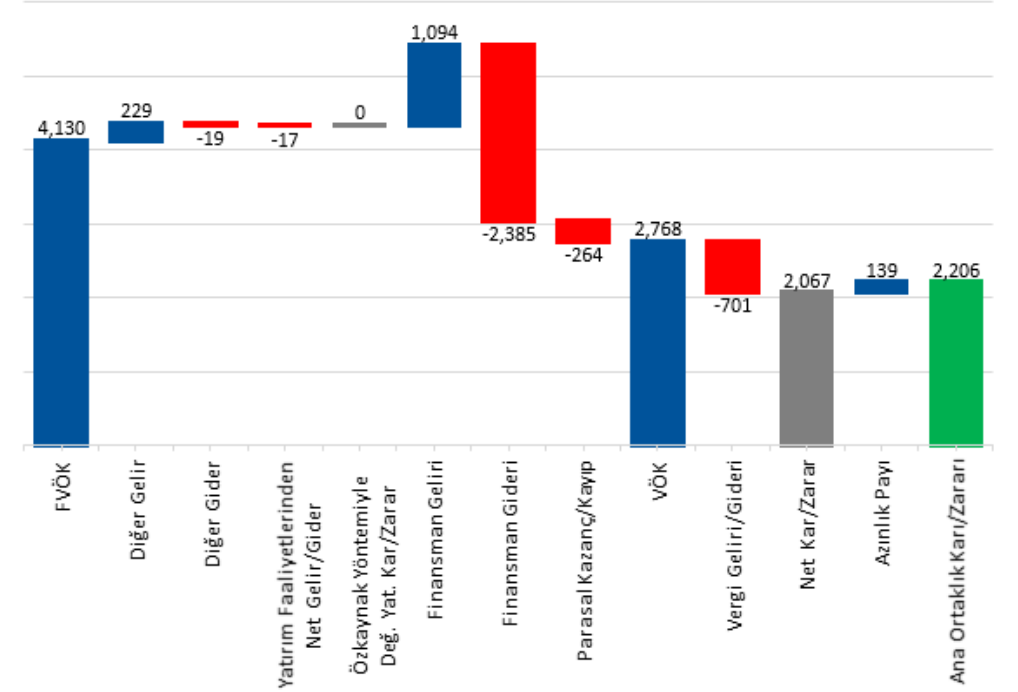
Mavi

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



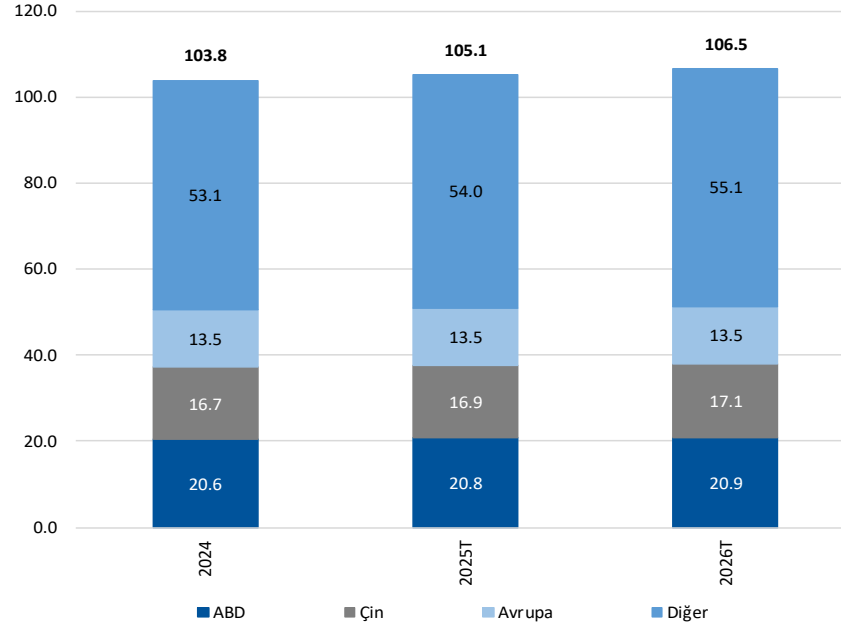
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Petrol & gaz sektörü

- **2025, petrol piyasası açısından fiyatların zayıfladığı bir yıl olarak akıllarda kaldı.** Yıla 75 USD/varil civarından başlayan Brent petrol, Ocak ayı ortalarında 80 USD/varil seviyesini aşmasının ardından jeopolitik gerilimin kısmen yatışması ve ABD Başkanı Donald Trump'ın gümrük tarifesi kararlarına ek olarak OPEC üyesi ülkelerden üretim artışı gibi unsurlar nedeniyle baskı altında kaldı ve yılı 61 USD/varile yakın seviyeden tamamladı.
- Fiyatlar üzerindeki en büyük baskı unsuru, artan üretim ile birlikte arz fazlası olmaya devam ediyor. Rusya ve Venezuela gibi yaptırım uygulanan ülkelerin petrol ihracatlarında azalış beklenmesi ve OPEC+'nın 2026 yılının ilk çeyreği için üretim artışlarına mola vermesine karşılık tahmin edilen arz fazlası dünya petrol talebinin yaklaşık %4'üne denk geliyor. Hatırlanacağı üzere, OPEC+ Aralık ayında üretim artışı yapmayı kararlaştırmasının ardından sonraki üç ay boyunca daha fazla üretim artışı yapmayacağı konusunda anlaşmıştı.
- Bu çerçevede, **petrol fiyatlarına ilişkin olarak dünya petrol talebindeki artışın ılımlı şekilde devam edeceğine yönelik beklentiler, yaptırımların etkileri ve yeni ticaret dengeleri destekleyici unsurlar konumunda bulunurken; OPEC dışı ülkelerin üretiminde devam eden büyüme, Rusya-Ukrayna barışına dair umutlar ve Orta Doğu'da gerginliğin azalmasını aşağı yönlü risk unsurları olarak görüyoruz.** Diğer yandan, mevcut durumda zayıf devam eden Çin'in büyümesinin gelişimi ve atılabilecek destekleyici adımlar da petrol piyasası açısından önemle takip edilecek bir gelişme. Sonuç olarak, **2025 yılında 60 – 80 USD/varil fiyat bandında hareket eden Brent petrolün 2026 yılında da benzer seviyelerin alt bandına yakın hareket edebileceğini tahmin ediyoruz.**
- **Rafineri piyasasına baktığımızda ise 2025 yılı düşük stok seviyeleri ve artan talep eşliğinde karlılık açısından olumlu geçti.** Benzin, dizel ve jet yakıt marjları ise 2024 yılını sırasıyla ortalama 16,6 USD/varil, 19,2 USD/varil ve 16,7 USD/varil seviyelerinde tamamlarken, 2025 yılında sırasıyla ortalama 16,9 USD/varil, 21,9 USD/varil ve 19,1 USD/varil seviyelerinde şekillendi.
- Önümüzdeki dönem için ürün karlılıklarının seyri açısından önemli büyüklükte yeni rafineri yatırımının devreye alınmayacak olmasını destekleyici olarak görüyoruz. Asya'da yeni devreye alınacak tesislerin büyük kısmı petrokimya sektörüne yönelik bulunuyor. Bu çerçevede, **küresel rafinaj kapasitesindeki artışın halen sınırlı olmasının ürün karlılıkları için olumlu unsur olarak kalmaya devam edeceği ve yavaşlayan hızda olsa da büyümesini sürdüren talep ile birlikte karlılıkların tarihi ortalamalarının üzerinde kalmayı sürdüreceği düşüncesindeyiz.** Ayrıca, devam eden Rusya yaptırımları ve olası Rusya-Ukrayna barışı durumunda söz konusu yaptırımların seyri, dünya genelinde dönüşümde henüz istenilen seviyeye ulaşamayan elektrikli araçlara yönelik talep ve akaryakıt piyasalarına etkisi de izlenecek bir diğer gündem maddeleri olacak.

Petrol & gaz sektörü

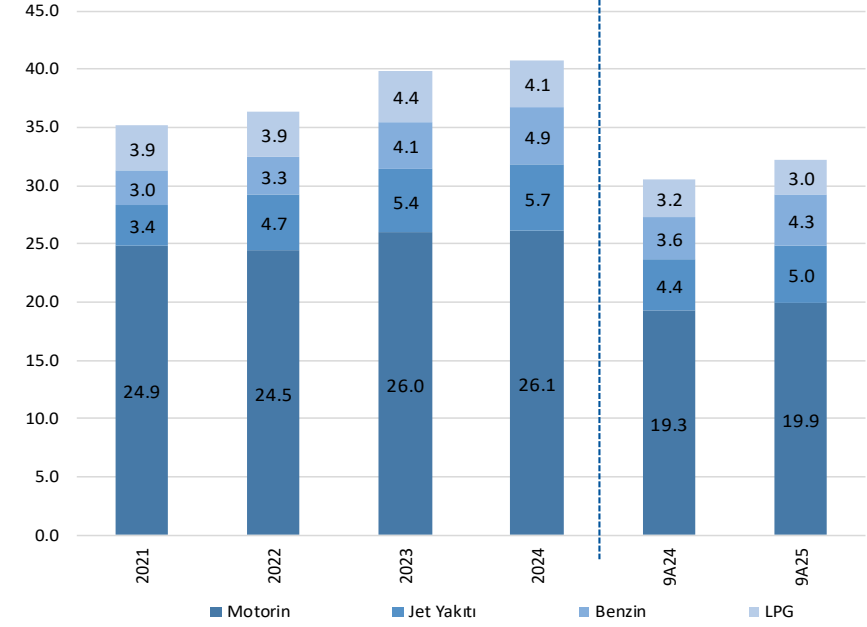
Dünya petrol talebinin* ABD ve Asya öncülüğünde büyümeye devam etmesi bekleniyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, OPEC Aralık 2025 raporu

* bpd (barrel per day) = gün başı petrol

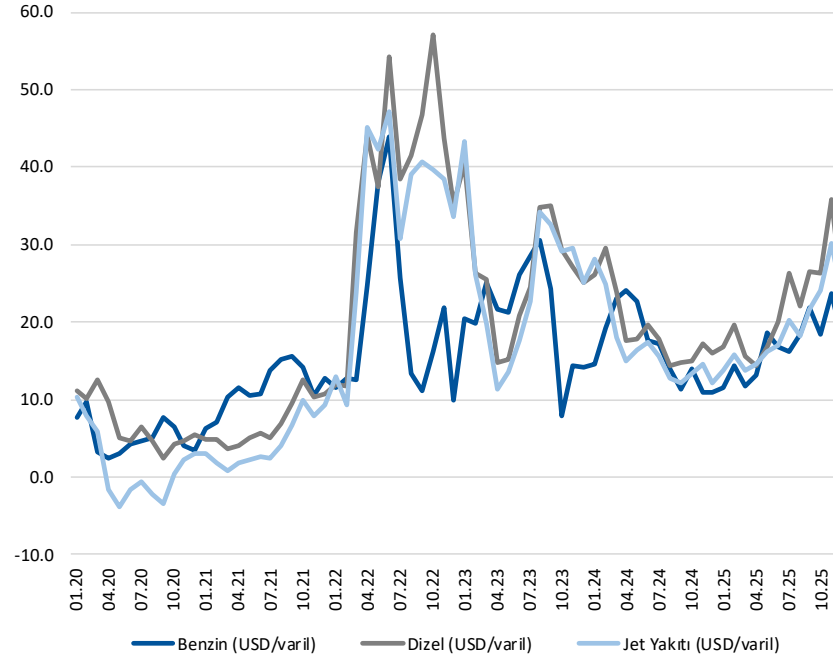
Yurt içi akaryakıt tüketiminde artış devam ediyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş yatırımcı sunumu

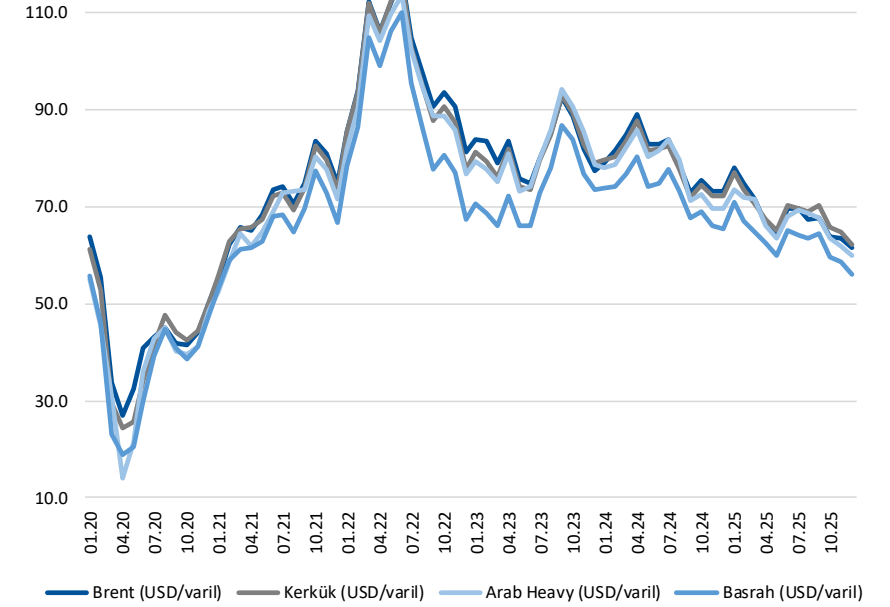
Petrol & gaz sektörü

Ekim ve Kasım aylarındaki olağanüstü seviyelerden normalleşme başladı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş yatırımcı sunumu

Petrol fiyat farklarında daralma gözlemlenirken, Basra ciddi iskonto sunmaya devam ediyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Petrol & gaz sektörü

- Yurt içine bakacak olursak, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) verilerine göre, toplam rafineri petrol ürünleri üretimi Ocak-Ekim döneminde yıllık bazda %9 artarken, yurt içi satışlar ve ihracat sırasıyla %5 ve %3,5 artış gösterdi. LPG'de ise üretim benzer dönemde yıllık bazda %12 artarken, yurt içi satışlar (tüplü, dökme ve otogaz) ve ihracat sırasıyla %5 azalış ve %37 büyüme kaydetti. **Önümüzdeki dönem için havacılık sektöründeki talebin (DHMI'nin beklentisi uçak trafiğinin 2024-2027 arasında %6 YBBO kaydedeceği yönünde) jet yakıt, kayıtlı araç sayısındaki (TÜİK verilerine göre Kasım 2025 itibarıyla son 5 yılda %7 YBBO kaydetti) artışın da benzin tüketimi açısından destekleyici tarafta kalmaya devam edeceğini beklemekte birlikte son dönemde araç satışlarında payı artan elektrikli ve hibrit araçların akaryakıt piyasasına etkilerini de yakından takip ediyoruz.**
- Aygaz, 2025 yılını pozitif relatif performans ile tamamladı. 2025 Strateji raporumuz ve bilanço notlarımızda, Şirket'in sektördeki lider konumu ve devam eden yatırımları ile ön plana çıkabileceği şeklindeki düşüncelerimizi paylaşıyorduk.** 9A25 döneminde %50 FAVÖK ve %45 net kar büyümesi kaydeden Şirket, 2025 yılında güçlü bilançosu ile öne çıkarak BIST 100 endeksinin %6 üzerinde performans gösterdi. **Yılın son çeyreğine ilişkin beklentimiz de güçlü karlılık görünümü ve genel merkezlerinin bulunduğu arsadaki payının satışı kaynaklı kaydedilecek tek seferlik gelir eşliğinde olumlu yönde.** Yeni yılda Şirket'in Bangladeş pazarındaki devam eden büyümesi, yeni pazar arayışı, Kolay Gelsin (eski ismi ile Sendeo) tarafında operasyonel iyileştirme çalışmaları ve LPG ticareti ve taşımacılığı alanında ilave katma değer yaratmak amacıyla yeni gemi alınması ihtimalinin yakından izleneceği düşüncesindeyiz. Aygaz'ı sektördeki lider pozisyonu, sağlam bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu, Tüpraş'ın katkısı ve düzenli temettü ödemesi dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- Tüpraş, yılı, güçlü pozitif relatif performans ile tamamlayan sektör hisselerinden biri oldu. Notlarımızda, güçlü nakit pozisyonu, Stratejik Dönüşüm planı ve yüksek temettü ödemelerine ek olarak yüksek sezon ile iyileşen ürün karlılıkları paralelinde öne çıkacağını düşündüğümüzü belirtirken, Tüpraş da yılı beklentilerimizle uyumlu geçirdi.** 9A25 döneminde iyileşen karlılık ve enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisinde azalış beraberinde FAVÖK marjında 1,0 puan iyileşme ve net karda %21 reel büyüme kaydeden Şirket, 2025 yılında BIST 100 endeksinin %25 üzerinde performans gösterdi. 2026 yılı için yıllık ortalama bazda bakıldığında 2025'e yakın ürün karlılıkları beklentimize karşılık daha destekleyici ağır-hafif ham petrol fiyat makası görünümü eşliğinde 2025 yılına kıyasla daha yüksek FAVÖK ve net kar rakamları öngörüyoruz. Diğer yandan, OPEC+ ve OPEC dışı petrol üretiminde artış, Orta Doğu'daki jeopolitik gerginlikte azalış ve Rusya-Ukrayna barışına dair umutlar kaynaklı petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü risk unsurlarının da yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

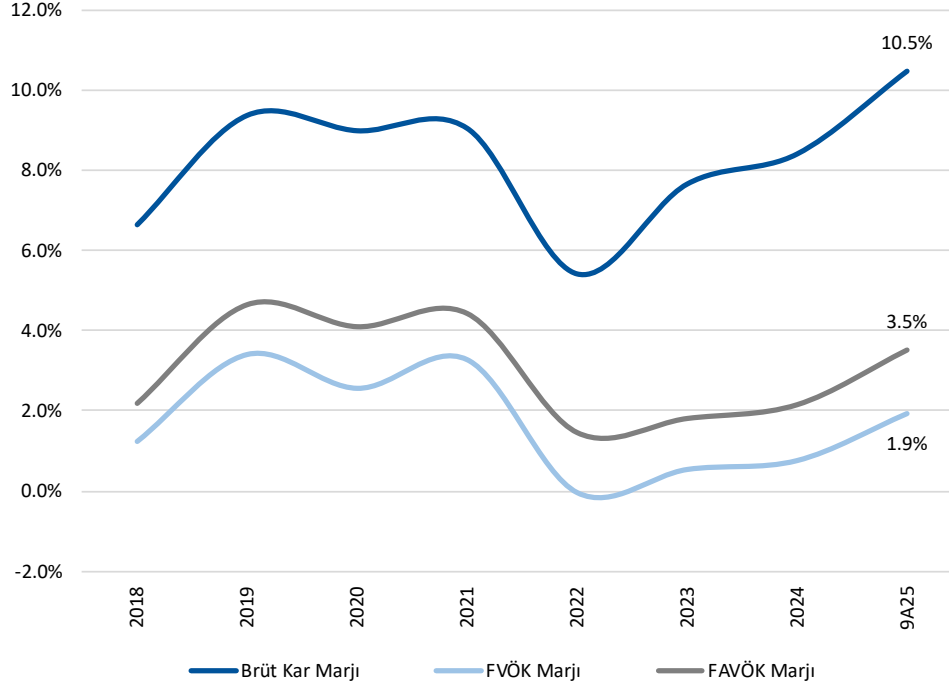
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AYGAZ	286.00	AL	43,499	1,014	21%	6%	11.92	13.70	0.67
TUPRS	273.00	AL	360,311	8,403	43%	25%	13.49	5.11	1.05

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

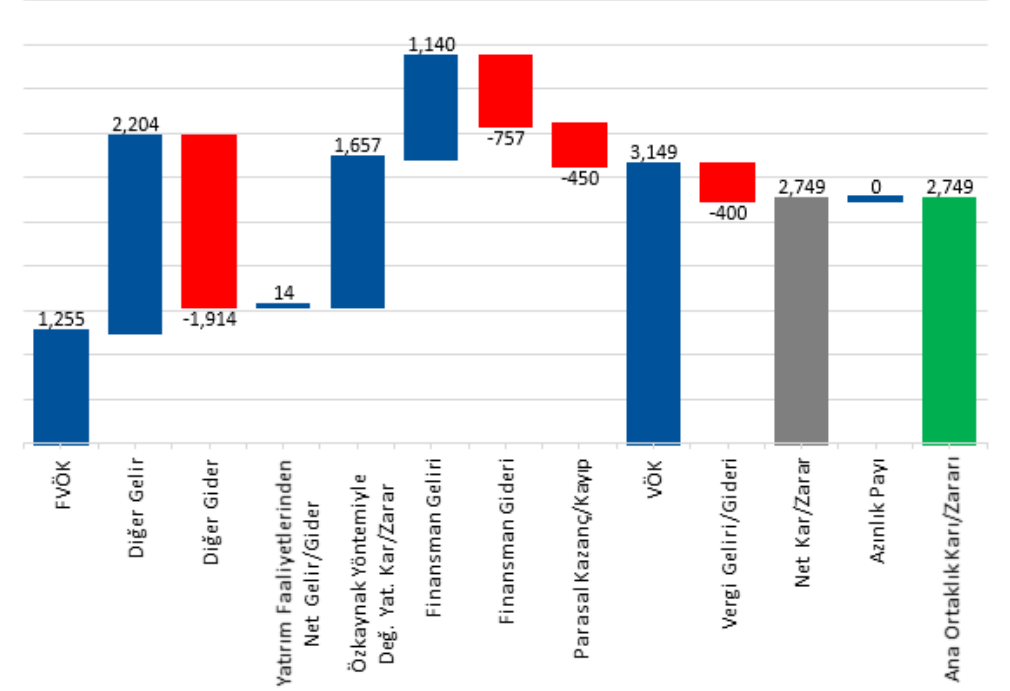
Aygaz

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

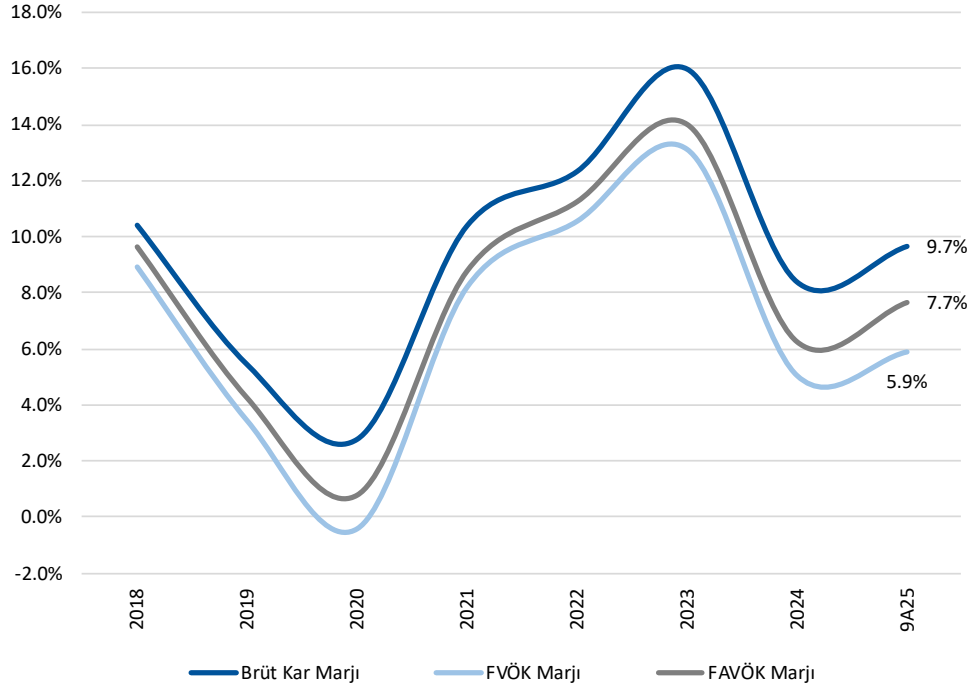
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

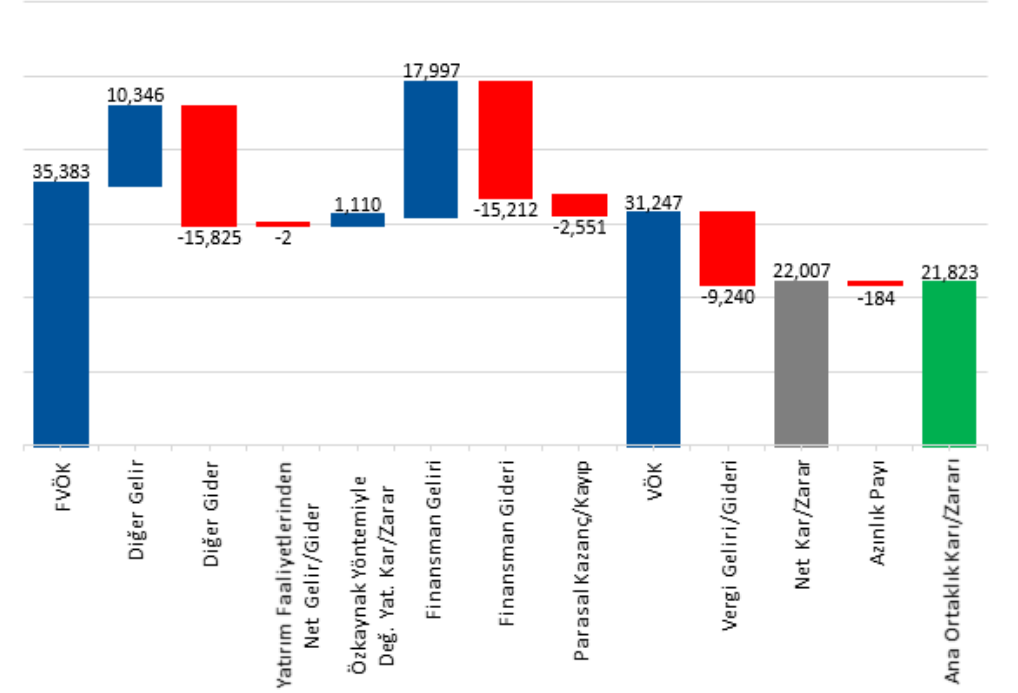
Tüpraş

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Savunma sektörü

- Savunma sanayii tarafında, 2025, stratejik projelerin küresel pazara açıldığı ve operasyonel yetkinliğin pekiştiği bir yıl olarak kayıtlara geçmiştir. Yılın en kritik gelişmesi; IDEF 2025'te Endonezya ile imzalanan ve 48 adet **KAAN** satışını kapsayan 15 milyar dolarlık nihai sözleşme olarak karşımıza çıktı. **Bu anlaşma, Türkiye'yi, beşinci nesil savaş uçağı ihraç edebilen sayılı ülkeler arasına taşırken, Türk savunma ihracatı tarihindeki en büyük tek kalemlik satış olarak kayıtlara geçti.** İhracat verilerine baktığımızda Türk savunma sanayiinin Ocak–Kasım dönemi toplam ihracatının, geçen yılın aynı dönemindeki 5.736 milyon dolar seviyesinden %30 artışla 7.445 milyon dolara ulaştığını görmekteyiz. Son olarak, Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın yaptığı ve en güncel verileri içeren açıklamaya göre ise, 2025'te Türk savunma ve havacılık sanayii sektörünün 9,8 milyar dolarlık mal ihracatı gerçekleştirdiği ifade edildi.
- Havacılık ve insansız sistemler segmentindeki kazanılan ivmenin 2026 yılında da artarak devam etmesi beklenmektedir. Seri üretimine başlanan ve altıncı prototipi üretim bandında olan **KIZILELMA**'nın 2026 yılı içerisinde TSK envanterine girmesi kesinleşirken; 2025 yılında seri üretim aşamasına geçen **ANKA-3** projesinde de 2026 yılı için 10 adet üretim planlanmaktadır. Söz konusu projede ilk teslimatların ise yıl sonu itibarıyla tamamlanması hedeflenmektedir. Türkiye'nin tüm hava savunma sistemlerini, radarlarını ve sensörlerini yapay zekâ destekli tek bir ağ altında birleştiren "Çelik Kubbe" projesi, 2025 yılında operasyonel kapasiteye ulaşmıştı. Aralık 2025 sonu itibarıyla toplam 47 sistem unsuru TSK envanterine dahil edilmiştir. 2026 yılı hedefleri doğrultusunda **ASELSAN**, üretim kapasitesini iki katına çıkararak yıllık 100'ün üzerinde Çelik Kubbe bileşeni teslim etmeyi planlamaktadır.
- 2025 yılında NATO liderlerinin savunma harcamalarını GSYH'nin %5'ine çıkarma konusundaki mutabakatı stratejik bir haber akışı olarak öne çıkarken; bütçe tarafında savunma ve güvenlik harcamaları için ayrılan ödeneğin 2025'teki 1,61 trilyon TL seviyesinden %33,9 artışla 2026 yılında **2,16 trilyon TL**'ye yükseltildiğini takip ettik. **2026 Yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı ve Savunma Sanayii Başkanlığı'nın (SSB) yol haritası; sektörün sadece platform bazlı değil, "derin teknoloji" odaklı büyüyeceğini göstermektedir.** Bu kapsamda, kuantum teknolojileri, yapay zekâ, otonom sistemler ve hipersonik silahların öncelikli alanlar olarak belirlenmesi, sektörün teknolojik dönüşümü açısından kritik bir eşik olarak değerlendirilmektedir.
- Süregelen Strateji Raporumuzda da yer verdiğimiz paralelde savunma sanayiinde var olan büyüme potansiyeline ek olarak geniş ürün yelpazesi, ihracat odaklı büyümesi ve devam eden Ar-Ge çalışmaları ile Aselsan'ı geline değerleme oranları ve çarpanlar bazında zorlanmakla birlikte, barındırdığı yüksek potansiyel ve ora-uzun vadeli beklentilerimiz eşliğinde beğenmeye devam ediyor ve Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.

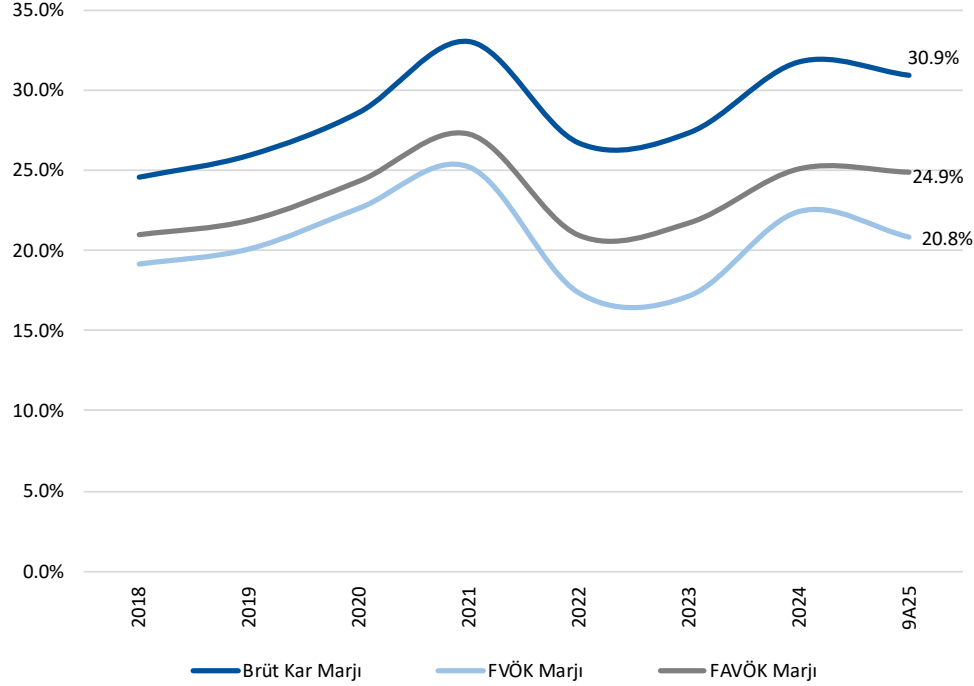
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ASELS	273.50	TUT	1,049,712	24,480	220%	179%	46.34	25.93	5.63

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

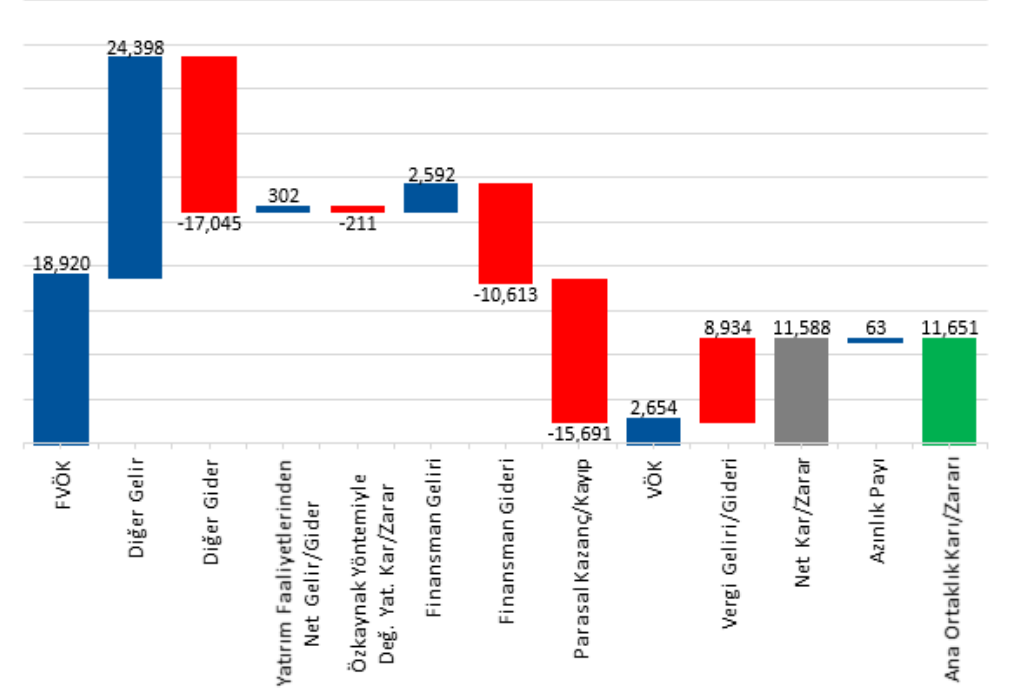
Aselsan

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Telekom sektörü

- **Hatırlanacağı üzere 2024 yılına, "Telekom sektörü güvenli liman olur mu?" sorusuyla başlamıştık.** Geçen süre zarfında sektörün güvenli bir limandan çok daha fazlasını sunduğunu gördük. **2025 yılında ise artan rekabete dikkat çekerek "Hala 'telekom' denilebilir" değerlendirmesinde bulunmuş; ARPU tarafında agresif bir tutum sergilenmese dahi büyümenin enflasyon üzerinde seyretmesini beklediğimizi ifade etmiştik.** Geline nokta, halka açık her iki operatörün de enflasyon üzerinde ARPU büyümesi elde ettiğine, farklı fiyatlama stratejileriyle karlılıklarını korurken abone sayılarını artırdıklarına tanık oluyoruz.
- **2026 yılı beklentilerimizi şekillendirirken 2025'ten devralınan miras kritik önem taşımaktadır.** 2025 yılında gerçekleşen imtiyaz yenilemesi ve 5G ihalesi ödemelerinin ilk etkileri 2026 yılı bilançolarında görülmeye başlanacaktır. Süreci özetlemek gerekirse; Türk Telekom 27 Ağustos 2025 tarihinde imtiyaz sözleşmesinin uzatılmasına yönelik KAP bildiriminde bulunmuştur. Sözleşme uyarınca Türk Telekom, 2026 yılından itibaren 10 yıla yayılan bir takvimle BTK'ya KDV hariç 2,5 milyar USD (KDV dahil 3 milyar USD) tutarında imtiyaz bedeli ödeyecektir.
- **5G yetkilendirme süreci ise 16 Ekim 2025 tarihinde tamamlanmış ve toplam ihale büyüklüğü KDV hariç 2,945 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.** Bu ihalede Turkcell, KDV hariç 1,224 milyon USD bedelle 31 Aralık 2042'ye kadar geçerli olacak en geniş spektrum haklarını bünyesine katarken; Türk Telekom 1,094 milyon USD bedelle ihalede ikinci en geniş spektrumu elde etmiştir.

TCELL				
(milyon USD)	2026	2027	2025-2032	
5G-KDV	245			
5G ödemeleri	816	408		
Google Cloud yatırımı			1 milyar USD	
Toplam	1,061	408		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TCELL

TTKOM				
(milyon USD)	2026	2027	2028-2034	2035
İmtiyaz-KDV	500			
İmtiyaz ödemeleri	500	500	200 (her yıl)	100
5G-KDV	219			
5G ödemeleri	729	365		
Toplam	1,948	865	1,400	100

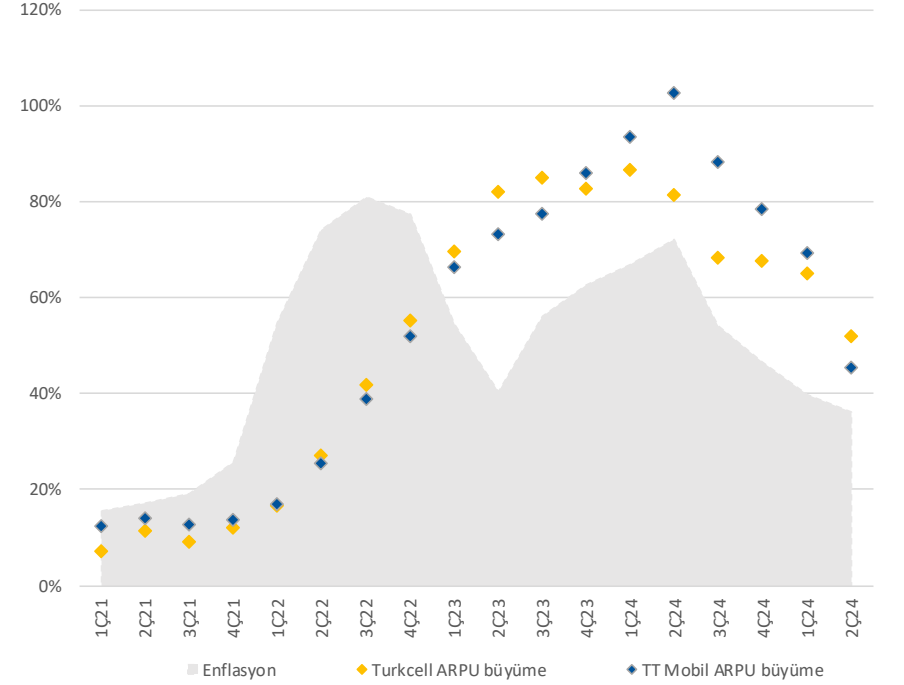
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TTKOM Aralık sunumu

- Ödeme takvimlerinden de anlaşılacağı üzere **2026 yılı, borçluluk seviyelerinin yükseldiği ve net borç/FAVÖK rasyosunun artış eğilimine girdiği bir dönem** olarak karşımıza çıkacaktır. Ödemelerin döviz cinsinden yapılacak olması, operatörlerin döviz açık pozisyonlarında belirli bir artış riskini beraberinde getirmektedir. Özetle, ihale süreci öncesinde bilançolarını tahkim eden telekom şirketlerinin mali yapıları, imtiyaz ve 5G yükümlülükleri doğrultusunda yeniden şekillenecektir. Sektöre yönelik risk algımız, gelecek dönem beklentilerimiz paralelinde, dengeli. Orta-uzun vadeli hikaye başlıklarına odaklanmayı tercih ediyoruz.

Telekom sektörü

- Bilançolar üzerindeki bu etkilerin yanı sıra, gelir kalemlerinin ana belirleyicisi olan ARPU tarafındaki beklentiler incelendiğinde; yoğunlaşan rekabet ortamı nedeniyle geçmiş yıllarda gözlemlenen reel büyüme hızının yavaşlamasını bekliyoruz. Güncel BTK verileri de mobil ARPU büyümesi ile ortalama enflasyon arasındaki makasın daraldığını teyit etmektedir. Bu doğrultuda, **2026 yılı için gelir büyümesi beklentimiz orta-yüksek tek haneli seviyelerdedir.**
- Devam eden ARPU büyümesi ve mevcut karlılık seviyelerinin, her iki telekom operatörü açısından da kritik önemini koruduğunu değerlendiriyoruz. Buna karşın, **artan borçluluk oranları nedeniyle 2026 yılında telekom sektörünün ön planda yer almasını –en azından ilk etapta- beklemeyiz.** 2025 son çeyrekte VUK tarafında değişen enflasyon muhasebesi etkisini gözettiğimizde ertelenmiş vergi gideri dolayısıyla olumsuz etki beklediğimiz **TTKOM**'da 2026'da karlılık göstergelerinin bir miktar daha iyileşme kaydedeceğini öngörüyoruz. **TCELL** tarafında ise artan rekabetin etkisiyle marjların normalleşmesini beklerken 2025'te başlattığı Google Cloud yatırım sürecinin netleşmesiyle birlikte yeni bir ivme yakalanabileceğini ve süregelen temettü ödemelerinin bu momentumu destekleyeceği görüşündeyiz.
- **Özetle, sektör gelişmelerine duyarlı yatırımcı eğilimi 2026'da sık sık konuşulan başlıklardan olma potansiyeli taşımakla birlikte, her iki şirketin de kendine has hikayeleri olduğu bilincinin gözetilmesini daha doğru buluyoruz.**

Mobil ARPU büyümesi ve ort. enflasyon ilişkisi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, BTK

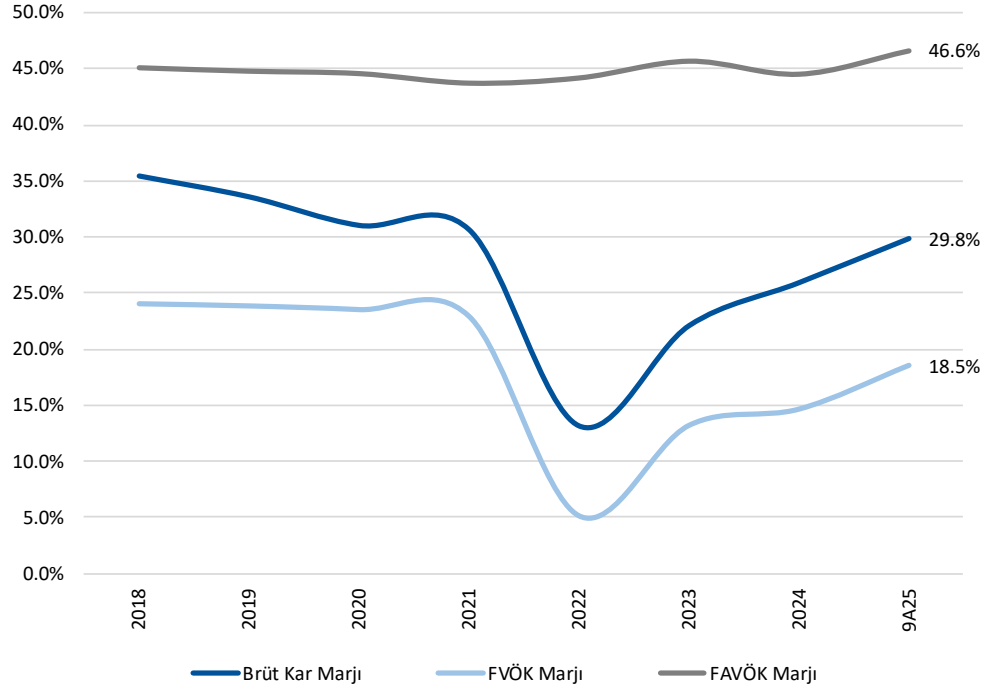
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
TCELL	174.40	AL	211,200	4,925	4%	-9%	13.60	2.61	0.87
TTKOM	83.00	AL	203,350	4,742	32%	15%	10.51	2.95	1.00

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

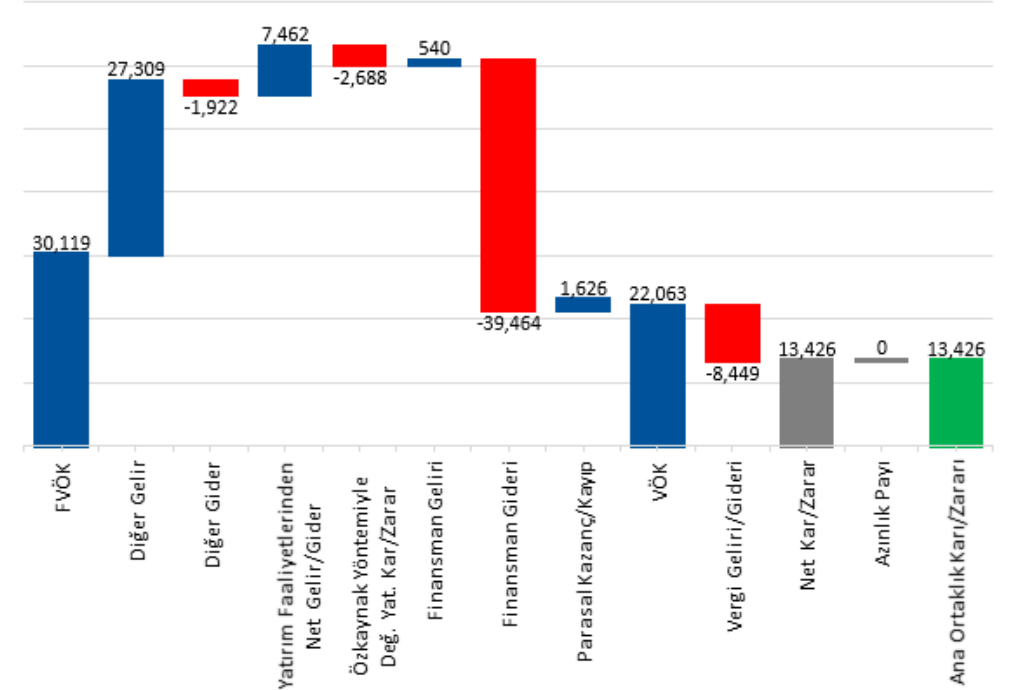
Turkcell

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

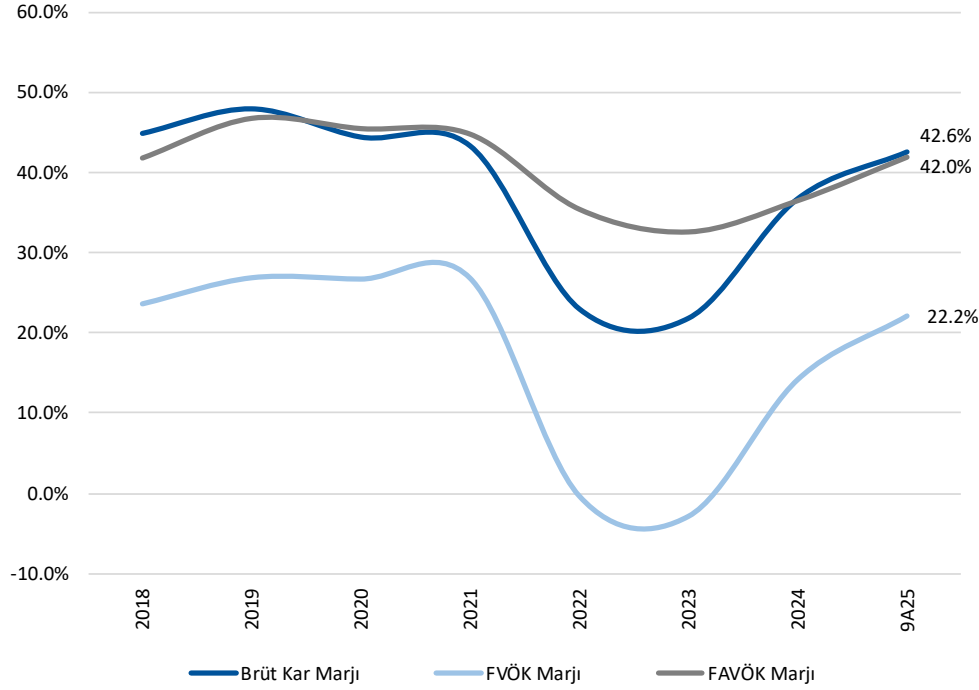
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

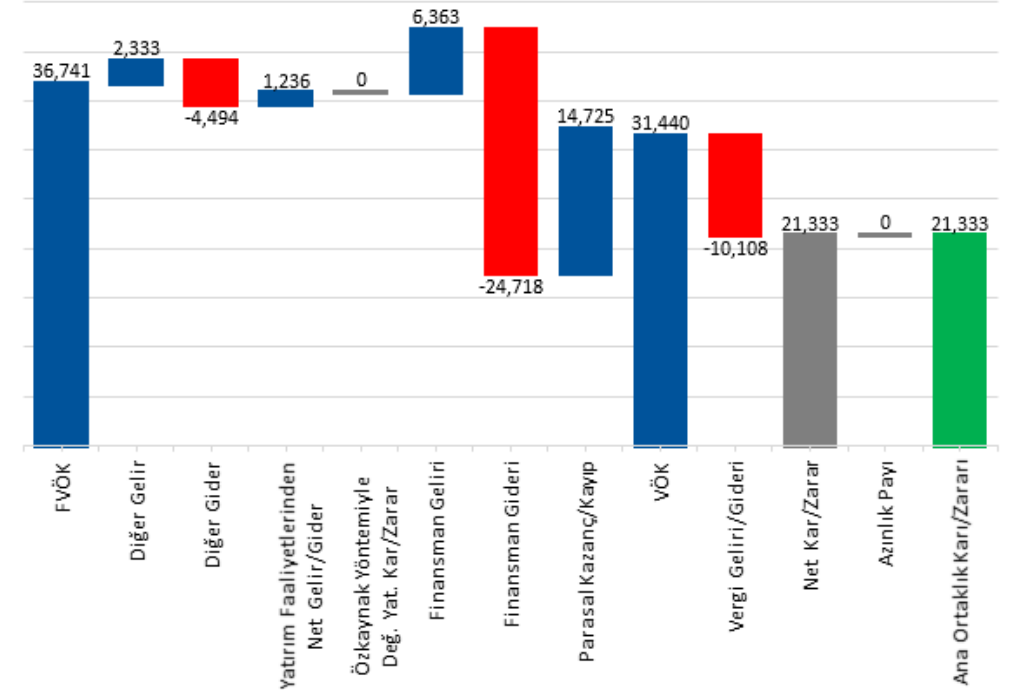
Türk Telekom

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)

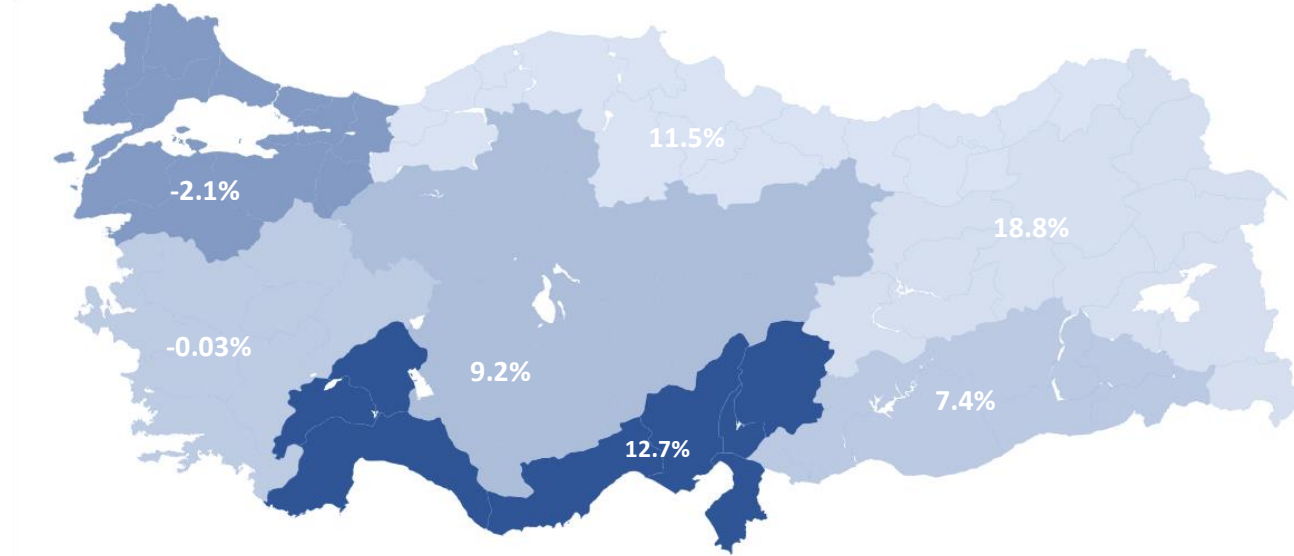


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Yapı malzemeleri sektörü

- **2025 yılında sektör görünümünü**, enflasyon artışının gerisinde kalan fiyatlama ortamı ve deprem bölgesi hariç zayıflayan iç talep belirledi. İç talepteki zayıflığı dengelemek amacıyla ihracat faaliyetleri artış gösterirken, toplam talepteki gerileme ciro üzerinde aşağı yönlü baskı yarattı. Düşük marjlı ihracat yapısı karlılığı sınırlarken, enerji maliyetlerindeki istikrarlı seyir ve alternatif enerji kullanımının artması operasyonel karlılığı destekleyen unsurlar oldu. Yılın ikinci yarısında fiyat ayarlamaları ve talep tarafındaki toparlanma ile görünümde sınırlı iyileşme gözlemlendi.

Çimento üretimi 9A25 yıllık değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Türk Çimento

- Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği verilerine göre Ocak-Eylül döneminde toplam çimento üretimi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %7,5 artış gösterdi. Bölge bazlı çimento üretimi bir önceki yılın aynı dönemiyle kıyaslandığında, Ege Bölgesi'nde yatay seyrederken, Marmara Bölgesi'nde %2,1 azalış kaydetti. Doğu Anadolu Bölgesi %18,8 artış ile üretimin en çok arttığı bölge olurken, tonaj bazında en çok üretim 18 milyon ton ile Akdeniz Bölgesi'nde gerçekleşti.

Yapı malzemeleri sektörü

- 2026 yılında, fiyatlama ve talep tarafında kademeli bir iyileşme öngörmekteyiz. Deprem bölgesi kaynaklı talebin normalleşmesi beklenirken, dezenflasyon süreciyle birlikte sosyal konut, altyapı ve kamu projelerinin ivme kazanması, özellikle Marmara Bölgesi başta olmak üzere talep dinamiklerini destekleyebilir. Enerji maliyetlerinde yatay seyrin devam etmesi, maliyet baskılarını sınırlayarak operasyonel karlılığa katkı sağlayabilir.
- Şirket bazında bakıldığında, **Çimsa** tarafında yurt dışı yatırımların etkisiyle hacim artışının daha belirgin olması beklenirken, inorganik büyüme kaynaklı yüksek baz etkisi azalsa dahi Şirket önemli potansiyel barındırmaya devam etmektedir. Yurt içi talepteki zayıflamaya karşın, üçüncü parti ticaret kanalı aracılığıyla hasılatın korunmasını öngörüyoruz.
- **Akçansa'nın** Marmara Bölgesi'ndeki faaliyet yoğunluğu sayesinde bölgesel talep artışından daha olumlu etkilenmesi beklenmektedir. Toplu konut projelerinde Marmara bölgesinin ağırlığı, altyapı çalışmaları ve kentsel dönüşüm gibi büyükşehir projelerinde Akçansa'nın bölgesel avantajının etkili olmasını bekliyoruz. Yurt dışında ise yine bölge bazlı konumu dolayısıyla Rusya-Ukrayna bölgesinde yeniden yapılanma sürecinde Şirket'in avantajlı konumda bulunacağını değerlendiriyoruz.
- **Kalekim**'de ise 2025 yılı boyunca sergilediği dirençli finansal performans ve operasyonel çevikliğiyle, hem yerel hem de uluslararası pazarlarda stratejik bir olgunluk evresine geçiş yaptığını gördük. 4Ç25 ile görmeye başlayacağımız yatırımların pozitif etkisine ek olarak güçlü nakit pozisyonu ve sağlam bilanço yapısıyla Şirket'in, yeni büyüme hikayeleri yaratma konusunda oldukça güçlü konumda olduğuna inanıyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2025 Yılı Nominal Performans	2025 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AKCNS	188.10	TUT	30,976	722	-5%	-17%	33.27	10.24	1.29
CIMSA	65.00	AL	43,062	1,004	1%	-12%	24.69	9.21	1.34
KLKIM	60.00	AL	16,220	378	15%	0%	13.75	6.66	2.71

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Yapı malzemeleri sektörü

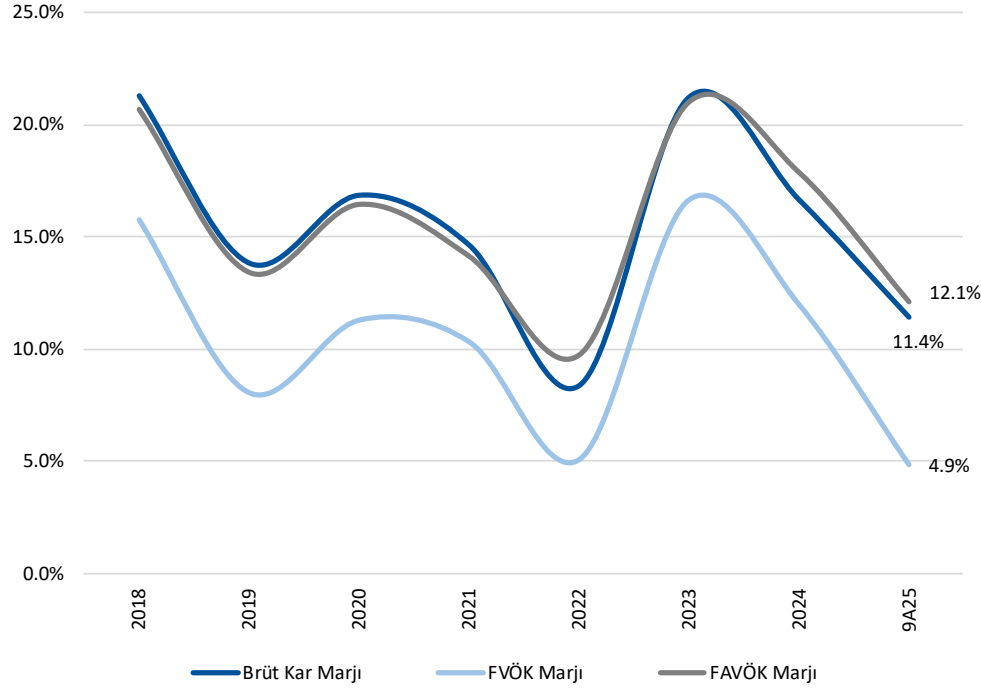
2025/9A

Hisse	Klinker üretim kapasitesi (bin ton)	Piyasa değeri (mio TRY)	Defter değeri (mio TRY)	PD/Klinker kapasite (x)	Firma Değeri (mio TRY)	FD/Klinker kapasite (x)
OYAKC	12,600	114,443	59,017	9.1	105,768	8.4
CIMSA	7,100	43,062	32,054	6.1	63,823	9.0
AKCNS	7,037	30,976	24,006	4.4	31,912	4.5
NUHCM	4,600	33,438	23,399	7.3	27,757	6.0
CMENT	4,419	30,402	14,190	6.9	29,060	6.6
GOLTS	3,150	5,733	9,717	1.8	7,361	2.3
BSOKE	3,000	25,952	12,047	8.7	28,663	9.6
LMKDC	2,293	14,814	6,804	6.5	13,433	5.9
AFYON	1,650	5,252	7,103	3.2	4,605	2.8
BUCIM	1,400	11,460	15,534	8.2	14,119	10.1
BTCIM	1,370	21,316	21,125	15.6	26,383	19.3
Medyan	3,150	25,952	15,534	6.9	27,757	6.6
Ortalama	4,420	30,623	20,454	7.1	32,080	7.7

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet, Şirket sunumları

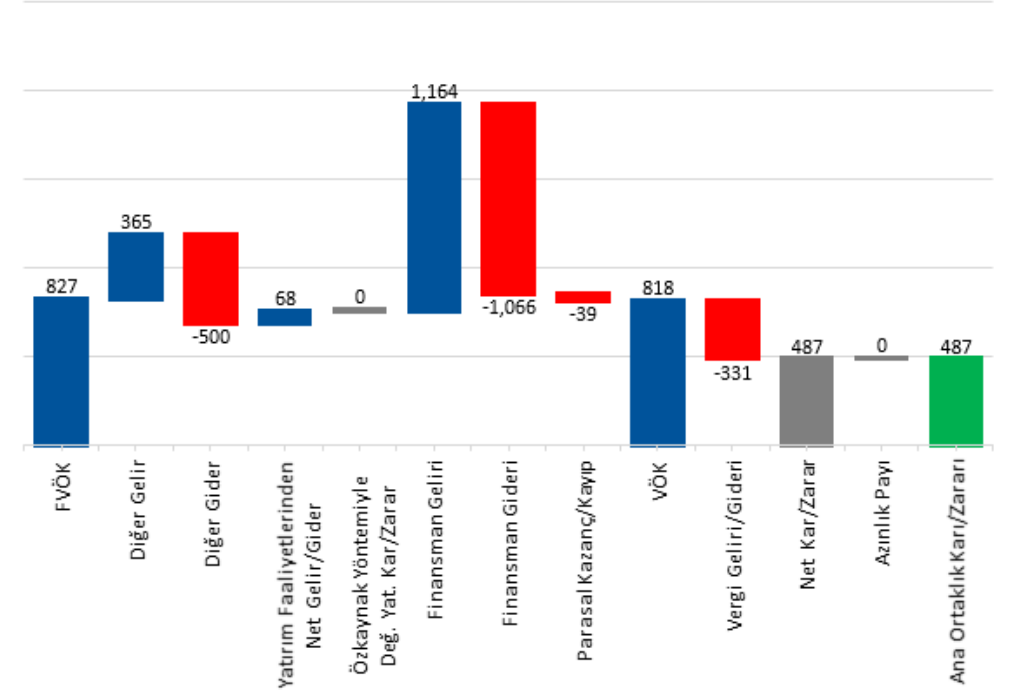
Akçansa

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

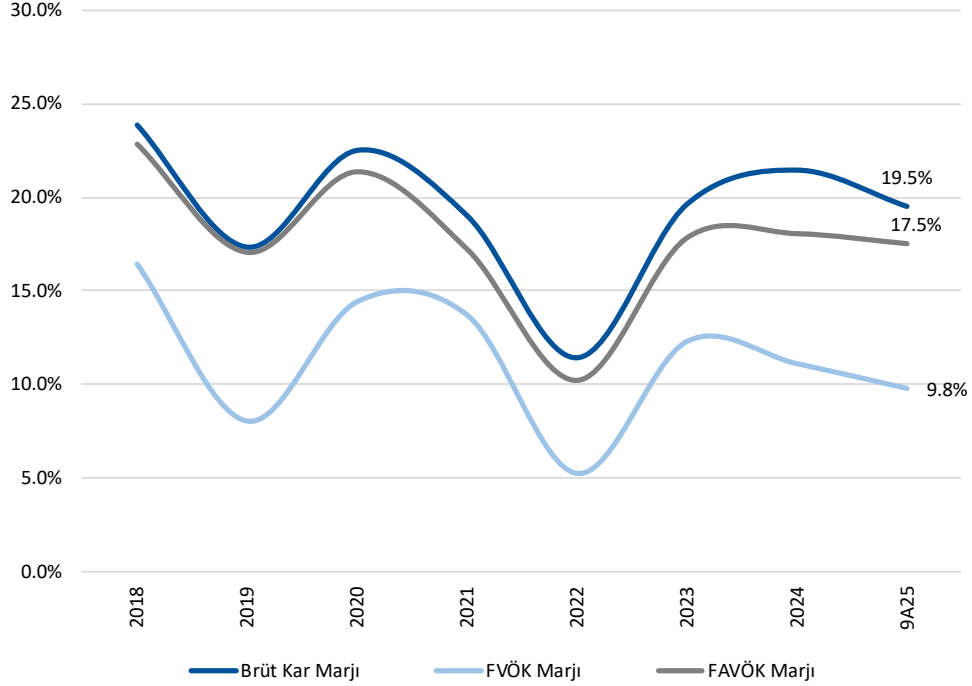
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

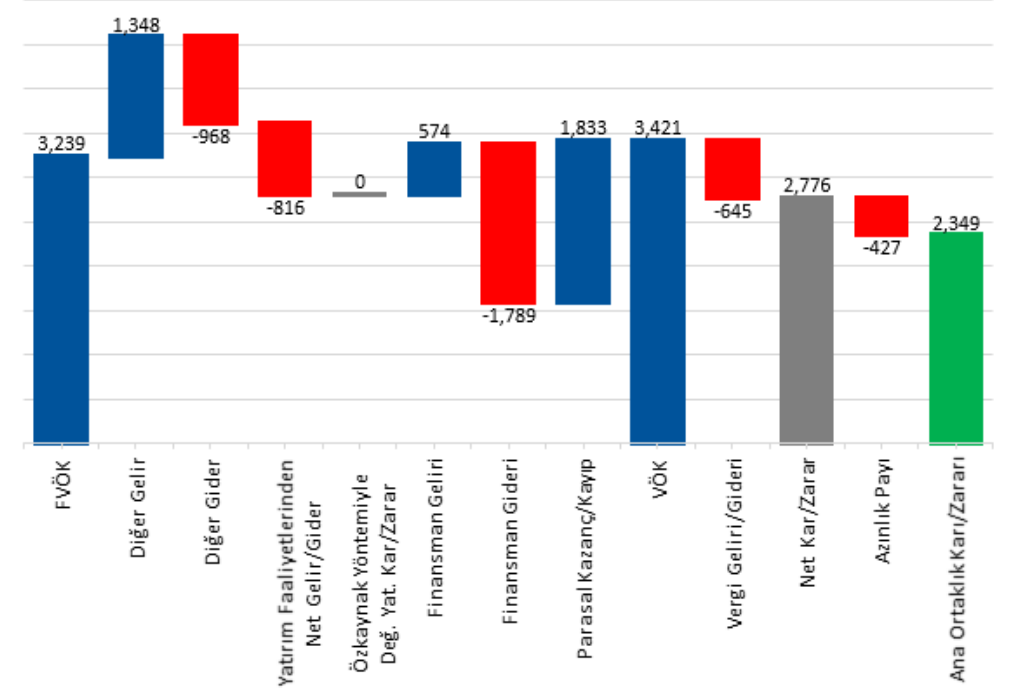
Çimsa

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

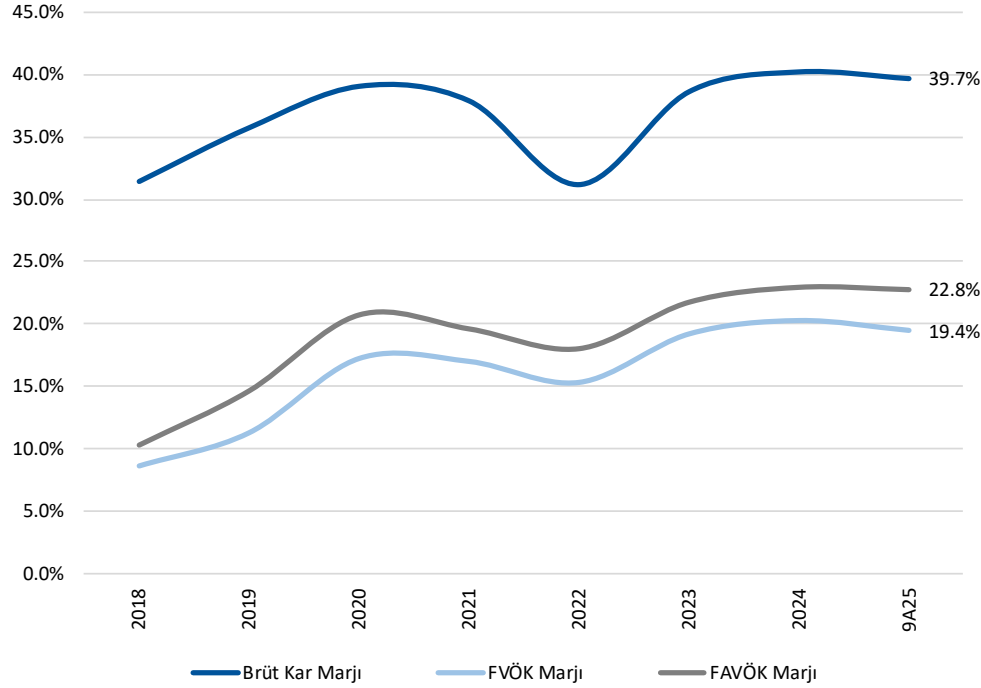
9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

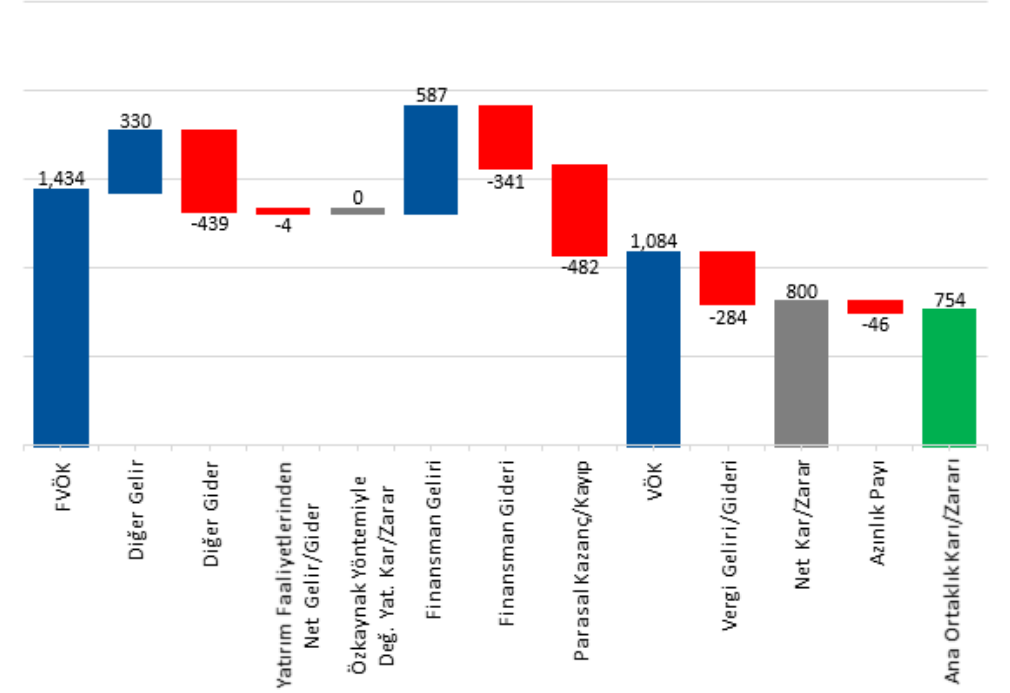
Kalekim

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A25 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

■ Temettü tahminlerimiz

Temettü tahminlerimiz

Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
DOAS	193.00	28.99	6,378	15.0%
TTRAK	525.00	49.97	5,000	9.5%
TRGYO	74.15	6.20	6,195	8.4%
FROTO	95.60	7.43	26,076	7.8%
TUPRS	187.00	13.04	25,129	7.0%
AYGAZ	197.90	13.49	2,966	6.8%
ULKER	112.00	7.61	2,810	6.8%
ENJSA	91.25	5.05	5,959	5.5%
CCOLA	59.30	2.86	8,005	4.8%
AKSA	10.11	0.49	1,894	4.8%
ENKAI	80.10	3.40	20,400	4.2%
LOGO	154.00	6.33	601	4.1%
BIMAS	543.00	22.08	13,249	4.1%
KCHOL	174.80	7.10	18,000	4.1%
GWIND	23.06	0.84	454	3.6%
MAVI	42.72	1.49	1,183	3.5%
INDES	7.67	0.26	193	3.4%
TCELL	96.00	2.94	6,465	3.1%
MGROS	530.50	14.44	2,614	2.7%
TOASO	258.75	6.95	3,476	2.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları

Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
LKMNH	18.75	0.48	104	2.6%
RGYAS	136.50	3.49	1,155	2.6%
ALARK	105.40	2.64	1,147	2.5%
SAHOL	87.90	2.14	4,500	2.4%
AZTEK	4.20	0.10	95	2.3%
THYAO	274.25	5.83	8,050	2.1%
CIMSA	45.54	0.90	850	2.0%
KLKIM	35.26	0.63	291	1.8%
SISE	39.14	0.67	2,047	1.7%
TABGD	212.00	3.50	914	1.7%
AKCNS	161.80	2.46	471	1.5%
TAVHL	310.75	4.22	1,532	1.4%
OFSYM	67.65	0.89	130	1.3%
AKSEN	68.90	0.75	921	1.1%
EREGL	24.22	0.25	1,771	1.0%
DOHOL	17.47	0.13	342	0.7%
EBEBK	53.90	0.30	48	0.6%
SELEC	79.60	0.40	250	0.5%
BIGCH	49.00	0.22	24	0.5%
ASELS	230.20	0.37	1,692	0.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
ANHYT	97.20	7.73	3,326	8.0%
ISMEN	40.56	2.36	3,534	5.8%
ANSGR	22.88	1.20	2,390	5.2%
AGESA	215.50	10.36	1,865	4.8%
GLCVY	79.80	3.17	443	4.0%
TURSG	11.50	0.35	3,470	3.0%
ALBRK	8.10	0.24	606	3.0%
TSKB	12.84	0.36	1,013	2.8%
GARAN	149.70	3.29	13,826	2.2%
ISCTR	14.38	0.27	6,828	1.9%
AKBNK	73.50	1.22	6,355	1.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin 2025 temettü performansları

Şirket	2025 Toplam Brüt Temettü (milyon TL)*	2024 Net Karı (milyon TL)	Temettü Dağıtım Oranı	2025 YBB Relatif Performansı
AGESA	1,000	2,755	36%	23.8%
AKBNK	6,354	42,366	15%	-3.9%
AKCNS	1,200	1,673	72%	-16.9%
AKGRT	0	1,857	a.d.	-22.3%
AKSA	1,865	1,137	164%	-30.5%
AKSEN	0	2,007	a.d.	61.4%
ALARK	1,131	1,757	64%	-0.5%
ALBRK	431	4,310	10%	9.7%
ALFAS	60	199	30%	-47.4%
ALKIM	0	-136	a.d.	-15.6%
ANHYT	2,500	4,070	61%	-12.7%
ANSGR	2,100	10,878	19%	-18.7%
ARCLK	0	1,689	a.d.	-37.9%
ARMGD	0	809	a.d.	53.5%
ASELS	1,070	15,299	7%	179.3%
AYGAZ	2,758	2,123	130%	6.0%
AZTEK	136	228	60%	-20.4%
BIGCH	78	157	50%	45.7%
BIMAS	7,800	18,587	42%	-10.3%
BIOEN	0	99	a.d.	-14.4%
BIZIM	0	-1,681	a.d.	-22.0%
BRISA	650	1,519	43%	-15.3%
CCOLA	3,000	14,813	20%	-12.6%
CIMSA	600	2,688	22%	-11.8%
DOAS	6,000	7,592	79%	-3.8%
DOHOL	800	4,317	19%	3.8%
EBEBK	160	116	138%	-20.3%
EKGYO	1,520	12,787	12%	34.5%
ENJSA	3,390	-4,853	a.d.	40.4%
ENKAI	18,900	24,691	77%	48.7%
EREGL	1,750	13,481	13%	-14.0%
FROTO	27,231	38,864	70%	-6.5%
GARAN	18,435	92,175	20%	4.4%
GLCVY	350	1,182	30%	59.4%
GWIND	346	834	41%	-40.7%
HALKB	0	15,105	a.d.	98.2%
HEKTS	0	-2,727	a.d.	-31.0%
HTTBT	0	277	a.d.	-28.9%
INDES	0	328	a.d.	-10.3%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları

* 2025 yılı içerisinde ödenen nakit temettüler hesaba dahil edilmiş olup bedelsiz sermaye artırımları hariç tutulmuştur.

Şirket	2025 Toplam Brüt Temettü (milyon TL)*	2024 Net Karı (milyon TL)	Temettü Dağıtım Oranı	2025 YBB Relatif Performansı
ISCTR	4,552	45,517	10%	-7.8%
ISMEN	8,500	5,506	154%	-19.8%
KAREL	0	-1,526	a.d.	-28.1%
KCHOL	17,447	1,306	1336%	-13.6%
KLKIM	200	929	22%	0.4%
KORDS	0	-1,096	a.d.	-40.9%
KRDMD	0	-3,031	a.d.	-18.6%
LKMNH	90	240	38%	-4.6%
LOGO	500	352	142%	25.9%
MAVI	931	2,724	34%	-9.7%
MEDTR	30	73	41%	-52.2%
MGROS	1,900	6,340	30%	-14.9%
MPARK	0	5,210	a.d.	-13.0%
OFSYM	122	357	34%	46.6%
OTKAR	0	-3,104	a.d.	-12.4%
PETKM	0	-6,344	a.d.	-21.7%
PGSUS	0	13,285	a.d.	-21.4%
RGYAS	543	4,686	12%	-7.8%
SAHOL	6,301	-15,475	a.d.	-20.6%
SELEC	248	2,059	12%	-4.5%
SISE	2,000	5,022	40%	-17.7%
SOKM	0	61	a.d.	8.2%
TABGD	915	1,912	48%	24.3%
TAVHL	0	6,558	a.d.	-5.0%
TCELL	8,000	23,523	34%	-8.9%
THYAO	9,500	113,378	8%	-14.6%
TOASO	6,000	5,221	115%	12.7%
TRGYO	3,500	8,303	42%	7.3%
TSKB	0	10,135	a.d.	-11.8%
TTKOM	0	8,456	a.d.	15.4%
TTRAK	4,850	5,741	84%	-35.7%
TUPRS	29,300	18,315	160%	24.8%
TURSG	2,000	12,720	16%	14.8%
ULKER	2,980	7,401	40%	-13.5%
VAKBN	0	40,375	a.d.	14.8%
VESBE	70	266	26%	-59.7%
VESTL	0	-11,021	a.d.	-64.9%
YATAS	0	180	a.d.	26.2%
YKBNK	0	29,017	a.d.	3.3%

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin 2025 yılı temettü tahminlerimiz ve gerçekleştirmeler

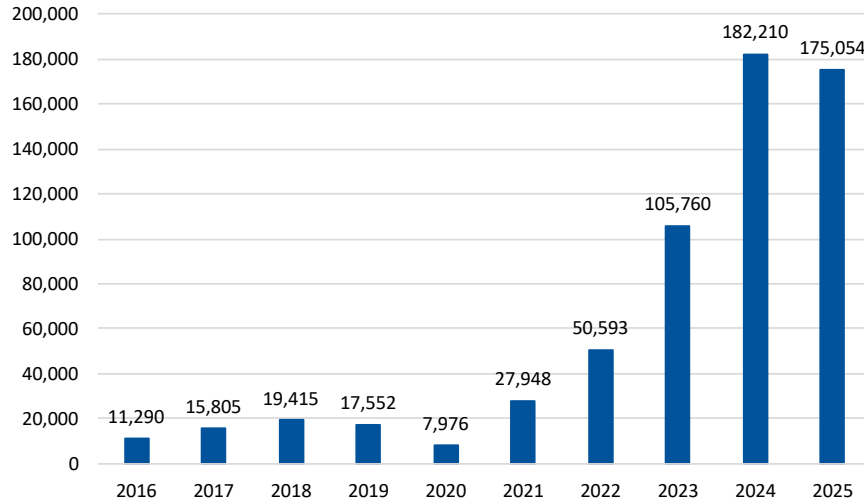
Şirket	Gerçekleşen brüt temettü (milyon TL)	Tahmini brüt temettü (milyon TL)	Fark	
AGESA	1,000	1,020	-2%	Beklenti ile uyumlu
AKBNK	6,354	9,972	-36%	Beklenti altı
AKCNS	1,200	835	44%	Beklenti üstü
AKGRT	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
AKSA	1,865	1,124	66%	Beklenti üstü
AKSEN	0	952	-100%	Beklenti altı
ALARK	1,131	505	124%	Beklenti üstü
ALBRK	431	0	a.d.	Kapsamda yer alıyordu
ALFAS	60	180	-67%	Beklenti altı
ALKIM	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
ANHYT	2,500	1,591	57%	Beklenti üstü
ANSGR	2,100	0	a.d.	Beklenti üstü
ARCLK	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
ARMGD	0	0	a.d.	Kapsamda yer alıyordu
ASELS	1,070	890	20%	Beklenti üstü
AYGAZ	2,758	936	195%	Beklenti üstü
AZTEK	136	206	-34%	Beklenti altı
BIGCH	78	56	39%	Beklenti ile uyumlu
BIMAS	7,800	7,110	10%	Beklenti üstü
BIOEN	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
BIZIM	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
BRISA	650	216	200%	Beklenti üstü
CCOLA	3,000	3,099	-3%	Beklenti ile uyumlu
CIMSA	600	1,184	-49%	Beklenti altı
DOAS	6,000	4,416	36%	Beklenti üstü
DOHOL	800	1,082	-26%	Beklenti altı
EBEBK	160	0	a.d.	Kapsamda yer alıyordu
EKGYO	1,520	0	a.d.	Beklenti üstü
ENJSA	3,390	3,247	4%	Beklenti ile uyumlu
ENKAI	18,900	9,346	102%	Beklenti üstü
ERGL	1,750	4,413	-60%	Beklenti altı
FROTO	27,231	15,610	74%	Beklenti üstü
GARAN	18,435	13,100	41%	Beklenti üstü
GLCVY	350	0	a.d.	Kapsamda yer alıyordu
GWIND	346	500	-31%	Beklenti altı
HALKB	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
HEKTS	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
HTTBT	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
INDES	0	130	-100%	Beklenti altı

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Şirket	Gerçekleşen brüt temettü (milyon TL)	Tahmini brüt temettü (milyon TL)	Fark	
ISCTR	4,552	7,226	-37%	Beklenti altı
ISMEN	8,500	1,939	338%	Beklenti üstü
KAREL	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
KCHOL	17,447	14,000	25%	Beklenti üstü
KLKIM	200	172	16%	Beklenti üstü
KORDS	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
KRDMD	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
LKMNH	90	59	52%	Beklenti üstü
LOGO	500	201	149%	Beklenti üstü
MAVI	931	1,606	-42%	Beklenti altı
MEDTR	30	35	-14%	Beklenti ile uyumlu
MGROS	1,900	1,505	26%	Beklenti üstü
MPARK	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
OFSYM	122	0	a.d.	Kapsamda yer alıyordu
OTKAR	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
PETKM	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
PGSUS	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
RGYAS	543	0	a.d.	Kapsamda yer alıyordu
SAHOL	6,301	5,000	26%	Beklenti üstü
SELEC	248	443	-44%	Beklenti altı
SISE	2,000	722	177%	Beklenti üstü
SOKM	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
TABGD	915	641	43%	Beklenti üstü
TAVHL	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
TCELL	8,000	11,676	-31%	Beklenti altı
THYAO	9,500	0	a.d.	Beklenti üstü
TOASO	6,000	1,118	436%	Beklenti üstü
TRGYO	3,500	0	a.d.	Beklenti üstü
TSKB	0	1,056	-100%	Beklenti altı
TTKOM	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
TTAK	4,850	4,238	14%	Beklenti üstü
TUPRS	29,300	18,014	63%	Beklenti üstü
TURSG	2,000	2,233	-10%	Beklenti altı
ULKER	2,980	0	a.d.	Beklenti üstü
VAKBN	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
VESBE	70	0	a.d.	Beklenti üstü
VESTL	0	0	a.d.	Beklenti ile uyumlu
YATAS	0	79	-100%	Beklenti altı
YKBNK	0	10,201	-100%	Beklenti altı

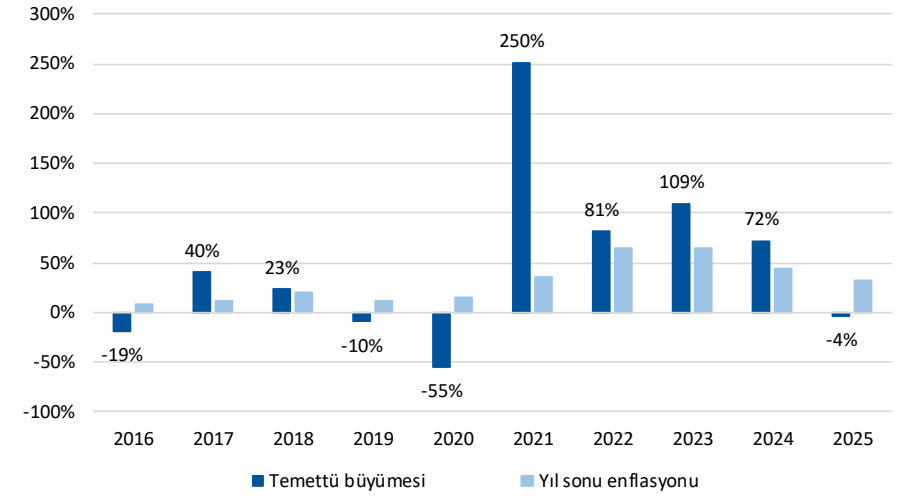
BIST 30 şirketlerinin geçmiş temettü ödemeleri

BIST 30 endeksinde yer alan şirketlerin toplam temettü ödemeleri (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

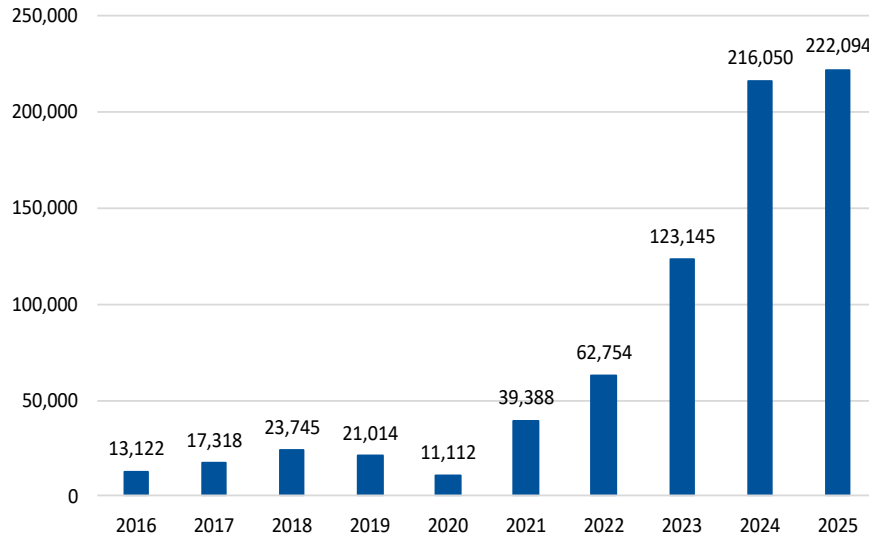
Temettü büyümesi ve yıl sonu enflasyon karşılaştırması



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

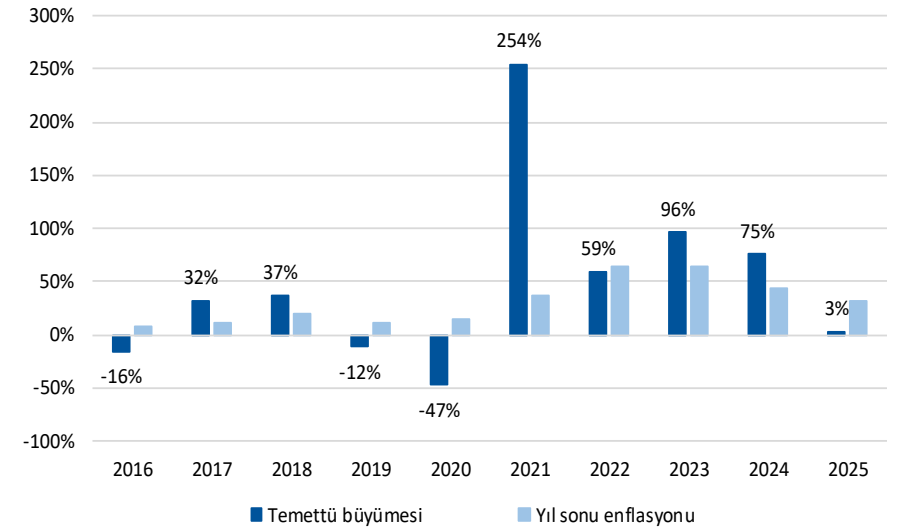
Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin geçmiş temettü ödemeleri

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin toplam temettü ödemeleri (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

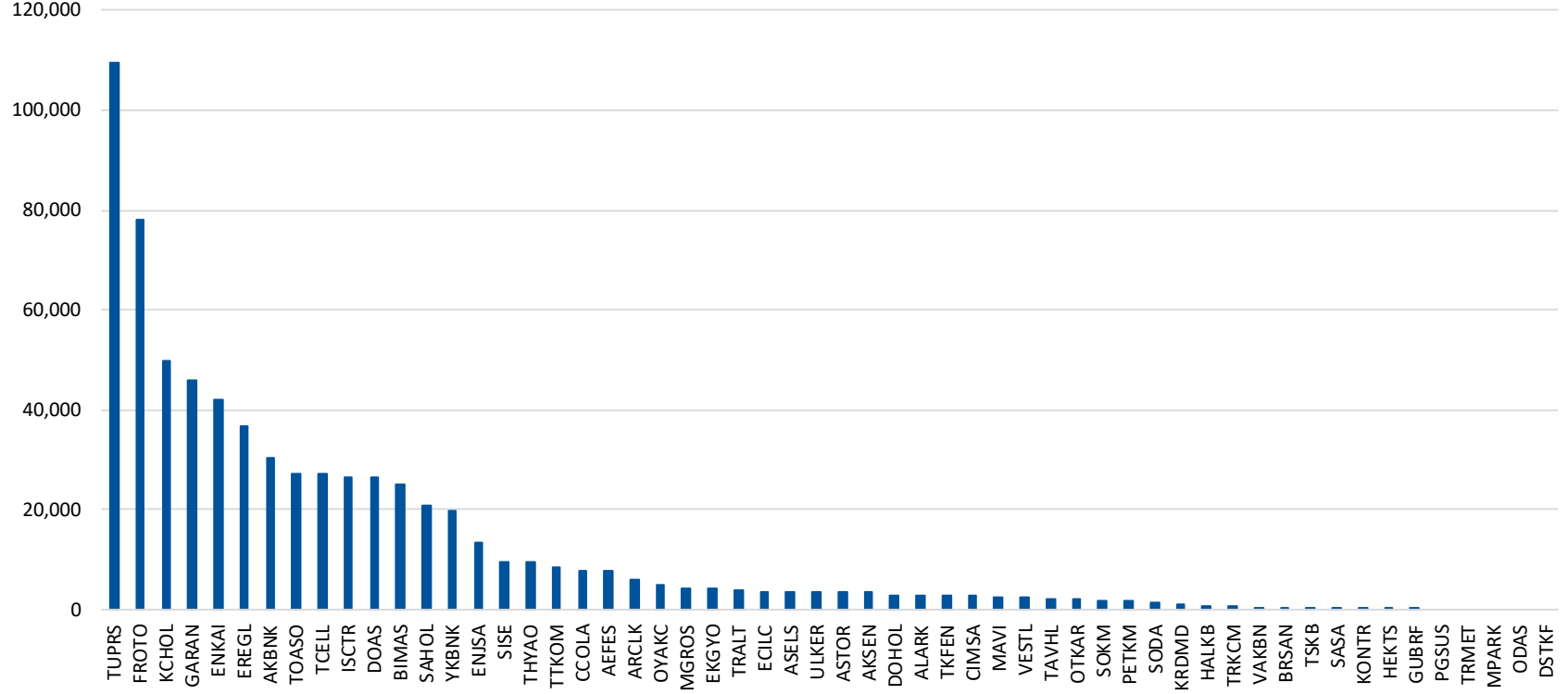
Temettü büyümesi ve yıl sonu enflasyon karşılaştırması



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

BIST 30 şirketlerinin geçmiş temettü ödemeleri

Son 10 yılda BIST 30 endeksinde dahil edilmiş şirketlerin toplam temettü ödemeleri (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

■ ESG

Araştırma kapsamımıza ait ESG skor durumları, Bloomberg

Hisse	ESG skor 2024	ESG skor 2025	Hisse	ESG skor 2024	ESG skor 2025
VESBE	4.42	★	LOGO	2.98	★
THYAO	5.98	★	ULKER	3.47	★
GARAN	4.77	★	CCOLA	2.95	★
VESTL	2.73	★	SISE	3.57	★
ARCLK	4.02	★	KCHOL	3.10	★
ENKAI	5.29	★	VAKBN	1.50	★
AYGAZ	4.67	★	YKBNK	3.10	★
DOAS	4.87	★	EREGL	3.31	★
BIMAS	4.29	★	PETKM	3.32	★
TUPRS	3.64	★	AGESA	2.19	★
TAVHL	3.91	★	MGROS	3.57	★
AKCNS	3.27	★	BRISA	3.07	★
ISCTR	3.34	★	SOKM	2.47	★
TSKB	3.83	★	SAHOL	2.34	★
TTRAK	3.77	★	MAVI	-	★
FROTO	2.81	★	AKSEN	1.98	★
AKBNK	3.43	★	DOHOL	2.10	★
CIMSA	2.90	★	ISMEN	2.65	★
ASELS	3.65	★	HALKB	2.67	★
ENJSA	3.98	★	ANHYT	-	★
TCELL	4.03	★	ALBRK	-	★
KRDMD	3.27	★	AKSA	1.85	★
PGSUS	3.18	★	EKGYO	1.24	★
MPARK	-	★	HEKTS	1.22	★
TOASO	2.63	★			
			Ortalama	3.27	3.75
			En yüksek skor	5.98	6.83
			En düşük skor	1.22	1.26

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ESG skoru, şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim kriterlerinin derecelendirildiği performans puanlamasıdır.

Her şirket 0 - 10 arasında puan almaktadır.

Araştırma kapsamımıza ait ESG skor durumları, LSEG

Hisse	ESG skor 2025	Hisse	ESG skor 2025	Hisse	ESG skor 2025	Hisse	ESG skor 2025
ULKER	★ 95	GWIND	★ 85	FROTO	★ 79	KRDMD	★ 72
ARCLK	★ 94	ENJSA	★ 85	TUPRS	★ 78	TOASO	★ 72
ASELS	★ 94	AYGAZ	★ 84	BIOEN	★ 78	TURSG	★ 70
VESTL	★ 92	VESBE	★ 84	HEKTS	★ 78	MPARK	★ 69
TTRAK	★ 91	YKBNK	★ 83	DOAS	★ 78	VAKBN	★ 67
THYAO	★ 91	ANHYT	★ 83	ALBRK	★ 77	AKSEN	★ 66
ENKAI	★ 90	ALARK	★ 83	OTKAR	★ 77	AKGRT	★ 65
ISCTR	★ 89	MGROS	★ 83	AKBNK	★ 76	ISMEN	★ 61
MAVI	★ 89	CCOLA	★ 83	TAVHL	★ 76	HTTBT	★ 61
SAHOL	★ 88	CIMSA	★ 83	GARAN	★ 75	EREGL	★ 57
AKCNS	★ 88	TSKB	★ 82	KORDS	★ 75	BIZIM	★ 57
KLKIM	★ 87	ANSGR	★ 82	LOGO	★ 75	TTKOM	★ 55
BRISA	★ 86	SOKM	★ 81	PGSUS	★ 75	TABGD	★ 50
TCELL	★ 86	HALKB	★ 80	PETKM	★ 74	SELEC	★ 47
DOHOL	★ 85	SISE	★ 80	AGESA	★ 73	EKGYO	★ 42
KCHOL	★ 85	AKSA	★ 79	BIMAS	★ 73	ALKIM	☆ 12
						Ortalama	76
						En yüksek skor	95
						En düşük skor	12

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, LSEG

Her şirket 0 - 100 arasında puan almaktadır.

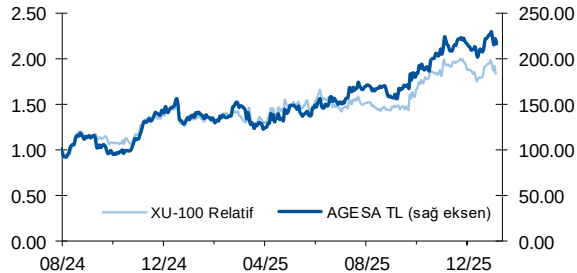
■ Deniz Yatırım Model Portföy

Model Portföy, Ocak 2026

- **AGESA** : Son derece güçlü finansal yapı, defansif iş yapısı, yüksek SYR, temettü dağıtma kapasitesi, büyüme stratejisi ve TES beklentileri.
- **BIMAS** : Pazardaki güçlü konum, yüksek mağaza trafiği, File operasyonu, yurt dışı katkısı.
- **CCOLA** : Yaygın ve güçlü tedarik ağı, etkin maliyet ve fiyatlama yönetimi ile pazardaki lider konumu, cazip çarpanlar.
- **GARAN** : İstikrarlı ve yüksek kaliteli karlılık yılı, kontrollü ve öngörülebilir marj görünümü.
- **HTTBT** : Koşullara göre son derece kuvvetli 2025 finansalları, Hitit Oxygen ve yeni partner kazanım süreci beklentileri.
- **KCHOL** : İçeride faiz indirim süreci, dışarıda ise yüksek pariteden olumlu etkilenebilecek çeşitlendirilmiş portföyü, güçlü bilanço yapısı ve cazip değerlemesi.
- **KLKIM** : Yapı kimyasalları sektöründe lider konum, dirençli finansal performans, operasyonel çeviklik, güçlü nakit pozisyon, sağlam bilanço yapısı.
- **MPARK** : Sürdürülebilir operasyonel karlılık ve maliyet optimizasyonu, stratejik büyüme potansiyeli, kuvvetli 2026 beklentilerimiz.
- **TABGD** : Portföy markalarının bilinirliği, kuvvetli nakit akışı, güçlü FAVÖK marjı.
- **TAVHL** : Tarihsel ortalamalara göre cazip çarpan beklentimiz, Gürcistan operasyonu, yeniden temettü ödemeye başlaması.
- **YKBNK** : Dengeli büyüme, güçlü operasyonel kaldıraç, net faiz marjında artış.

AgeSa Hayat ve Emeklilik

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	AGESA			
Mevcut Fiyat (TL)	215.50			
Hedef Fiyat (TL)	327.90			
Getiri Potansiyeli (%)	52.2%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	120.40	229.30		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	71			
Sermaye (mln TL)	180			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	38,790			
Hedeflenen Piyasa Değeri	59,022			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Brüt primler	7,353	14,086	22,925	32,438
Yönetilen varlık büyüklüğü	4,712	8,406	13,221	17,921
Net kar	1,374	2,755	5,138	7,227
Özsermaye	2,951	5,340	8,502	12,001
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	5.7x	6.5x	7.5x	5.4x
PD/DD	2.7x	3.4x	4.6x	3.2x
PD/Brüt prim üretim	1.1x	1.3x	1.7x	1.2x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	1%	20%	45%	42%
BIST100 Rölatif Getiri	-2%	16%	26%	24%
Hisse Performansı				



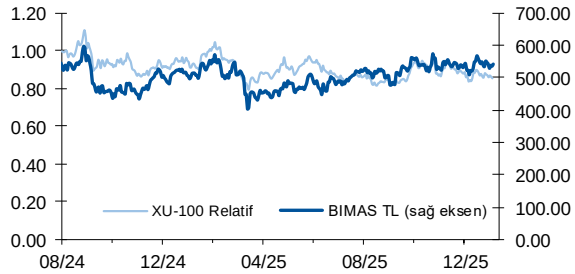
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ AgeSA Hayat ve Emeklilik (AGESA) – AL – Hedef Fiyat: 327,90 TL

- AgeSA Hayat ve Emeklilik, 2025 yılında %42 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %24 üzerinde performans göstermiştir. AGESA, son 12 aylık verilere göre 8,5x F/K çarpanı ile işlem görmektedir. AgeSa Hayat ve Emeklilik için hedef fiyatımızı 295,50 TL'den 327,90 TL'ye yükseltiyor, AL önerimizle Döngüsel Portföyümüzden çıkarıp Model Portföyümüze ekliyoruz.
- Günümüz makroekonomik koşulları ve piyasa dinamikleri dikkate alındığında, hem ortodoks para politikasının kararlılıkla sürdürülmesi hem de faiz indirim süreci senaryolarında AgeSA, güçlü bilanço yapısı ve defansif iş modeliyle, her yatırımcı kesiminin fiyatlama temasına uygun olacak şekilde öne çıkmaktadır. Mevcut faiz ortamı, Şirket'in mali gelirlerini destekleyici unsur olarak belirirken; faiz indirim süreci, kredi hacmindeki genişleme ile kârlılığı yüksek olan kredi bağlantılı hayat sigortası primlerinde artışı beraberinde getirecektir.
- AgeSA, genişleyen müşteri tabanı ve ürün gamı sayesinde 2021-2024 döneminde toplam prim üretimini yıllık bileşik (yaklaşık) %92 oranında artırırken, 11A25 döneminde %67 artışla 21,6 milyar TL'ye ulaşmayı başarmıştır. Aynı şekilde, emeklilik fon büyüklüğü, 11A25 döneminde 325,6 milyar TL'ye ulaşarak yıllık %70 büyümeye göstermiştir. Bu güçlü büyüme eğilimi, AgeSA'yı sektörün önde gelen oyuncusu pozisyonuna taşımıştır. 2026'da bu büyüme dinamiğinin devam etmesini, Şirket'in enflasyonun üzerinde prim üretimi elde etmesini bekliyoruz.
- **Güçlü ve istikrarlı seyrini koruyan Sermaye Yeterlilik Oranı ile Şirket, hem temettü dağıtım kapasitesi hem de büyüme stratejilerini finanse etme gücünü elinde tutmaya devam etmektedir.** Nitekim düzenli temettü ödemelerinin yıllara sari devam etmesini beklemekle beraber; 2026'da 1,9 milyar TL temettü ödemesi ile %4,8 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- 2026 yılının ikinci çeyreğinde yürürlüğe girmesi beklenen TES, sistemin büyüklüğü göz önüne alındığında geçişin daha uzun sürebileceği öngörümüz nedeniyle henüz modelimizde yer almamakta. TES'in devreye girmesiyle birlikte yönetilen emeklilik fonlarının hacminde yaşanacak artışın oyun değiştirici olacağı düşüncemizi yinelemek isteriz.

BİM Birleşik Mağazaları

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	BIMAS			
Mevcut Fiyat (TL)	543.00			
Hedef Fiyat (TL)	818.00			
Getiri Potansiyeli (%)	50.6%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	394.02	581.82		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	3,402			
Sermaye (mln TL)	600			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	325,800			
Hedeflenen Piyasa Değeri	490,800			
Net Borç	29,821			
Firma Değeri	355,621			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	474,200	519,567	721,031	978,015
FAVÖK	19,854	22,558	41,077	55,103
Net Kar	22,293	18,587	17,665	23,816
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	5.7x	15.3x	18.4x	13.7x
PD/DD	1.3x	1.9x	2.0x	1.7x
FD/FAVÖK	7.6x	14.2x	8.7x	6.5x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	0%	-3%	4%	3%
BIST100 Rölatif Getiri	-4%	-7%	-10%	-10%
Hisse Performansı				



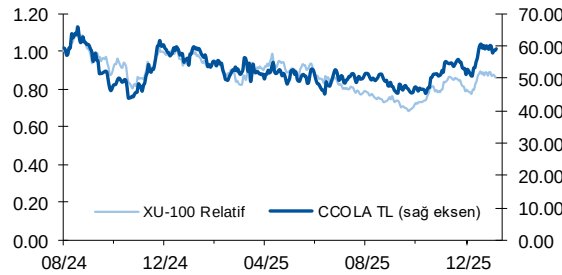
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ BİM Birleşik Mağazaları (BIMAS) – AL – Hedef Fiyat: 818,00 TL

- **BİM Birleşik Mağazaları, 2025 yılında %3 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %10 gerisinde performans göstermiştir. BIMAS, son 12 aylık verilere göre 20,2x F/K ve 9,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. BİM Birleşik Mağazalar'ı için 12-aylık hedef fiyatımızı 811,60 TL'den 818,00 TL ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**
- **BİM Mağazalar'ı; private label stratejisi, operasyonel maliyet yönetimi, güçlü nakit pozisyonu, yurt dışı mağaza açılışları ile genişleyen operasyonel ağı ve sürdürülebilir büyüme kabiliyeti nedenleri ile beğenmeye devam ediyoruz.**
- 2026 yılının ilk yarısında %27 asgari ücret artışının etkisiyle operasyonel karlılık üzerinde baskı oluşması olası görünmekle birlikte, yılın ikinci yarısında, artan mağaza trafiği ve faaliyet kaldırıcının devreye girmesiyle marjların kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz. Büyüme tarafında, yeni mağaza açılışları, yenilenen mağaza konseptleri ve ürün karmasındaki optimizasyonun belirleyici olacağını değerlendiriyoruz. Buna ek olarak, Ramazan döneminin Şubat-Mart aylarına denk gelmesi, alım gücünde görece toparlanma gösteren tüketicinin harcama eğilimini artırarak operasyonel karlılığı çeyrek bazında destekleyebilir. File formatının ise fiyat algısı ve ürün çeşitliliği sayesinde tüketici nezdinde tercih edilirliliğini artırmasını bekliyoruz.
- Pazar liderliği ve ölçek avantajı, Şirket'in, marjlarını sektör ortalamasının üzerinde tutmasını desteklemeye devam etmektedir. Yurt dışı operasyonlar tarafında ise, temel tüketim harcamalarının yüksek paya sahip olduğu, genç ve kalabalık nüfuslu pazarlardaki faaliyetlerin satış büyümesine katkı sağlamayı sürdüreceğini değerlendiriyoruz.
- **i) reel iç talepte beklenenden zayıf seyir ii) kira enflasyonunun genel enflasyona kıyasla daha yavaş gerilemesi ve iii) enerji ile lojistik maliyetlerinde olası yukarı yönlü hareketler, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.**

Coca Cola İçecek

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				CCOLA
Mevcut Fiyat (TL)				59.30
Hedef Fiyat (TL)				92.00
Getiri Potansiyeli (%)				55.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	45.14	61.59		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				385
Sermaye (mln TL)				2,798
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				165,926
Hedeflenen Piyasa Değeri				257,423
Net Borç				24,187
Firma Değeri				190,113
Hisse Verileri (mln TL)				
	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	145,884	137,683	188,892	260,907
FAVÖK	25,869	24,143	33,075	44,179
Net Kar	29,713	14,813	20,118	24,851
Çarpanlar				
	2023	2024	2025T	2026T
F/K	2.6x	11.4x	8.2x	6.7x
PD/DD	1.4x	2.5x	2.0x	1.8x
FD/FAVÖK	3.8x	8.3x	5.7x	4.3x
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	13%	25%	3%	0%
BIST100 Rölatif Getiri	9%	20%	-10%	-13%
Hisse Performansı				



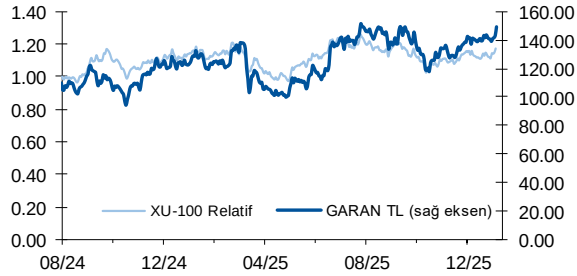
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Coca Cola İçecek (CCOLA) – AL – Hedef Fiyat: 92,00 TL

- Coca Cola İçecek, 2025 yılında %0,2 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %13 gerisinde performans göstermiştir. CCOLA, son 12 aylık verilere göre 12,2x F/K ve 6,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Coca Cola İçecek için 12-aylık hedef fiyatımızı 72,93TL'den 92,00 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Faaliyet gösterdiği coğrafyalarda makroekonomik gelişmelere hızlı uyum sağlayabilen operasyonel yapısı, güçlü tedarik zinciri yönetimi ve maliyet kontrolü sayesinde Coca Cola İçecek'i beğeniyor ve 2026 yılında da operasyonel dayanıklılığını koruyacağını düşünüyoruz. Geniş ve farklılaştırılmış ürün portföyü ile değişen tüketim alışkanlıklarına hızlı yanıt verebilmesi, nakit yaratım kapasitesi ve düzenli temettü politikası da Şirket'in öne çıkan değerleri arasında bulunmaktadır.
- 2026 yılına girerken, tüketim eğilimlerindeki normalleşme ile birlikte satış hacimlerinde toparlanma potansiyelinin dikkat çekebileceğini düşünüyoruz. Operasyonel karlılık tarafında ise, maliyet baskılarının görece daha kontrollü bir görünüm sunması marjların korunmasına katkı sağlayabilir.
- Yatırım tarafında ise Şirket'in büyüme stratejisini destekleyen yeni yatırımlarının 2026 yılında daha görünür katkı sunmasını bekliyoruz. Özellikle Orta Asya'da devreye alınan yatırımların, orta vadede hem hacim artışı hem de operasyonel esneklik açısından destekleyici olacağı kanaatindeyiz. Fiyatlama tarafında ise, tüketici hassasiyetinin yüksek olduğu pazarlarda dengeli bir yaklaşım benimsenirken, ürün miksini optimize edilmesi yoluyla brüt kar marjının desteklenmesi öncelikli olacaktır.
- i) ham madde fiyatlarında beklenenden hızlı artış ii) lojistik ve tedarik zincirinde oluşabilecek aksaklıklar iii) tüketici satın alma gücünde zayıflama iv) faaliyet gösterilen coğrafyalarda artan jeopolitik riskler, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Garanti Bankası

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	GARAN			
Mevcut Fiyat (TL)	149.70			
Hedef Fiyat (TL)	202.10			
Getiri Potansiyeli (%)	35.0%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	98.75	154.50		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	4,480			
Sermaye (mln TL)	4,200			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	628,740			
Hedeflenen Piyasa Değeri	848,820			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	87,332	92,175	119,076	167,323
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	1.8x	4.5x	5.3x	3.8x
PD/DD	0.7x	1.3x	1.4x	1.1x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	5%	7%	21%	20%
BİST100 Rölatif Getiri	2%	3%	4%	4%
Hisse Performansı				



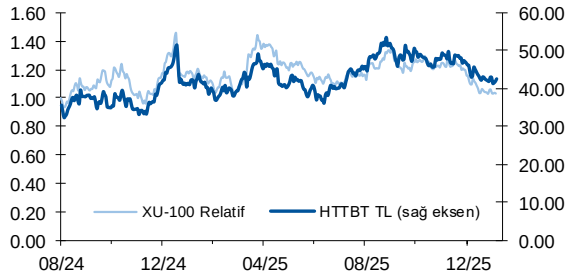
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Garanti BBVA (GARAN) – AL – Hedef Fiyat: 202,10 TL

- Garanti BBVA, 2025 yılında %20 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %4 kadar üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 2026 yılı tahminlerimize göre, 3,76x F/K ve 1,07x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %33.1 seviyesindedir. Yüksek sermaye yeterlilik oranları, güçlü ve sürdürülebilir ücret-komisyon gelirleri ve dengeli bilanço yapısına bağlı yüksek marj görünümü ile 1.36x seviyesinde bir F/DD çarpanı ile işlem görmeyi hak edebileceğini düşünüyoruz.
- Garanti BBVA'da 2026 görünümü istikrarlı ve yüksek kaliteli kârlılık üzerine kurulu. Net faiz marjının %5,8 ile yüksek seviyesini koruması ve net faiz gelirindeki %39 artış, ana operasyonel gelirleri destekliyor. Güçlü özsermaye büyümesi ve dengeli kredi-mevduat yapısıyla Garanti BBVA, 2026'da düşen faiz ortamında kontrollü ve öngörülebilir bir marj görünümü sunarken kısa vadede yeniden fiyatlanan aktif ve pasiflerin dengeli yapısı, marj oynaklığını sınırlıyor. TL mevduat payı ve vadesiz mevduat oranı güçlü olması marj sürdürülebilirliği açısından önemli bir avantaj sağlıyor. Interbank fonlaması görece düşük kalsa da TÜFE'ye endeksli bonoların ve değişken faizli menkul kıymetlerin bilançodaki, düşük payı gerileyen enflasyon ve faiz ortamında marj açısından olumlu katkı sağlıyor.
- Teminatsız kredi oranının görece yüksek olmasına rağmen, takipteki toplam kredileri için ayrılan karşılık oranındaki artış beklentimiz ile birlikte net kredi risk maliyetinin sınırlı bir şekilde gerilemesi de karlılığı destekleyen diğer bir husus olarak karşımıza çıkmakta. 2025 yılında net kredi riskinin yıllık bazda 80bp artarak %2.1 seviyesinde olmasını beklediğimiz bankada bireysel segmette takibe intikalin yavaşlaması beklentisi ile 2026 net kredi riskini %1.5 seviyesinde öngörüyoruz.
- 2025'e göre gerileyeceğini beklemekle birlikte 2026 yılında komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerinin %94'ünü karşılaması beklentimiz de diğer bir pozitif unsur olarak söylenebilir (2025T: ~%95). Ağırlıklı olarak ödeme sistemlerinden kaynaklı komisyon gelirlerindeki artış hızının faiz indirim sürecinde POS komisyon gelirlerinin daha yavaş büyümesine bağlı olarak yavaşlamasını bekliyoruz.

Hitit Bilgisayar

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	HTTBT			
Mevcut Fiyat (TL)	42.62			
Hedef Fiyat (TL)	77.00			
Getiri Potansiyeli (%)	80.7%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	35.82	53.95		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	33			
Sermaye (mln TL)	300			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	12,786			
Hedeflenen Piyasa Değeri	23,100			
Net Borç	-241			
Firma Değeri	12,545			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	609	1,122	1,667	2,508
FAVÖK	231	451	710	1,124
Net Kar	132	277	401	632
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	41.9x	35.2x	31.9x	20.2x
PD/DD	3.7x	4.7x	4.6x	3.5x
FD/FAVÖK	22.0x	21.1x	17.7x	11.2x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	-8%	-15%	-8%	-19%
BIST100 Rölatif Getiri	-11%	-18%	-20%	-29%
Hisse Performansı				



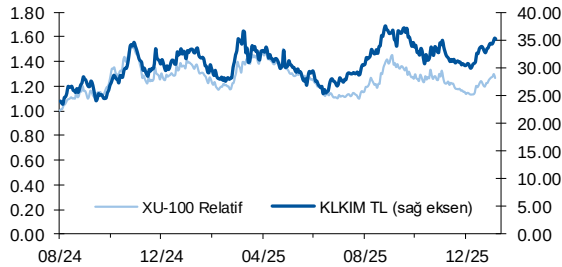
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Hitit Bilgisayar (HTTBT) – AL – Hedef Fiyat: 77,00 TL

- Hitit Bilgisayar, 2025 yılında %19 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %29 gerisinde performans göstermiştir. HTTBT, son 12 aylık verilere göre 34,4x F/K ve 18,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Hitit Bilgisayar için 73,50 TL olan hedef fiyatımızı 77,00 TL olarak revize ediyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2025'te fiyatlama performansı olarak beklentimizin oldukça altında performans gösteren Hitit Bilgisayar tarafında ise bu denli negatif ayrışmayı anlamlandırmakta ciddi derecede zorlanıyoruz. 2024'te Ajet'in portföye katılması ile oldukça başarılı bir yıl geçiren Hitit Bilgisayar tarafında, 2025'te yeni önemli partner kazanımı göremesek de USD bazında %29'luk büyüme takip ederken, FAVÖK marjının geçen yıla göre iyileştiğine tanıklık ettik. Partner kazanımı tarafında 2025'te işaret edilen beklentilerin 2026'da somutlaşması, Hitit Oxygen ve Şirket'in global konumu gözetildiğinde hisseyi Model Portföyümüzde taşımaya devam etmemizi desteklemektedir.
- Finansal sonuçların ardından gerçekleştirilen toplantıda sinyalleri verilen ve AJet ölçeğinde olması hedeflenen yeni havayolu kazanım süreci, 2026 yılı için 'saklı bir potansiyel' barındırmaktadır. Buna ek olarak, mevcut partnerler arasında yer alan AJet tarafında 2026'da çift haneli ASK büyümesi beklenirken; FlyArystan tarafında da basına yansıyan haberler, önemli büyüme hedeflerine işaret etmektedir.
- IATA ve T2RL verilerine göre Hitit Oxygen, dünyanın canlı kullanıma geçmiş en geniş kapsamlı OOMS çözümü olarak öne çıkarken; Hitit'i de bu alanda küresel sektör lideri konumuna taşımaktadır. Avrupa'nın büyük havayollarından biri ile hayata geçirilen bu projenin, ilk yılı itibarıyla 12 milyon üzerinde yolcuya hizmet vermesi öngörülmektedir. Finansal tablolara katkısı henüz yansımamış olan bu projeye ek olarak; 2025'in stratejik başlıkları arasında yer alan Hitit Ödeme Hizmetleri Platformu (HPO) da finansal etkisi henüz görülmemiş bir diğer önemli potansiyel olarak dikkat çekmektedir.

Kalekim

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				KLKİM
Mevcut Fiyat (TL)				35.26
Hedef Fiyat (TL)				60.00
Getiri Potansiyeli (%)				70.2%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	25.34			38.60
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				69
Sermaye (mln TL)				460
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				16,220
Hedeflenen Piyasa Değeri				27,600
Net Borç				-1,863
Firma Değeri				14,357
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	6,740	7,492	9,849	13,940
FAVÖK	1,467	1,721	2,252	3,237
Net Kar	621	929	1,039	1,686
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	13.8x	13.5x	15.6x	9.6x
PD/DD	2.5x	2.3x	2.1x	1.6x
FD/FAVÖK	5.2x	6.3x	6.4x	4.4x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	14%	4%	7%	15%
BIST100 Rölatif Getiri	11%	0%	-7%	0%
Hisse Performansı				



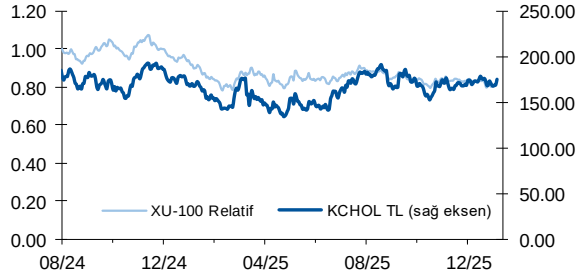
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Kalekim (KLKIM) – AL – Hedef Fiyat: 60,00 TL

- Kalekim, 2025 yılında %15 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksine paralel performans göstermiştir. KLKIM, son 12 aylık verilere göre 13,7x F/K ve 6,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Kalekim için hedef fiyatımızı 60,00 TL olarak revize ederken, AL önerisi ile Model Portföyümüze ekliyoruz.
- Türkiye yapı kimyasalları sektörünün lideri Kalekim, 2025 yılı boyunca sergilediği dirençli finansal performans ve operasyonel çevikliğiyle, hem yerel hem de uluslararası pazarlarda stratejik bir olgunluk evresine geçiş yapmıştır. Şirket'in büyüme grafiği yalnızca hacimsel bir artışı değil, aynı zamanda katma değerli ürün segmentlerine geçişi ve coğrafi çeşitlendirme stratejisinin başarısını simgelemektedir. 2024 ve 2025 yıllarının zorlu makroekonomik koşullarına rağmen korunmuş bu dinamizm, 2026'da canlanması beklenen konut sektöründeki potansiyelle birleşerek Kalekim'i 'Model Portföyümüze' eklememizin temel dayanağını oluşturmaktadır.
- Operasyonel tarafta; toplam satış hacmi 2025 yılının üçüncü çeyreğinde %8,0, yılın ilk dokuz ayında ise %9,7 oranında artış göstermiştir. Yurt içi pazarda %15'lik güçlü hacim büyümesi devam ederken; kuru harç ve boya satışlarında yılın ilk yarısındaki %2 civarındaki seyrin ardından, üçüncü çeyrekte %9'a ulaşan bir ivme yakalanmıştır. Uluslararası satışlarda, rekor seviyelerin görüldüğü 3Ç24'teki yüksek baz etkisiyle hacim bazında %7'lik bir daralma yaşansa da, 9A25 döneminde dolar bazlı satış gelirlerinde %11,9'luk bir artış kaydedilmiştir. Ayrıca, Kalekim Lyksor, yeni üretim tesisleri ve pazar payı kazanımlarıyla yılın üçüncü çeyreğinde %44'e ulaşan güçlü bir organik büyüme sergilemiştir. Irak'taki yerel üretim ile Fas'taki Lyksor üretim hattının devreye alınmasının finansal etkilerinin 4Ç25 itibarıyla görülmeye başlanacak olması, yatırım tercihimizdeki bir diğer kritik faktördür.
- Tüm bunlara ek olarak, güçlü nakit pozisyonu ve sağlam bilanço yapısıyla Şirket'in, yeni büyüme hikayeleri yaratma konusunda oldukça güçlü konumda olduğuna inanıyoruz.

Koç Holding

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	KCHOL			
Mevcut Fiyat (TL)	174.80			
Hedef Fiyat (TL)	296.00			
Getiri Potansiyeli (%)	69.3%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	133.70	190.50		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	4,985			
Sermaye (mln TL)	2,536			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	443,275			
Hedeflenen Piyasa Değeri	750,626			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	108,176	1,306	21,782	47,333
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	2.6x	376.6x	20.4x	9.4x
PD/DD	0.5x	0.7x	0.7x	0.6x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	1%	1%	-1%	-1%
BİST100 Rölatif Getiri	-3%	-3%	-14%	-14%
Hisse Performansı				



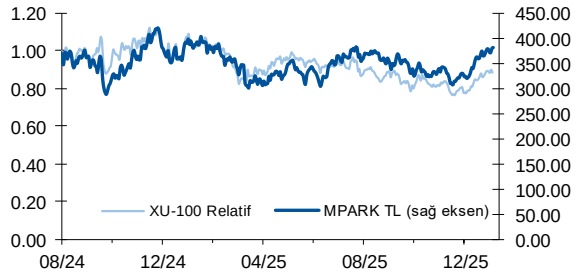
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Koç Holding (KCHOL) – AL – Hedef Fiyat: 296,00 TL

- Koç Holding, 2025 yılında %1 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %14 altında performans göstermiştir. KCHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 0,7x PD/DD çarpanı ile işlem görmektedir. Koç Holding'i 296,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Koç Holding'i içeride faiz indirim süreci, dışarıda ise yüksek pariteden olumlu etkilenebilecek çeşitlendirilmiş portföyü, güçlü bilanço yapısı ve cazip değerlemesine ek olarak iyileşen ülke risk primi paralelinde daha düşük NAD iskontosu beklentimiz dolayısıyla beğeniyoruz.
- Koç Holding, Türkiye'nin en büyük sanayi ve hizmetler topluluğu olarak ön plana çıkarken, Holding'in kombine gelirleri GSYH'nin %7, ihracatı da Türkiye'nin ihracatının yaklaşık %7'sinden fazladır. Bu çerçevede, **içeride enflasyon ve faizdeki düşüş ile kademeli ekonomik toparlanma beklentisi, dışarıda ise yüksek EURUSD paritesinden önemli derecede fayda sağlayacağını düşünüyoruz.**
- Koç Holding'in net aktif değerini 719 milyar TL olarak hesaplıyoruz. NAD'a göre iskonto %38'e işaret ederken, bu seviye uzun vadeli ortalamasının belirgin şekilde üzerinde bulunuyor. Ayrıca, PD/DD çarpanına baktığımızda da KCHOL hissesi, 0,7x ile son 5 yıllık medyanına kıyasla %42 gibi yüksek bir iskonto ile işlem görüyor. Bu noktada, **ülke risk priminde iyileşme sürecinin mevcut durumda tarihsel ortalamasının üzerinde olan iskuntoların daralmasında etkili olabileceğini tahmin ediyoruz.**
- **Güçlü bilanço yapısı korunuyor.** 2024 yıl sonunda 32 milyar TL olan solo net nakit pozisyonu Eylül 2025'te 36 milyar TL'ye ulaştı.
- i) faaliyet gösterdiği sektörlerde regülasyon riski ii) sanayi tarafında ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve beklentimizin altında karlılık iii) ekonomik yavaşlama iv) ülke risk priminde yükseliş ve dolayısıyla daha yüksek NAD iskontosu değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

MLP Sağlık Hizmetleri

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	MPARK			
Mevcut Fiyat (TL)	382.00			
Hedef Fiyat (TL)	586.80			
Getiri Potansiyeli (%)	53.6%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	282.25	408.50		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	242			
Sermaye (mln TL)	191			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	72,967			
Hedeflenen Piyasa Değeri	112,086			
Net Borç	12,212			
Firma Değeri	85,179			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	32,412	39,690	55,623	72,112
FAVÖK	8,350	10,203	15,233	19,028
Net Kar	6,540	5,210	6,319	9,618
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	3.3x	11.1x	11.5x	7.6x
PD/DD	1.2x	2.0x	1.9x	1.4x
FD/FAVÖK	3.1x	6.3x	5.6x	4.5x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	18%	12%	6%	0%
BIST100 Rölatif Getiri	14%	8%	-8%	-13%
Hisse Performansı				



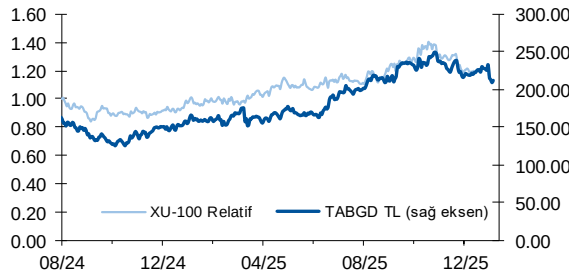
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ MLP Sağlık Hizmetleri (MPARK) – AL – Hedef Fiyat: 586,80 TL

- MLP Sağlık Hizmetleri, 2025 yılında %0,4 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %13 gerisinde performans göstermiştir. MPARK, son 12 aylık verilere göre 14,0x F/K ve 6,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. MLP Sağlık Hizmetleri için 12-aylık hedef fiyatımız 586,80 TL ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzden çıkararak Model Portföyümüze dahil ediyoruz.
- MLP Sağlık Hizmetleri'ni, konsolidasyon kabiliyeti, güçlü marka bilinirliği, fiyatlama stratejisiyle özellikle orta ve üst gelir grubuna hitap etmesi, yüksek enflasyon ortamına karşın regülatör kuruluşlar tarafından yapılan düzenlemelerden pozitif etkilenmesi sebebiyle beğeniyoruz.
- Şirket, portföyünü genişletme stratejisi kapsamında son dönemde devreye alınan hastanelerle birlikte kapasite artışını sürdürmektedir. Bu hastanelerin mevcut operasyonel yapı ile entegre edilmesiyle birlikte toplam kapasiteye anlamlı katkı sağlamasını ve gelir yaratımını desteklemesini bekliyoruz. Yeni açılışların özellikle büyük şehirlerde konumlanmasının doluluk oranlarını destekleyici nitelikte olduğunu değerlendiriyoruz. Portföye son dönemde dahil edilen diğer hastanelerin de büyüme tarafına destek sağlaması beklenirken, etkin maliyet ve operasyonel yönetimin FAVÖK marjını mevcut seviyelerde korumaya yardımcı olacağını düşünüyoruz. Şirket'in orta vadeli büyüme stratejilerinin önemli bir potansiyel yaratacağını değerlendiriyoruz.
- i) tıbbi sarf ve malzeme fiyatlarında yaşanabilecek ani artışlar ii) asgari ücret artışı kaynaklı personel giderlerindeki yükseliş iii) küresel ekonomideki yavaşlama ve artan rekabetin sağlık turizmi talebi üzerinde aşağı yönlü baskı yaratma ihtimali, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları arasında yer almaktadır.

TAB Gıda

Hisse Verileri						
Bloomberg Hisse Kodu	TABGD					
Mevcut Fiyat (TL)	212.00					
Hedef Fiyat (TL)	356.60					
Getiri Potansiyeli (%)	68.2%					
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	144.46	250.75				
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	188					
Sermaye (mln TL)	261					
Pazar	Yıldız Pazar					
Hisse Verileri (mln TL)						
Piyasa Değeri	55,394					
Hedeflenen Piyasa Değeri	93,177					
Net Borç	-2,360					
Firma Değeri	53,034					
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T		
Net Satış	28,858	32,009	46,296	62,441		
FAVÖK	6,112	6,865	9,651	13,134		
Net Kar	3,549	1,912	3,104	4,939		
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T		
F/K	10.9x	20.9x	17.8x	11.2x		
PD/DD	2.9x	2.0x	2.4x	2.1x		
FD/FAVÖK	5.9x	5.4x	5.5x	4.0x		
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025		
Nominal Getiri	-4%	-9%	39%	42%		
BIST100 Rölatif Getiri	-7%	-12%	21%	24%		
Hisse Performansı						



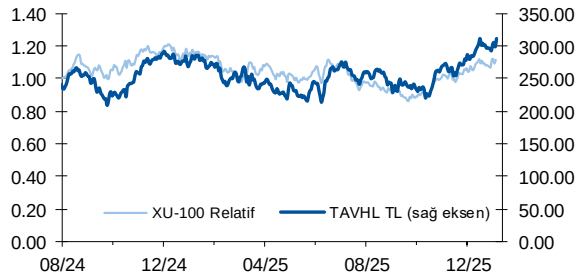
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ TAB Gıda (TABGD) – AL – Hedef Fiyat: 356,60 TL

- TAB Gıda, 2025 yılında %42 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %24 üzerinde performans göstermiştir. TABGD, son 12 aylık verilere göre 19,3x F/K ve 5,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. TAB Gıda'yı 356,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- TAB Gıda'yı; çok markalı yapısı, dengeli franchise stratejisi ve geniş müşteri tabanına hitap eden segmentasyon yaklaşımı sayesinde dalgalı tüketim koşullarında dahi operasyonel dayanıklılığını koruyabilen bir iş modeli sunması nedeniyle beğeniyoruz. Ekonomi segmentinin yüksek payı kısa vadede marjlar üzerinde sınırlayıcı etki yaratabilse de, hacim odaklı büyüme yaklaşımı ve güçlü lokasyon ağı sayesinde nakit yaratım kabiliyetinin sürdürülebilir olduğunu değerlendiriyoruz.
- 2025 yılı boyunca restoran dönüşümleri ve fiş büyümesi odağında ilerleyen operasyonel yapı, 2026 yılına girerken daha dengeli bir büyüme zeminine işaret etmektedir. Mevcut lokasyonlardaki dönüşüm adımlarının fiş başına satışları desteklemesi ve müşteri trafiğini koruması, zorlu talep koşullarına rağmen LFL büyümenin devamını mümkün kılmaktadır. Bu dönemde marj tarafında yaşanan sınırlı baskının ise yönetilebilir seviyelerde kaldığını düşünüyoruz.
- 2026 yılına girerken, alım gücündeki iyileşmelerin ve genel olarak talep dinamiklerinin fiş başına satışları desteklemesi ve müşteri trafiğini güçlendirmesini bekliyoruz. Bu dönemde, personel giderlerindeki artışın yönetilebilir olacağını ve segmentler arası geçişle birlikte marjlarda iyileşme gözleneceğini öngörüyoruz.
- i) talep koşullarında öngörülenden daha zayıf seyir ii) girdi maliyetlerinde yaşanabilecek artışlar iii) restoran dönüşümlerinin beklenenden uzun sürmesi, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları olarak öne çıkmaktadır

TAV Havalimanları

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	TAVHL			
Mevcut Fiyat (TL)	310.75			
Hedef Fiyat (TL)	436.60			
Getiri Potansiyeli (%)	40.5%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	212.80	311.00		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	593			
Sermaye (mln TL)	363			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	112,890			
Hedeflenen Piyasa Değeri	158,609			
Net Borç	59,625			
Firma Değeri	172,514			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	34,433	59,211	83,185	115,290
FAVÖK	10,200	16,791	25,332	36,044
Net Kar	7,530	6,558	3,064	9,224
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	4.8x	12.3x	36.8x	12.2x
PD/DD	0.8x	1.4x	1.3x	0.9x
FD/FAVÖK	7.0x	7.7x	6.8x	4.8x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	11%	31%	12%	9%
BIST100 Rölatif Getiri	7%	27%	-3%	-5%
Hisse Performansı				



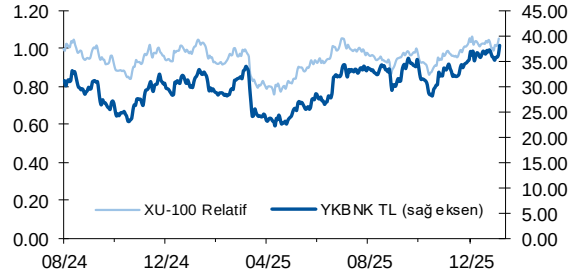
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ TAV Havalimanları (TAVHL) – AL – Hedef Fiyat: 436,60 TL

- TAV Havalimanları, 2025 yılında %9 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %5 gerisinde performans göstermiştir. TAVHL, son 12 aylık verilere göre 28,5x F/K ve 7,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. TAV Havalimanları için hedef fiyatımızı 436,60 TL olarak koruyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2025 hikayesi: Operasyonel veriler ve yatırımlardan ziyade, net kâr gelişimi ekseninde şekillenmesi dolayısıyla TAV Havalimanları'nın beklediğimiz performansı gösteremediği tablo olarak geride kaldı. Şirket yönetimi, FAVÖK altında oluşan çeşitli gider kalemleri nedeniyle 2025 net kârının, 2024 seviyelerini aşmasının beklenmediğini daha önce ifade etmişti. Nitekim yılın ilk yarısında 50 milyon EUR zarar açıklayan Şirket, ilk 9 ayda geçen yılın aynı dönemine göre %59 düşüşle 75,3 milyon EUR net kâr elde etmiştir. **Bu tablo değerlemelere yansıdığına; FD/FAVÖK çarpanı tarihsel ortalamalara göre cazip seviyeler sunarken, net kâr üzerindeki baskı F/K çarpanının görece yüksek ve pahalı seyretmesine yol açmıştır.**
- 2026 yılı projeksiyonlarımızda, 2025'te gözlemlediğimiz yolcu artışının benzer ivmeyle devam etmesini bekliyoruz. FAVÖK marjı tarafında 2025 yılına benzer bir eğilim öngörerek beklentimizi %30 seviyelerinde koruyoruz. Net kâr tarafında ise 2025 yılında kârlılığı baskılayan unsurların zayıflamasını bekliyoruz; Şirket'in, 2026'da 164,9 milyon EUR net kâr elde edeceğini tahmin ediyoruz.
- Yolcu ve FAVÖK büyümesine katkıyla dikkat çeken Gürcistan operasyonlarının 2027'de sona erecek imtiyaz süresini uzatmak için yapılan teklif nedeniyle, 2026 yılındaki haber akışı kritik önem taşımaktadır. Ayrıca, sektörel gelişmelere ek olarak, Rusya-Ukrayna savaşının sona erme ihtimali de 2026 yılında havacılık ve turizm talebini destekleyebilecek önemli bir katalizör olarak öne çıkmaktadır.
- 2026'da yatırımların büyük ölçüde tamamlanmasıyla birlikte Şirket'in yeniden temettü ödemeye başlamasını bekliyoruz. Yatırım harcamalarındaki göreceli azalma dikkate alındığında, mevcut politikanın üzerinde bir temettü ödemesinin de masadaki güçlü ihtimallerden biri olduğunu değerlendiriyoruz.

Yapı Kredi Bankası

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	YKBNK			
Mevcut Fiyat (TL)	38.12			
Hedef Fiyat (TL)	53.10			
Getiri Potansiyeli (%)	39.3%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	21.92	38.28		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	6,203			
Sermaye (mln TL)	8,447			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	322,002			
Hedeflenen Piyasa Değeri	448,538			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	68,009	29,017	54,808	97,155
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	4.6x	10.7x	5.9x	3.3x
PD/DD	1.7x	1.6x	1.2x	0.9x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	5%	12%	20%	18%
BİST100 Rölatif Getiri	2%	7%	4%	3%
Hisse Performansı				



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Yapı Kredi Bankası (YKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 53,10 TL

- Yapı Kredi Bankası, 2025 yılında %18 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %3 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 2026 tahminlerimize göre, 3,3x F/K ve 0,93x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %32.6 seviyesindedir. Yüksek sermaye yeterlilik oranları, bireysel bankacılık ve ödeme sistemleri gelirlerindeki güçlü yapısı ile 1.35x seviyesinde bir F/DD çarpanı ile işlem görmeyi hak edebileceğini düşünüyoruz.
- Yapı Kredi Bankası'nın 2026'da dengeli büyüme ve güçlü operasyonel kaldıraç ile net faiz marjının 120bp y/y artış ile %3,9'a yükselmesi ve net faiz gelirinde %91 artış ile 111 milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Net kar artışındaki en önemli etkinin de net faiz geliri kaynaklı olmasını öngörüyoruz. Yapı Kredi Bankası, düşen faiz ortamında marj toparlanmasından en fazla yarar sağlayabilecek bankalardan biri olarak öne çıkıyor. Kısa vadede yeniden fiyatlanacak varlıklarının görece düşük olması ve Interbank fonlamanın yüksek olması marj görünümünü destekliyor. 2025 yılında 190bp marj genişlemesi olabileceğini tahmin ettiğimiz bankanın 2026 yılında ise net faiz marjının 120bp kadar artabileceğini modelliyoruz. TÜFE'ye endeksli bonoların katkısı gerilese de TL kredi/mevduat faiz makasının olumlu katkı yapmasını bekliyoruz. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payının %47'ye yükselmiş olmasını maliyetsiz kaynak anlamında marj için olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Teminatsız kredi oranının görece yüksek olmasına rağmen, takipteki toplam kredileri için ayrılan karşılık oranındaki artış beklentimiz ile birlikte net kredi risk maliyetinin sınırlı bir şekilde gerilemesi de karlılığı destekleyen diğer bir husus olarak karşımıza çıkmakta. 2025 yılında net kredi riskinin yıllık bazda 130bp artarak %2.1 seviyesinde olmasını beklediğimiz bankada bireysel segmette takibe intikalın yumuşaması beklentisi ile 2026 net kredi riskini %1 seviyesinde öngörüyoruz.
- 2025'e göre gerileyeceğini beklemekle birlikte 2026 yılında komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerinin %88'ini karşılaması beklentimiz de diğer bir pozitif unsur olarak söylenebilir (2025T: ~%95). Ağırlıklı olarak ödeme sistemlerinden kaynaklı komisyon gelirlerindeki artış hızının faiz indirim sürecinde POS komisyon gelirlerinin daha yavaş büyümesine bağlı olarak yavaşlamasını bekliyoruz.

Deniz Yatırım Model Portföy, Ocak 2026

Deniz Yatırım Model Portföy								
Hisse	Hedef fiyat	Potansiyel	Nominal Δ	YBB	1A Δ	3A Δ	6A Δ	12A Δ
TAVHL	436.60	40%	1201%	4%	8%	31%	18%	12%
HTTBT	77.00	81%	343%	2%	-8%	-15%	6%	-8%
BIMAS	816.60	50%	354%	1%	1%	-3%	9%	4%
CCOLA	92.00	55%	267%	1%	12%	25%	13%	3%
YKBNK	53.10	39%	155%	5%	3%	12%	19%	20%
TABGD	356.60	68%	6%	1%	-3%	-9%	10%	39%
GARAN	202.10	35%	24%	4%	5%	7%	9%	21%
KCHOL	296.00	69%	0%	4%	1%	1%	8%	-1%
AGESA	327.90	52%		-3%	0%	20%	39%	45%
KLKIM	60.00	70%		0%	15%	4%	28%	7%
MPARK	586.80	54%		0%	18%	12%	8%	6%

MP ortalama potansiyel	56%
MP son güncellemeden Δ	2%
BIST 100 son güncellemeden Δ	5%

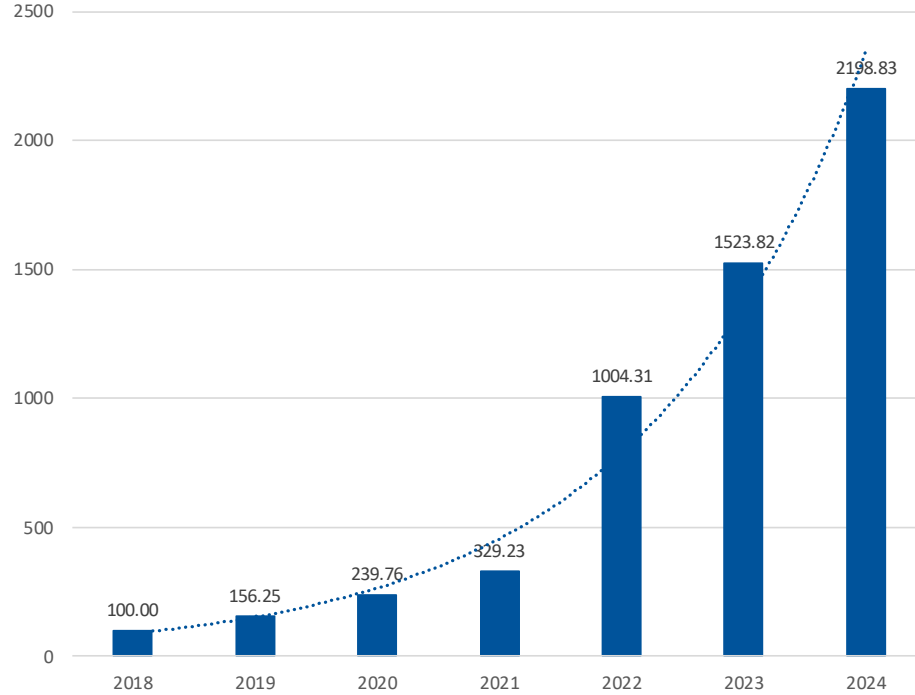
MP son 12A	4%	BIST 100 son 12A	15%
MP YBB	2%	BIST 100 YBB	2%
MP 2019-	2146%	BIST 100 2019-	1134%
Rölatif son 12A	-10%		
Rölatif YBB	0%		
Rölatif 2019-	82%		

Yıl	MP performans	BIST 100	BIST 100 Getiri	Rölatif BIST 100	Rölatif BIST 100 Getiri
2019	56%	25%	30%	25%	20%
2020	53%	29%	31%	19%	17%
2021	37%	26%	30%	9%	6%
2022	205%	197%	206%	3%	0%
2023	52%	36%	39%	12%	9%
2024	44%	32%	35%	10%	7%
2025	2%	15%	17%	-11%	13%
2026	2%	2%	2%	0%	0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

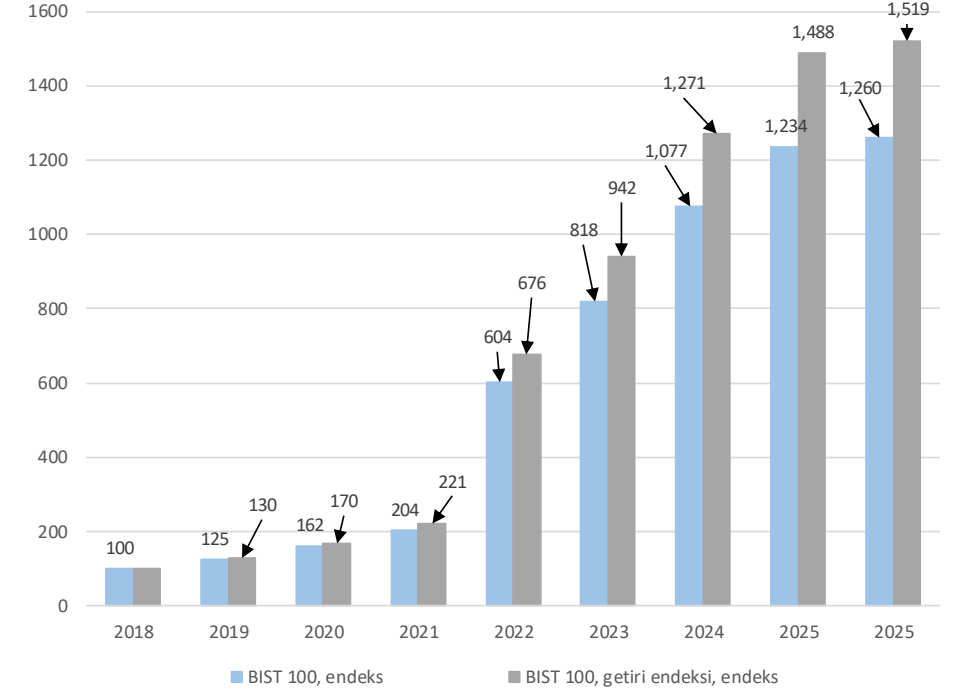
Model Portföy, performans

Deniz Yatırım Model Portföy, 2018 = 100 endeks değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

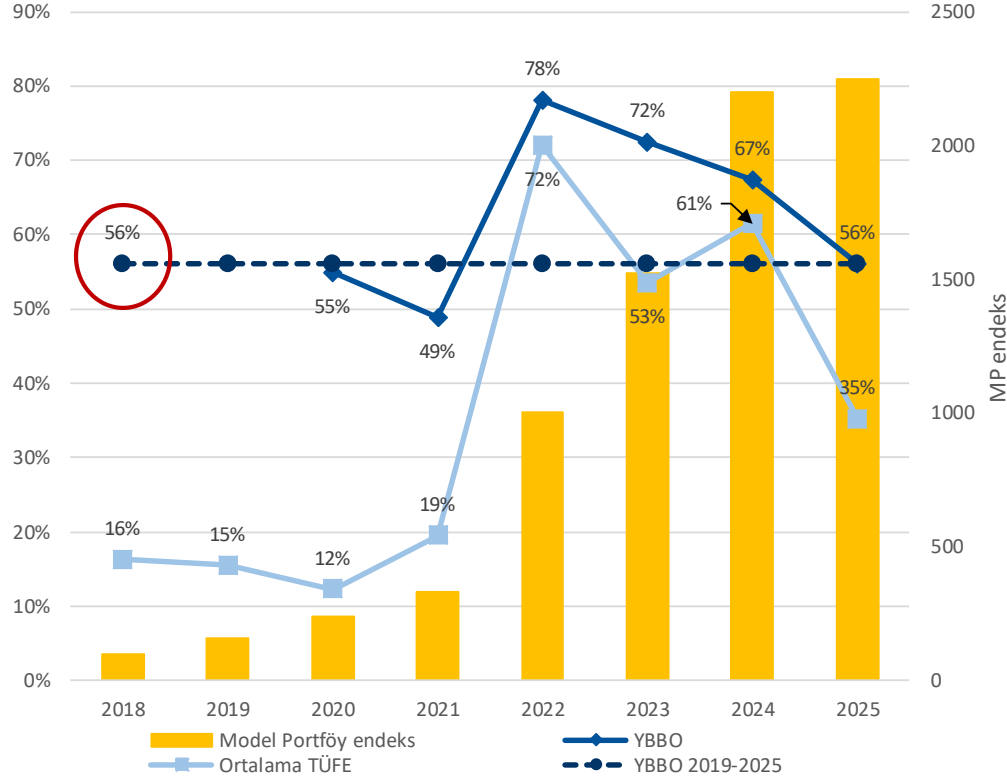
BIST 100 & BIST 100 getiri endeksi, 2018 = 100 endeks değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

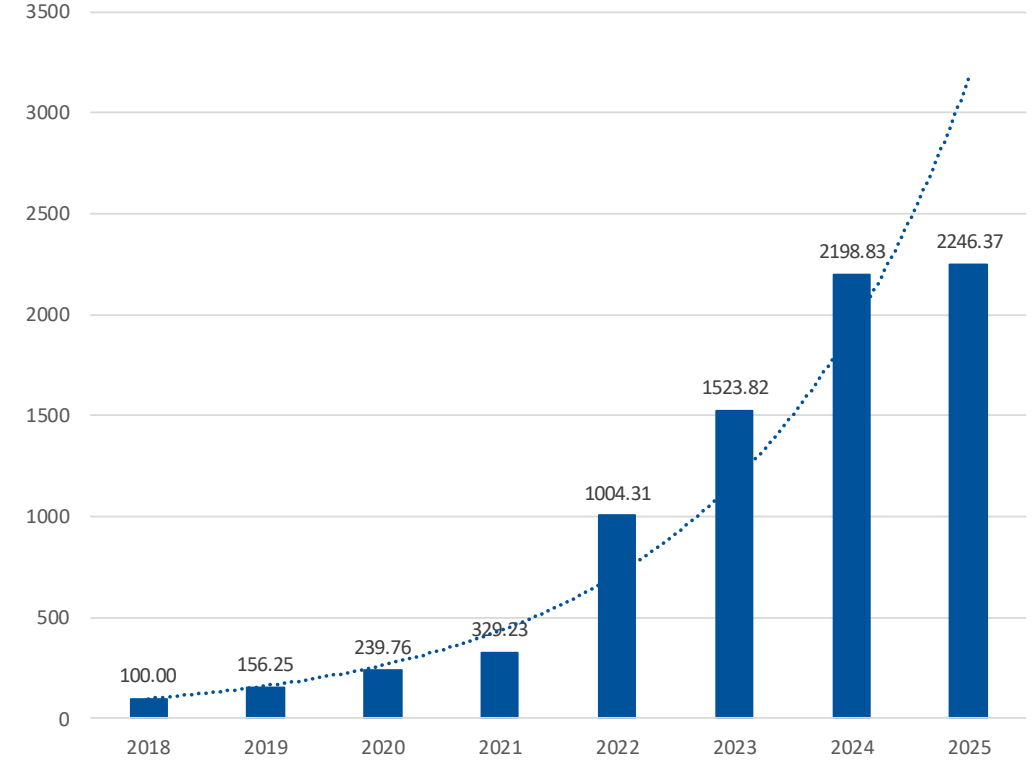
Model Portföy, performans

Deniz Yatırım Model Portföy, endeks, YBBO & ortalama TÜFE, 2019-2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

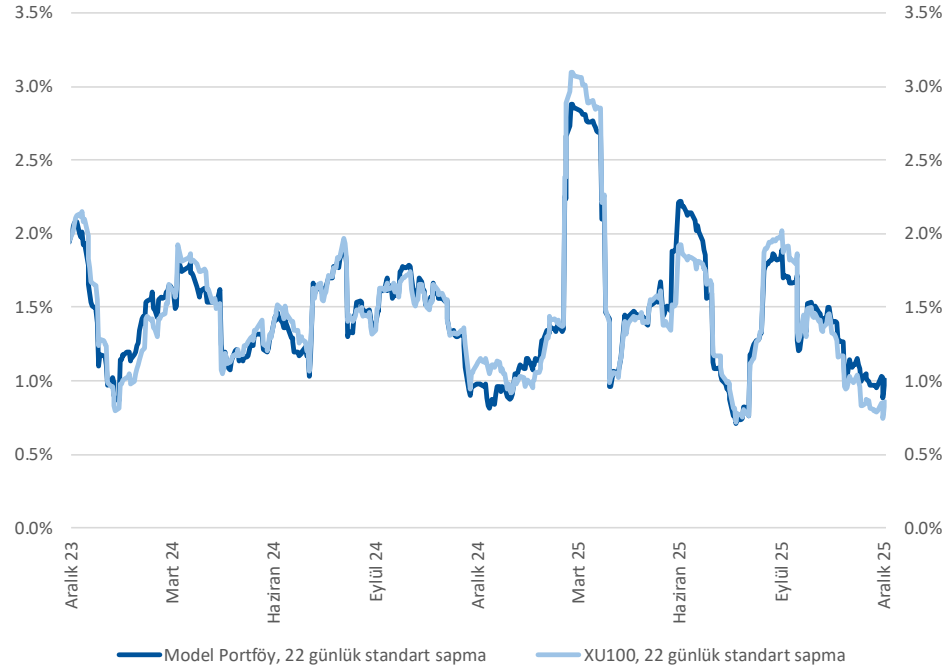
Deniz Yatırım Model Portföy, 2018 = 100 endeks değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

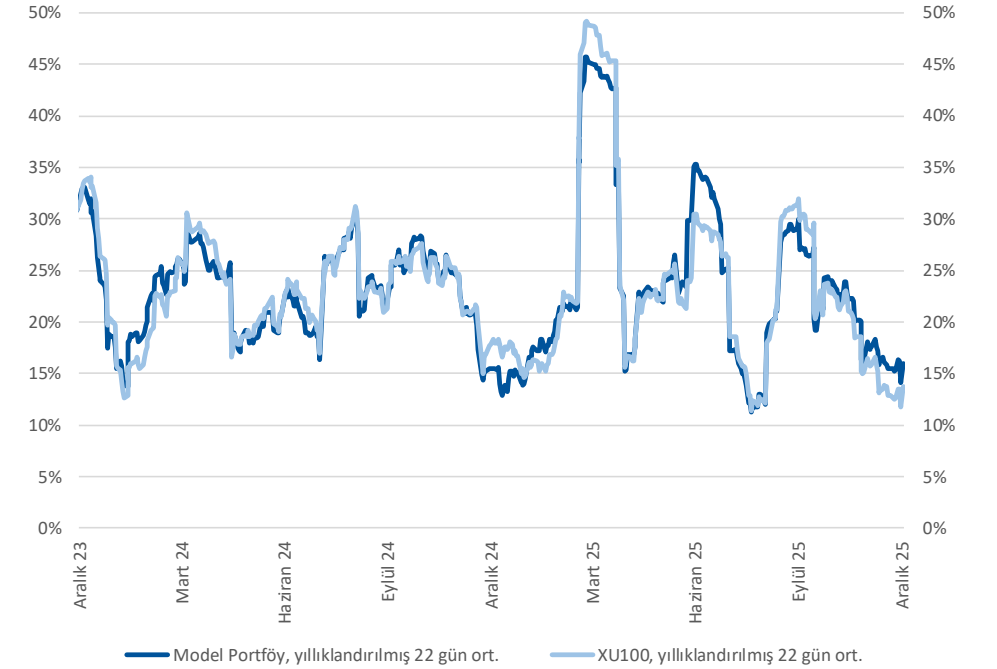
Model Portföy, volatilité

Model Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Model Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

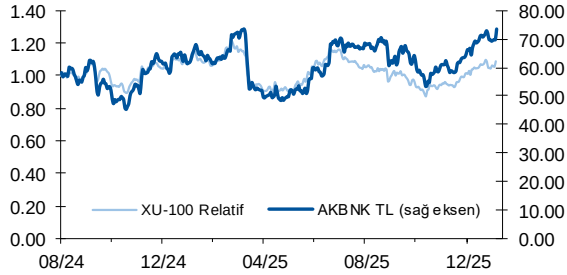
■ Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

Döngüsel Portföy, Ocak 2026

- **AKBNK** : Güçlü TL kredi büyümesi, dengeli kaldıraç yapısı, yüksek SYR.
- **ASELS** : Kritik sektörde yer alması, rekor bakiye sipariş rakamı, önemli projelere yönelik beklentiler, operasyonel karlılık artışının devam edeceği düşüncemiz.
- **BIGCH** : Güçlü marka portföyü, verimli operasyonel yapı, marj toparlanma beklentimiz, orta vadede daha kuvvetli nakit yaratım potansiyeli.
- **DOHOL** : Proaktif yönetim anlayışı, 2030 NAD hedefi, çeşitlendirilmiş portföy ve buna yönelik ileri dönem halka arz beklentileri.
- **ENKAI** : Güçlü inşaat işkolu, Avrupa altyapı harcaması beklentisi, olası Rusya-Ukrayna barışı, enerji işkolunda yatırımların katkıları ve sağlam bilançosu.
- **GLCVY** : İş modeli destekler koşullar, tahsilat artışı beklentimiz, düzenli temettü ödeyen yapı, 2026'da daha kuvvetli operasyonel karlılık düşüncemiz.
- **ISMEN** : Sektördeki konumu, yüksek temettü verimi, cazip çarpanlar.
- **MAVI** : Sağlam bilanço yapısı, cazip çarpanlar, makroekonomik görünüme yönelik beklentilerimizle uyum yapı, düşük baz yılı.
- **TRGYO** : Çeşitlendirilmiş portföy, kuvvetli nakit düzeyi, yüksek kira geliri.
- **TUPRS** : Tarihi ortalamalarının üzerinde seyreden ürün karlılıkları, sağlam bilanço yapısı ve güçlü net nakit pozisyonu, temettü politikası.

Akbank

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	AKBNK			
Mevcut Fiyat (TL)	73.50			
Hedef Fiyat (TL)	107.20			
Getiri Potansiyeli (%)	45.9%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	47.88	74.54		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	7,048			
Sermaye (mln TL)	5,200			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	382,200			
Hedeflenen Piyasa Değeri	557,440			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	66,479	42,366	64,708	110,456
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	5.6x	8.8x	5.9x	3.5x
PD/DD	1.8x	1.6x	1.3x	0.9x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	11%	18%	14%	10%
BİST100 Rölatif Getiri	8%	13%	-2%	-4%
Hisse Performansı				



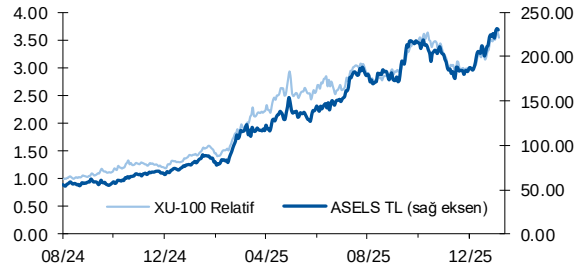
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Akbank (AKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 107,20 TL

- Akbank, 2025 yılında %10 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %4 gerisinde performans göstermiştir. Hisse, 2026 tahminlerimize göre, 3,46x F/K ve 0,95x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %31,9 seviyesindedir. Güçlü TL mevduat tabanı, yüksek dijitalleşme, disiplinli risk yönetimi ve yüksek sermaye yeterliliği ile 1.3x civarında bir F/DD çarpanının makul olabileceğini düşünüyoruz.
- Net faiz marjının 140bp artış ile %4,8 seviyesine yükselmesi ve net faiz gelirinin belirgin bir artışla 142,2 milyar TL'ye ulaşması, 2026 yılında kârlılığın ana sürükleyicisi olabilir. Güçlü TL kredi büyümesi (%32) ve dengeli kaldıraç yapısı ile Akbank güçlü bir risk-getiri profili sunmaktadır. Akbank, düşen faiz ortamında dengeli bir konumda yer alırken, kısa vadede yeniden fiyatlanacak aktif ve pasiflerin sektör ortalamasına yakın seyretmesi, marj genişlemesinin yakın vadede sektöre paralel olması beklenebilir. TL cinsi sabit getirili bono portföyünün görece yüksek olması sermaye piyasası işlem karı açısından bankayı olumlu yönde ayrıştırabilir.
- Teminatsız kredi oranının mevduat bankaları ortalamasından görece biraz daha düşük olması ve halihazırda oldukça yüksek bir karşılık oranı ile çalışıyor olmasından dolayı Akbank, aktif kalitesi anlamında rakiplerine göre daha iyi bir konumda yer almaktadır. 2025 yılında net kredi riskinin yıllık bazda 90bp artarak %2.7 seviyesinde olmasını beklediğimiz bankada 2026 yılında takipteki krediler için toplam karşılık oranının %124 seviyesine yükselmesini beklerken, net kredi riskini %1.5 seviyesinde öngörüyoruz.
- Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerinin %88'ini karşılamayı sürdürmesini beklerken, 2025'e göre gerileyeceğini beklemekle birlikte 2026 yılında komisyon gelirlerinin muhafazakar bir şekilde faaliyet giderlerinin %94'ünü karşılaması beklentimiz de diğer bir pozitif unsur olarak söylenebilir (2025T: ~%100). Ağırlıklı olarak ödeme sistemlerinden kaynaklı komisyon gelirlerindeki artış hızının faiz indirim sürecinde POS komisyon gelirlerinin daha yavaş büyümesine bağlı olarak yavaşlamasını bekliyoruz.
- Sermaye yeterlilik oranları yüksek ve mevduatın krediye dönüşüm oranları düşük olan bankanın orta-uzun dönemde sektöre kıyasla daha hızlı kredi büyüme temposu yakalayabileceğini düşünüyoruz.

Aselsan

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	ASELS			
Mevcut Fiyat (TL)	230.20			
Hedef Fiyat (TL)	273.50			
Getiri Potansiyeli (%)	18.8%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	72.11	237.30		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	5,653			
Sermaye (mln TL)	4,560			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	1,049,712			
Hedeflenen Piyasa Değeri	1,247,160			
Net Borç	23,769			
Firma Değeri	1,073,481			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	106,252	120,206	182,192	255,001
FAVÖK	23,140	30,234	46,757	66,454
Net Kar	10,526	15,299	24,170	34,369
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	14.7x	17.8x	43.4x	30.5x
PD/DD	1.2x	1.5x	4.8x	3.8x
FD/FAVÖK	7.5x	9.6x	23.0x	16.2x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	23%	6%	214%	220%
BIST100 Rölatif Getiri	19%	2%	172%	179%
Hisse Performansı				



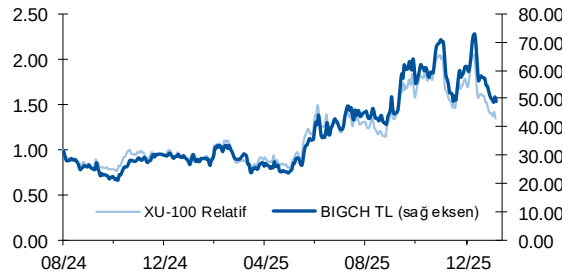
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Aselsan (ASELS) – TUT – Hedef Fiyat: 273,50 TL

- **Aselsan, 2025 yılında %220 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %179 üzerinde performans göstermiştir. ASELS, son 12 aylık verilere göre 46,3x F/K ve 25,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Aselsan için hedefi fiyatımızı 243,50 TL'den 273,50 TL'ye yükseltiyor ve önerimizi TUT yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**
- **Aselsan'ı, 17 Temmuz 2023 tarihinden bu yana 36,49 TL ortalama maliyetle Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımızı; hissenin 2025'teki hızlı yükseliş hareketinden çok daha önce başlayan beğenimizi bugün de kararlılıkla sürdürdüğümüzü hatırlatmak isteriz. 2025 yılı Strateji Raporumuzda 'savunma' sektörünü ve 'Aselsan'ı ön plana çıkarırken ortaya koyduğumuz vizyonumuzda bugün itibarıyla herhangi bir değişiklik bulunmamaktadır. Şirket'in süregelen başarı hikayesinin 2026 yılında daha da güçlenerek finansal sonuçlara pozitif yansıtacağı beklentisiyle pozisyonumuzu koruyoruz.**
- **2026 yılı büyüme projeksiyonumuzun temelini, halihazırda ulaşılan rekor bakiye sipariş rakamı oluşturmaktadır. Paylaşılan bakiye sipariş yaşlandırma tablosu, 2028 yılına kadar yıllık yaklaşık 4 milyar USD seviyesinde sürdürülebilir gelir potansiyeline işaret etmektedir. 2025'in ilk dokuz ayında 17,9 milyar USD'ye ulaşan bakiye sipariş miktarının, yıl sonuna kadar duyurulan yeni sözleşmelerle artışını sürdürmesi, büyüme ivmesinin 2026'da da korunacağını teyit etmektedir. Özellikle ÇELİK KUBBE projesi başta olmak üzere; F-16 modernizasyonu, KAAAN, KIZILELMA ve ALTAY tankı gibi kritik savunma projelerinden gelecek haber akışlarının önümüzdeki dönemde ana katalizörler olmasını bekliyoruz.**
- **Ayrıca, 2025 yılında gözlemlediğimiz operasyonel kârlılık artışının süreceğini ve işletme sermayesi tarafındaki iyileştirmelerin mevsimsellik etkisini azaltarak 2026'da çok daha belirgin bir finansal disiplin yaratacağını öngörmekteyiz.**

Büyük Şefler Gıda

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	BIGCH			
Mevcut Fiyat (TL)	49.00			
Hedef Fiyat (TL)	101.40			
Getiri Potansiyeli (%)	106.9%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	22.89	75.00		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	77			
Sermaye (mln TL)	107			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	5,243			
Hedeflenen Piyasa Değeri	10,850			
Net Borç	804			
Firma Değeri	6,047			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	3,143	3,468	4,741	6,436
FAVÖK	731	739	1,064	1,521
Net Kar	246	157	49	176
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	12.9x	20.5x	107.9x	29.8x
PD/DD	2.7x	2.1x	3.1x	2.7x
FD/FAVÖK	4.6x	5.1x	5.7x	4.0x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	-18%	-11%	66%	67%
BIST100 Rölatif Getiri	-20%	-15%	44%	46%
Hisse Performansı				



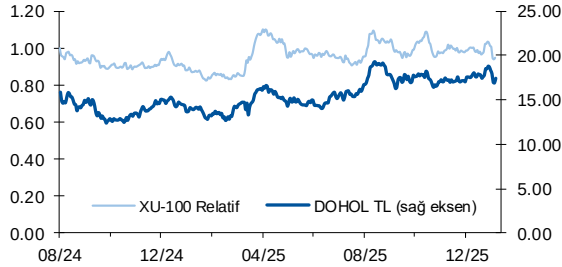
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Büyük Şefler Gıda (BIGCH) – AL – Hedef Fiyat: 101,40 TL

- Büyük Şefler Gıda, 2025 yılında %67 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %46 üzerinde performans göstermiştir. BIGCH, son 12 aylık verilere göre 194,5x F/K ve 5,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Büyük Şefler Gıda için 12-aylık hedef fiyatımız 101,40 TL ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Büyük Şefler Gıda'yı, operasyonel verimlilik ve karlılık odağını öne alan büyüme stratejisi, güçlü marka portföyü ve farklı gelir gruplarına hitap eden segmentasyon yapısı sayesinde beğeniyoruz. Şirket'in, son dönemde düşük performanslı şubeleri yeniden değerlendirmesi ve yatırım politikasında karlılığı önceliklendirmesi, marjların korunması açısından olumlu bir çerçeve sunmaktadır. Franchise gelirlerindeki geçici zayıflamaya rağmen ana operasyonun güçlü seyrini koruması, iş modelinin esnekliğini desteklemektedir.
- 2026 yılında, yoğun yatırım döneminin geride bırakılmasıyla birlikte yatırım harcamalarında daha kontrollü bir seyre geçilmesini ve bu durumun nakit yaratım kapasitesini desteklemesini bekliyoruz. BigChefs Akademi'nin kapasite kullanımının artmasıyla birlikte personel kalitesinde iyileşme sağlanmasının, en önemli gider kalemlerinden biri olan personel maliyetlerinin daha yönetilebilir seviyelerde ilerlemesine katkı sunacağını değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, operasyonel verimlilik ve dijitalleşme adımlarının hem FAVÖK marjını desteklemesi hem de marka değerini güçlendirmesi beklenirken, GES yatırımlarının enerji giderleri üzerindeki azaltıcı etkisinin 2026 finansallarında daha görünür hale gelmesini öngörüyoruz.
- i) personel maliyetlerinde beklenenden hızlı artışlar ii) tüketici talebinde öngörülenden daha zayıf seyir iii) yatırım geri dönüşlerinin gecikmesi iv) yabancı ziyaretçi sayısındaki toparlanmanın sınırlı kalması, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Doğan Holding

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	DOHOL			
Mevcut Fiyat (TL)	17.47			
Hedef Fiyat (TL)	28.00			
Getiri Potansiyeli (%)	60.3%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	12.65	19.39		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	362			
Sermaye (mln TL)	2,617			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	45,719			
Hedeflenen Piyasa Değeri	73,276			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	-210	4,317	1,901	2,566
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	a.d.	8.7x	24.0x	17.8x
PD/DD	0.4x	0.5x	0.5x	0.5x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	-1%	-1%	21%	19%
BIST100 Rölatif Getiri	-4%	-5%	5%	4%
Hisse Performansı				



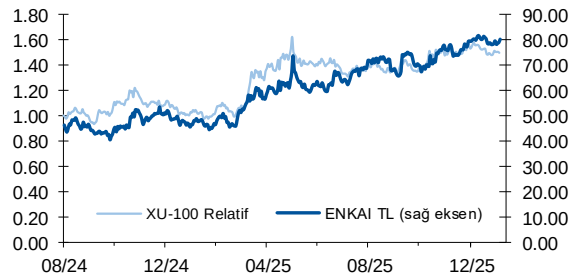
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Doğan Holding (DOHOL) – AL – Hedef Fiyat: 28,00 TL

- Doğan Holding, 2025 yılında %19 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %4 üzerinde performans göstermiştir. DOHOL, son 12 aylık verilere göre 47,3x F/K ve 0,6x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Doğan Holding için hedefi fiyatımızı 25,70 TL'den 28,00 TL'ye yükseltiyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Doğan Holding'i, ortaya koyduğu hedefler doğrultusunda temel olarak beğenirken, 2025 yılında gözlemlediğimiz pozitif ayrışmanın 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Mevcut proaktif yönetim anlayışının önümüzdeki dönemde de süreceği öngörüsüyle; 2030 yılı için hedeflenen 4 milyar USD Net Aktif Değer (NAD) vizyonu paralelinde, Hepiyi Sigorta, Daiichi ve Sesa Ambalaj'ın halka arz süreçlerinin masada olmasını önemli buluyoruz.
- Stratejik odak alanları arasında yer alan yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetlerin her birini 1 milyar USD değerlemeye ulaştırma hedefi doğrultusunda, planlanan büyüme ivmesinin korunduğunu görüyoruz. Şirketler nezdinde zorlu koşulların geçerli olduğu 2024 yılında, proaktif yönetimin yansıması olarak Gümüştaş Madencilik'in portföye dahil edilmesiyle stratejik alanlara bir yenisi eklenmiş ve 2025 yılına güçlü bir başlangıç yapılmıştır. 2025 yıl sonunda beklentilerin üzerinde performans gösteren madencilik segmentinin öngörülebilir iş modeli sayesinde 2026'da Holding finansallarına önemli bir katkı sağlamasını bekliyoruz. Bunun yanı sıra Hepiyi Sigorta, dikkat çeken büyüme yolculuğuna kararlılıkla devam etmektedir.
- Stratejik odak noktalarına ek olarak, taktiksel alanda yer alan şirketlerde de 2025 yılında önemli gelişmeler takip edilmiştir. Bunun en belirgin örneği, Karel Elektronik tarafında hem sözleşmelerin yenilenmesi hem de borçluluğu azaltacak önlemlerin devreye alınmasıdır. 2025'te Karel Elektronik bünyesinde kaydedilen bu iyileşmelerin, 2026 yılında finansal sonuçlara daha somut şekilde yansımasını ve uzun yıllardır yatırımcı nezdinde yarattığı beklentileri artık karşılamaaya başlamasını bekliyoruz.

Enka İnşaat

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	ENKAI			
Mevcut Fiyat (TL)	80.10			
Hedef Fiyat (TL)	114.00			
Getiri Potansiyeli (%)	42.3%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	44.30	82.25		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	907			
Sermaye (mln TL)	6,000			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	480,600			
Hedeflenen Piyasa Değeri	684,000			
Net Borç	-147,221			
Firma Değeri	333,379			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	76,705	100,541	152,940	212,442
FAVÖK	15,061	22,922	33,083	43,127
Net Kar	16,969	24,691	36,694	44,860
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	11.1x	10.5x	13.1x	10.7x
PD/DD	0.9x	0.9x	1.3x	1.1x
FD/FAVÖK	6.8x	6.3x	10.1x	7.7x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	1%	15%	69%	70%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	11%	46%	49%
Hisse Performansı				



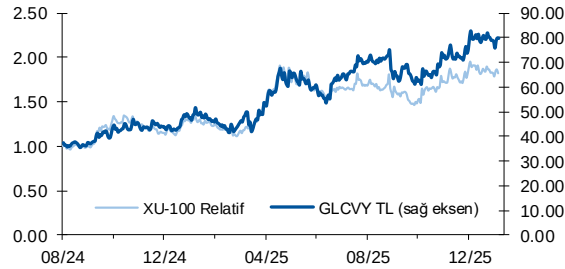
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Enka İnşaat (ENKAI) – AL – Hedef Fiyat: 114,00 TL

- Enka İnşaat, 2025 yılında %70 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %49 üzerinde performans göstermiştir. ENKAI hisseleri son 12 aylık verilere göre 14,3x F/K ve 10,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Enka İnşaat'ı 114,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Enka İnşaat'ı, inşaat işkolunda devam eden güçlü büyümesi, Avrupa'da artması beklenen altyapı harcamaları, olası Rusya-Ukrayna barışı ve hem yatırımcı algılamasında yaratabileceği olumlu etki hem de ortaya çıkarabileceği potansiyel projeler, enerji işkolunda yatırımların katkıları ve sağlam bilançosu dolayısıyla beğeniyoruz.
- Şirket'in en önemli işkolu olan inşaat kesintisiz gelir büyümesi son 6 yıldır devam ediyor. 2024 yıl sonunda 5.834 milyon USD olan iş yükü (backlog) Eylül 2025 sonunda 8.731 milyon USD büyüklüğe ulaşırken, Şirket, dünyanın birçok bölgesinde projeleri takip ederken, **mevcut iş yükü ve gelir büyümesini sürdüreceğini öngörüyoruz.**
- Toplam 3 santralde yaklaşık 4 GW kapasiteye sahip olan Şirket, 850 MW kapasiteye sahip olan Kırklareli DGKÇS ve 40 MW kapasiteye sahip olan Bulgaristan'daki Kamenno GES'i tamamladı. Böylece, **söz konusu santrallerin finansallara ilk katkılarını 2026 yılında göreceğiz.**
- Eylül 2025 sonu itibarıyla 147 milyar TL net nakit pozisyonuna sahip olan Şirket, BIST 30 endeksinde yer alan finans dışı şirketler ile karşılaştırıldığında net nakit/borç pozisyonunun piyasa değerine oranına göre ilk sırada yer almaktadır. **Net nakit pozisyonu mevcut piyasa değerinin %31'ine denk gelmektedir.**
- i) faaliyet gösterdiği coğrafyalarda yaşanabilecek jeopolitik riskler ii) beklentimizin altında sipariş hacmi iii) projelerde aksama ve iv) küresel faiz indirim döngüsünün sektöre uğraması sonucunda yatırım portföyü kaynaklı değer düşüklüğü değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Gelecek Varlık

Hisse Verileri					
Bloomberg Hisse Kodu	GLCVY				
Mevcut Fiyat (TL)	79.80				
Hedef Fiyat (TL)	121.30				
Getiri Potansiyeli (%)	52.0%				
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	40.33	84.50			
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	71				
Sermaye (mln TL)	140				
Pazar	Yıldız Pazar				
Hisse Verileri (mln TL)					
Piyasa Değeri	11,148				
Hedeflenen Piyasa Değeri	16,946				
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T	
Net Kar	855	1,182	1,478	2,311	
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T	
F/K	4.6x	5.1x	7.5x	4.8x	
PD/DD	1.7x	2.2x	3.5x	2.1x	
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025	
Nominal Getiri	-4%	28%	79%	83%	
BIST100 Rölatif Getiri	-7%	23%	55%	59%	
Hisse Performansı					



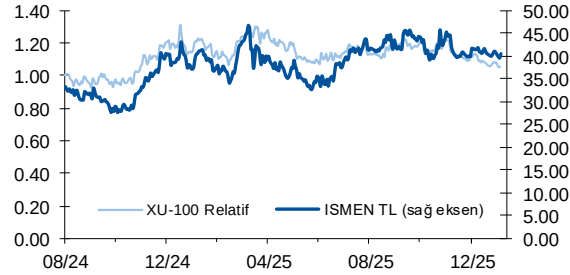
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Gelecek Varlık (GLCVY) – AL – Hedef Fiyat: 121,30 TL

- Gelecek Varlık, 2025 yılında %83 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %59 üzerinde performans göstermiştir. GLCVY, son 12 aylık verilere göre 7,6x F/K ve 3,2x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Gelecek Varlık için hedefi fiyatımızı 107,80 TL'den 121,30 TL'ye revize ediyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüze ekliyoruz.
- 2025 yılında makroekonomik riskler olarak görülen yüksek faiz oranları ve enflasyon esasen Gelecek Varlık'ın iş modeli için temel birer katalizör işlevi gördüğü için Araştırma kapsamımıza dahil edilmiştik. Yüksek borçlanma maliyetlerinin geri ödemeleri zorlaştırması, takipteki alacak (TGA) stokunun oluşumunu hızlandırmıştı. Bankaların aktif kalitesini iyileştirme stratejileri doğrultusunda bu stokun varlık yönetim şirketlerine devredilmesi, şirketlerin operasyonel sürekliliği için gerekli temel kaynağı sağlamakta. Bugün gelinen noktada, mevcut portföylere ek olarak 2026 yılında da devam etmesini öngördüğümüz TGA satışlarının iş modelini destekleyeceği; ayrıca, yeni makroekonomik konjonktürle birlikte borçluların ödeme gücünün artacağı ve tahsilatların hızlanacağı beklentisiyle Gelecek Varlık'ı Döngüsel Portföyümüze ekliyoruz.
- Gelecek Varlık, Türkiye varlık yönetimi sektöründe güçlü liderliği ile ön plana çıkmaktadır. 2026 yılında hem tahsilatlarda artış hem de operasyonel karlılığın 2025'e göre iyileşme göstermesini bekliyoruz.
- Gelecek Varlık, son yıllarda düzenli olarak temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. 2021 karının %25'i 2022'de, 2022 kârının %77'si 2023'te, 2023 kârının %15'i 2024'te, 2025 yılı kârının ise %30'u 2025 yılında dağıtılmıştır. Şirket'in, nakit yaratma kabiliyeti dikkate alındığında, önümüzdeki dönemlerde de temettü ödemelerinin devam etmesini bekliyoruz. Ancak, BDDK düzenlemelerine tabi olması nedeniyle, tahminlerimizde ihtiyatlı yaklaşım benimsiyor ve modelimizde her yıl net kârın %30'unun temettü olarak dağıtılacağı varsayımını kullanıyoruz. Bu nedenle 2026'da %4 temettü verimliliğine işaret eden temettü ödemesi gerçekleştirmesini bekliyoruz.

İş Yatırım

Hisse Verileri					
Bloomberg Hisse Kodu					ISMEN
Mevcut Fiyat (TL)					40.56
Hedef Fiyat (TL)					67.90
Getiri Potansiyeli (%)					67.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	32.02				47.68
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)					252
Sermaye (mln TL)					1,500
Pazar					Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)					
Piyasa Değeri					60,840
Hedeflenen Piyasa Değeri					101,850
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T	
Net Kar	7,998	5,506	7,068	9,275	
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T	
F/K	4.2x	10.0x	8.6x	6.6x	
PD/DD	1.5x	1.7x	1.7x	1.5x	
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025	
Nominal Getiri	-2%	-8%	-3%	-8%	
BIST100 Rölatif Getiri	-5%	-12%	-16%	-20%	
Hisse Performansı					



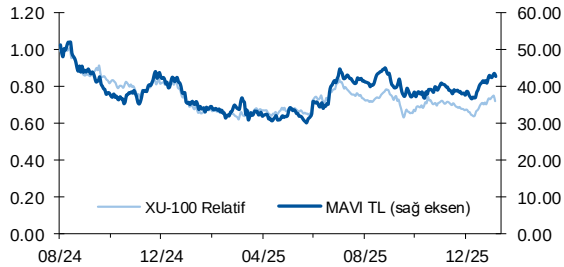
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ İş Yatırım (ISMEN) – AL – Hedef Fiyat: 67,90 TL

- İş Yatırım, 2025 yılında %8 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %20 gerisinde performans göstermiştir. ISMEN, son 12 aylık verilere göre 8,8x F/K ve 2,1x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. İş Yatırım için hedefi fiyatımızı 64,40 TL'den 67,90 TL'ye revize ediyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2025'in ikinci yarısında yerel varlık fiyatlamalarına dair yeniden daha iyimser beklentilere sahip olmamız paralelinde İş Yatırım'ı Döngüsel Portföyümüze eklemiştik. Henüz hem piyasada hem de İş Yatırım'ın hisse performansında beklediğimiz hareketi göremedik. Ancak, hala daha piyasa koşullarının İş Yatırım'ın iş modelini destekleyecek yönde olduğunu düşünüyoruz.
- Hatırlayacak olursak, beklentimizin temellerini; i) alternatif getiriler 'hâlâ' güçlü kalmaya devam etse de, halka açık şirketlerde en kötü finansal sonuçların geride kaldığına yönelik beklentilerin fiyatlamalara yansımaya başlaması ii) enflasyon muhasebesinin yarattığı kafa karışıklığının azalması iii) finansman giderlerinin yüksek seviyelerde kalmasına rağmen artış hızının yavaşlaması iv) Türkiye varlıklarının cazip çarpanlarla işlem görmesi v) yabancı işlemlerde pozitif akışın devam etmesi oluşturmaktaydı.
- Piyasaya yönelik beklentilerimize ek olarak İş Yatırım'ın, artan pazar payına paralel yılı ön planda tamamlamasını bekliyoruz. 9A25 dönemi verilerine göre pay piyasasındaki işlem hacmini yıllık %26 artıran Şirket, %11,3 pazar payına ulaşırken; VIOP tarafında işlem hacmi yıllık %73 oranında artmış ve pazar payı %13'e yükselmiştir. Ayrıca, 9A25 döneminde %60'lık artışla 16,9 milyar TL'ye ulaşan pay kredisi büyümesinin sürmesini ve operasyonel gelirleri desteklemeye devam etmesini öngörüyoruz.
- Tüm bunlara ek olarak, ihtiyatlı bir yaklaşımla oluşturduğumuz ve %5,8 temettü verimliliğine işaret eden temettü ödemesi beklentimizin, 2026 yılında öne çıkan başlıklar arasında yer alacağını düşünüyoruz.

Mavi Giyim

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	MAVI			
Mevcut Fiyat (TL)	42.72			
Hedef Fiyat (TL)	62.90			
Getiri Potansiyeli (%)	47.2%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	29.83	46.28		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	341			
Sermaye (mln TL)	795			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	33,942			
Hedeflenen Piyasa Değeri	49,975			
Net Borç	-2,068			
Firma Değeri	31,873			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	37,368	38,519	49,600	62,744
FAVÖK	6,898	7,012	8,965	11,000
Net Kar	2,535	2,724	3,379	4,779
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	6.8x	13.1x	10.0x	7.1x
PD/DD	1.9x	2.9x	2.2x	1.8x
FD/FAVÖK	2.0x	4.4x	3.6x	2.9x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	11%	11%	1%	3%
BIST100 Rölatif Getiri	7%	7%	-13%	-10%
Hisse Performansı				



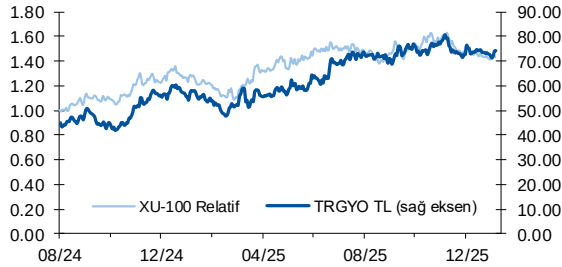
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Mavi Giyim (MAVI) – AL – Hedef Fiyat: 62,90 TL

- Mavi Giyim, 2025 yılında %3 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %10 gerisinde performans göstermiştir. MAVI, son 12 aylık verilere göre 14,6x F/K ve 4,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Mavi Giyim için hedefi fiyatımızı 62,90 TL'ye revize ediyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2024 yılının ilk 7 ayında oldukça başarılı hisse performansı gösteren Mavi Giyim, sonrasında, ilk 7 ayın oldukça tersi şeklinde performans ortaya koydu. Bu terse dönüşte her ne kadar sıkılaşma adımlarının etkisinin hissedilmeye başlanması ve tüketimdeki zayıflamanın ikinci çeyrek finansalları ile gün yüzüne çıkması etkili olsa da fiyatlamamızın, operasyonel verilerdeki zayıflamadan daha derin gerçekleştiğini düşünüyoruz. **2025 yılında bu olumsuz etkilerin sürmesine rağmen, Şirket'in sektördeki güçlü konumu ve sağlam bilanço yapısını göz önünde bulundurarak Mavi Giyim'i portföyümüzde tutmaya devam ettik. Bugün de benzer gerekçelere ek olarak, hissenin sunduğu cazip çarpanlar ve makroekonomik görüntüye yönelik gelecek dönem beklentilerimiz paralelinde pozisyonumuzu korumaktan yana olduk.**
- **2025'ten gelen düşük baz etkisinin 2026 finansallarına pozitif yansımaları bekliyoruz. 2026 yılı, Mavi Giyim için 'yatırım yılı' olarak ön plana çıkmaktadır. Kuzey Amerika'daki mağaza açılış ivmesinin sürmesini ve Türkiye'deki mağaza sayısının artmasını öngörüyoruz. Tamamlanan yatırımların meyvelerini vermesiyle birlikte, 2027'nin operasyonel ve finansal açıdan çok daha güçlü bir yıl olacağını tahmin ediyor ve modelliyoruz.**
- Tüm bunlara ek olarak devam eden temettü ödemelerini önemli görüyoruz. 2026 için %3,5 temettü verimliliğine işaret eden temettü ödemesi gerçekleştirmesini bekliyoruz.

Torunlar GYO

Hisse Verileri					
Bloomberg Hisse Kodu					TRGYO
Mevcut Fiyat (TL)					74.15
Hedef Fiyat (TL)					100.00
Getiri Potansiyeli (%)					34.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	47.15				80.70
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)					127
Sermaye (mln TL)					1,000
Pazar					Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)					
Piyasa Değeri					74,150
Hedeflenen Piyasa Değeri					100,000
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T	
Net Kar	19,232	8,303	13,667	17,220	
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T	
F/K	1.2x	5.6x	5.4x	4.3x	
PD/DD	0.2x	0.4x	0.5x	0.4x	
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025	
Nominal Getiri	-1%	-3%	26%	23%	
BIST100 Rölatif Getiri	-5%	-6%	9%	7%	
Hisse Performansı					



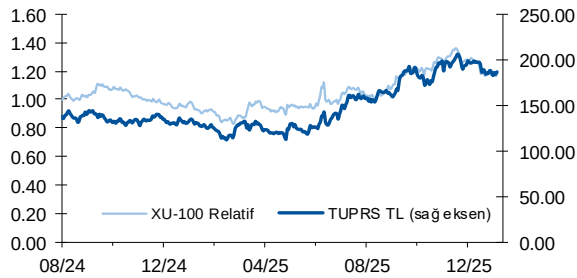
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Torunlar GYO (TRGYO) – AL – Hedef Fiyat: 100,00 TL

- Torunlar GYO, 2025 yılında %23 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %7 üzerinde performans göstermiştir. TRGYO, son 12 aylık verilere göre 0,6x PD/DD çarpanı ile işlem görmektedir. Torunlar GYO için hedefi fiyatımızı 100,00 TL olarak korurken revizyon hakkımızı yıl sonu ekspertiz raporlarını beklememiz dolayısıyla saklı tuttuğumuzu belirtmek isteriz. TRGYO'yu AL yönündeki önerimizle Döngüsel Portföyümüze ekliyoruz.
- Torunlar GYO, çeşitlendirilmiş portföy yapısıyla gayrimenkul sektöründe dikkat çekici bir konuma sahiptir. Şirket bünyesinde yer alan Zafer Plaza, Antalya Deepo, Bursa Korupark, İstanbul Torium, Mall of İstanbul ve Mall of Antalya'dan oluşan altı ana AVM varlığı; 9A25 döneminde konut satışlarındaki görece zayıf seyre rağmen (5. Levent 2. Etap konut teslimlerinin 4Ç25'te gerçekleştirilmesi nedeniyle), artan ziyaretçi trafiği ve ciro performansı ile finansal sonuçlara güçlü katkı sağlamıştır. Bu dönemde toplam ziyaretçi sayısı 43,8 milyona ulaşırken, birebir ziyaretçi büyüme oranı %2,5 olarak kaydedilmiştir. Konut tarafında 2025 yılının ilk dokuz ayında toplam 85 ünitenin fiili satışı gerçekleştirilmiştir.
- Torunlar GYO, 9A25 dönemi itibarıyla 26,5 milyar TL net nakit pozisyonu ile sektördeki en güçlü likidite pozisyonlarından birisine sahiptir.
- Şirket'in '2025 ve Sonrası' vizyonu; Torun Center stokunun eritilmesi, 5. Levent 2. Etap satışlarının sürdürülmesi ve üç büyük otel projesinin tamamlanarak operasyona alınması stratejisi üzerine inşa edilmiştir. Torunlar GYO yönetimi, önümüzdeki beş yıl için şeffaf ve iddialı bir büyüme yol haritası belirlemiştir. Bu planın merkezinde, gayrimenkul satışlarından elde edilecek nakit akışının yüksek getirili kira mülklerine ve yatırımcı temettülerine dönüştürülmesi yer almaktadır. Şirket, 2025-2029 dönemini kapsayan kümülatif projeksiyonunda toplam 68,2 milyar TL'lik satış büyümesi hedeflemektedir.

Tüpraş

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	TUPRS			
Mevcut Fiyat (TL)	187.00			
Hedef Fiyat (TL)	273.00			
Getiri Potansiyeli (%)	46.0%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	111.89	209.30		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	3,509			
Sermaye (mln TL)	1,927			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	360,311			
Hedeflenen Piyasa Değeri	526,015			
Net Borç	-74,431			
Firma Değeri	285,880			
Hisse Verileri (mln TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satış	991,203	810,386	796,605	877,011
FAVÖK	138,950	50,704	63,205	71,461
Net Kar	77,354	18,315	30,645	36,473
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	2.7x	17.0x	11.8x	9.9x
PD/DD	0.7x	0.9x	1.0x	0.9x
FD/FAVÖK	0.8x	4.8x	4.5x	4.0x
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2025
Nominal Getiri	-6%	-2%	41%	43%
BIST100 Rölatif Getiri	-9%	-6%	22%	25%
Hisse Performansı				



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

■ Tüpraş (TUPRS) – AL – Hedef Fiyat: 273,00 TL

- Tüpraş, 2025 yılında %43 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %25 üzerinde performans göstermiştir. TUPRS hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,5x F/K ve 5,1x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Tüpraş'ı 273,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Tüpraş'ı, tarihi ortalamalarının üzerinde seyreden ürün karlılıkları, sağlam bilanço yapısı ve güçlü net nakit pozisyonu, temettü politikası ve Stratejik Dönüşüm Planı dolayısıyla beğeniyoruz.
- Düşük stok seviyeleri ve artan talebe ek olarak yetersiz rafineri yatırımları ve jeopolitik tansiyonun etkisiyle tarihi ortalamalarının üzerinde seyreden ürün karlılıklarını destekleyici unsur olarak görüyoruz. Son verilerde, benzin, dizel ve jet yakıt da son 5 yıllık ortalamasının üzerinde bulunuyor. Ayrıca, büyük bakımlarla birlikte sağlanan verimlilik artışının da Şirket'e önemli faydalar sağlayacağı düşüncesindeyiz.
- Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı ile, sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen yeni alanlara yatırım yapılmasını, gerçekleştirilen dönüşüm sonucunda Türkiye'de sıfır karbon elektrik ve sürdürülebilir havacılık yakıtı üretimlerinde lider olmayı hedeflemektedir. **Düşüncemiz, ilk etapta sıfır karbon elektrik alanının bu dönüşüm sürecinin öncüsü olması yönünde.**
- 2023 yılında 27 milyar TL temettü ve %600 oranında bedelsiz sermaye artırımı, 2024 yılında 43 milyar TL ve 2025 yılında 29,3 milyar TL temettü ödeyen Tüpraş'ın **2026 yılında ise yaklaşık 25 milyar TL (hisse başına 13,04 TL) temettü ödemesi gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz.** Son kapanışa göre %7,0 temettü verimine işaret ediyor.
- i) ürün marjlarında zayıflama ii) petrol makaslarında Şirket'in aleyhine daralma iii) beklentilerimizin altında satış hacmi değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Döngüsel Portföy, Ocak 2026

Hisse	Beta (3 ay)	Korelasyon (3 ay)	Ort. işlem hacmi (3 ay, mio TRY)	F/K (Son 4Ç)	F/DD	FD/FAVÖK	3 ay rölatif perf.	YBB rölatif perf.
MAVI	0.69	0.45	340	14.6	2.6	4.0	8%	-4%
ASELS	0.69	0.32	5,660	46.3	5.6	25.9	1%	-3%
AKBNK	1.28	0.72	7,037	7.9	1.4		17%	3%
DOHOL	0.67	0.43	364	47.3	0.6	1.2	-7%	1%
ENKAI	0.70	0.45	908	14.3	1.4	10.4	9%	-1%
TUPRS	0.95	0.56	3,520	13.5	1.1	5.1	-5%	-1%
BIGCH	0.78	0.21	77	194.5	3.7	5.9	-17%	-5%
ISMEN	1.52	0.71	252	8.8	2.1	2.5	-13%	0%
GLCVY	0.75	0.28	72	7.6	3.2		20%	-2%
TRGYO	0.54	0.40	126	3.8	0.6	6.2	-7%	-2%

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü

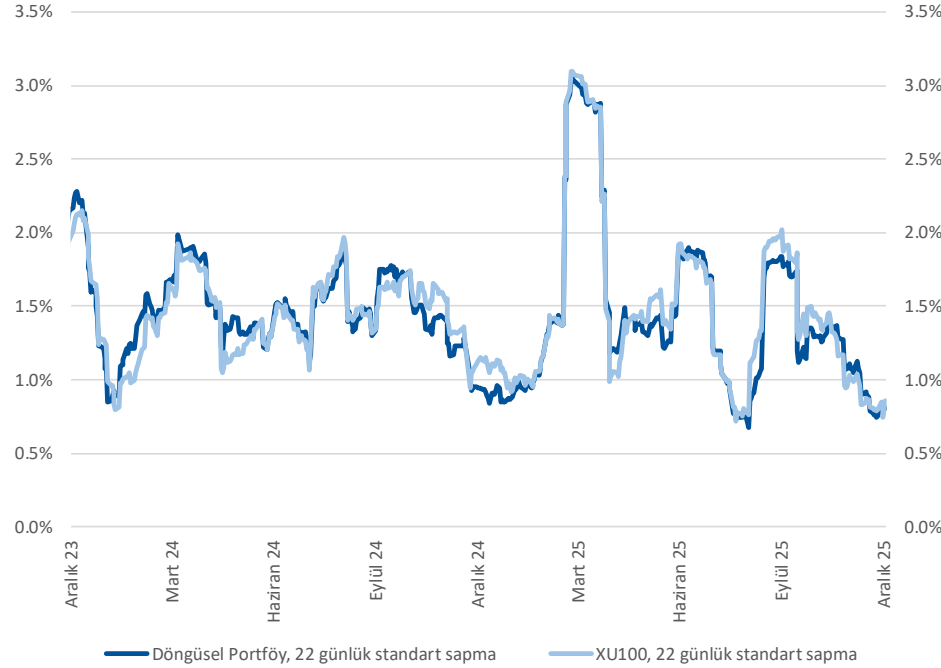
Döngüsel Portföy, Ocak 2026

Dönem	Döngüsel Portföy endeks seviyesi	Döngüsel Portföy rölatif (XU100)	Döngüsel Portföy rölatif (XU30)	XU100
02.01.2026	1496	89%	87%	790
26.12.2025	1496	93%	92%	776
31.12.2025	1485	92%	90%	774
31.12.2024	1224	81%	78%	675
29.12.2023	845	65%	65%	513
30.12.2022	539	42%	42%	379
31.12.2021	144	13%	11%	128
21.10.2021	100			100
Haftalık performans (Portföy)	0%			
Yıl başlangıcından performans (Portföy)	1%			
Kurulduğu günden performans (Portföy)	1396%			
Haftalık ortalama beta (Portföy)	0.91			
Haftalık ortalama korelasyon (Portföy)	0.59			
Ortalama gün (Portföy)	632			
Toplam gün (Portföy kuruluşundan)	1534			
XU100 haftalık performans	2%			
XU100 yıl başlangıcından performans	2%			
XU100 Döngüsel Portföy kurulduğu günden performans	690%			
Döngüsel Portföy, XU100 haftalık rölatif	-2%			
Döngüsel Portföy, XU100 yıl başlangıcından rölatif	-1%			
Döngüsel Portföy, XU100 kurulduğu günden rölatif	89%			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

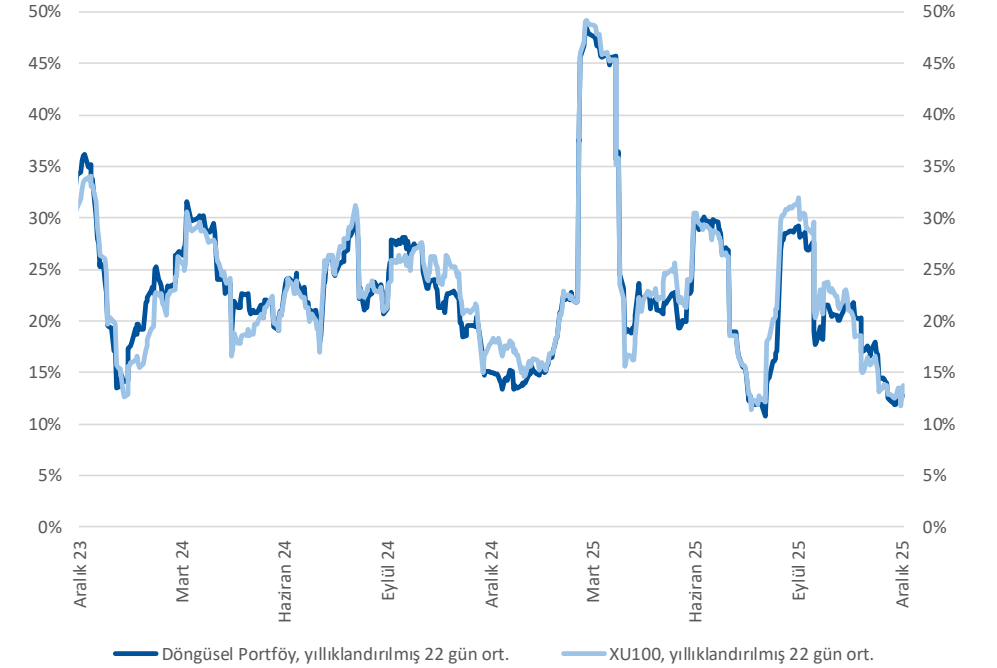
Döngüsel Portföy, volatilité

Döngüsel Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

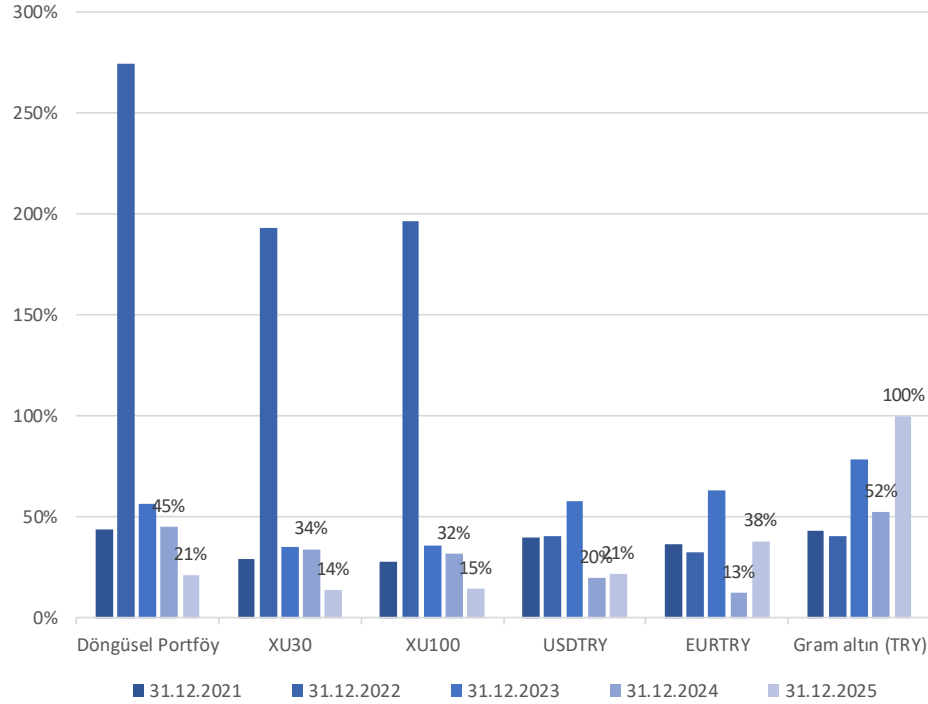
Döngüsel Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

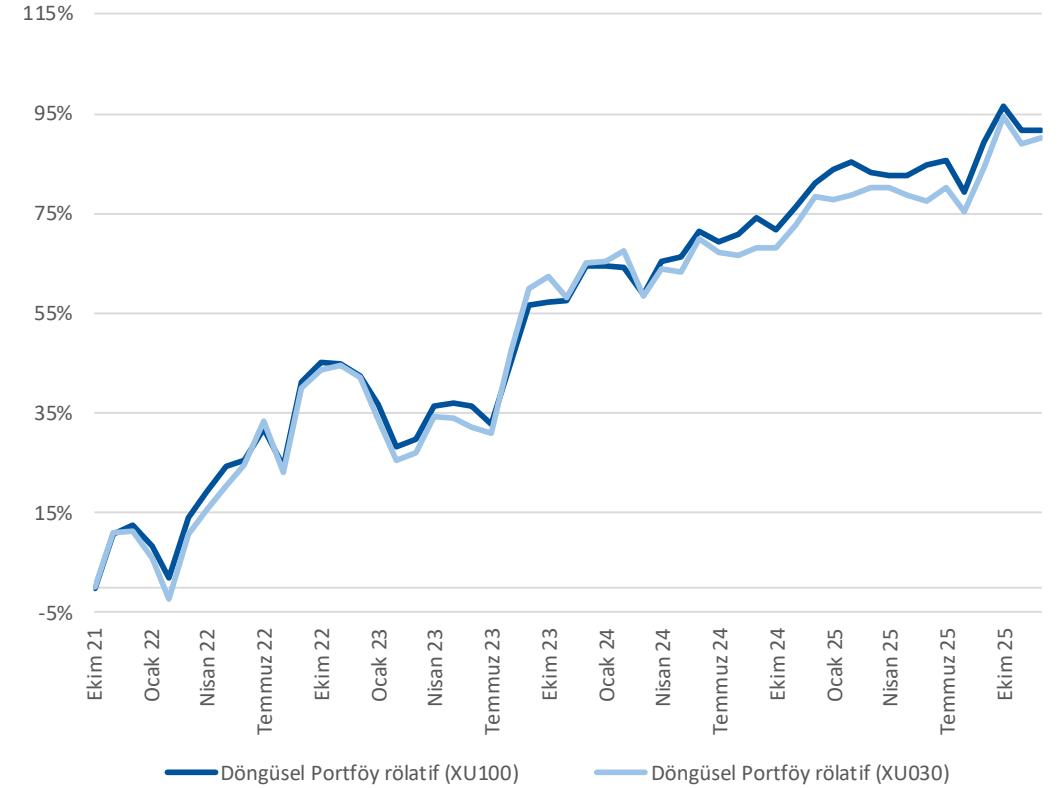
Döngüsel Portföy, performans

Döngüsel Portföy ve seçilmiş varlık sınıflarının yıllık performansları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet
2021 yılı hesaplamaları için Döngüsel Portföyün kurulduğu 21.10.2021 ile yıl sonu arasındaki performanslar üzerinden gidilmiştir.

Döngüsel Portföy aylık performans, kurulduğu günden bu yana



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Araştırma kapsamımızdaki şirketlere ilişkin tahminlerimiz

Hisse kodu	Son kapanış	Yükseliş potansiyeli	Yeni 12A hedef fiyat	Yeni 12A öneri	Eski 12A hedef fiyat	Eski 12A öneri	2025T Satış geliri	2026T Satış geliri	2025T FAVÖK	2026T FAVÖK	2025T Net kar	2026T Net kar	2025T HBT	2026T HBT	2025T F/K	2026T F/K	2025T FD/FAVÖK	2026T FD/FAVÖK	2025T PD/DD	2026T PD/DD
AGESA	215.50	52.2%	327.90	AL	295.50	AL	---	---	---	---	5,138	7,227	10.36	16.06	7.5x	5.4x	---	---	4.6x	3.2x
AKBNK	73.50	45.9%	107.20	AL	100.60	AL	---	---	---	---	64,708	110,456	1.22	0.00	5.9x	3.5x	---	---	1.3x	0.9x
AKCNS	161.80	16.3%	188.10	TUT	188.10	TUT	24,807	33,443	3,218	4,613	942	1,390	2.46	3.63	32.9x	22.3x	9.8x	6.8x	1.1x	0.9x
AKGRT	6.90	59.4%	11.00	AL	10.60	AL	---	---	---	---	2,620	3,438	0.00	0.00	4.2x	3.2x	---	---	1.6x	1.0x
AKSA	10.11	31.6%	13.30	TUT	14.20	TUT	33,346	47,860	4,772	7,369	2,228	1,318	0.49	0.58	17.6x	29.8x	12.6x	8.2x	1.2x	1.2x
AKSEN	68.90	27.0%	87.50	AL	79.60	AL	39,051	55,893	10,762	18,594	3,070	6,633	0.75	2.70	27.5x	12.7x	11.7x	6.8x	1.3x	1.1x
ALARK	105.40	37.6%	145.00	AL	124.00	AL	---	---	---	---	2,548	6,672	2.64	3.07	18.0x	6.9x	---	---	0.6x	0.5x
ALBRK	8.10	50.6%	12.20	AL	12.20	AL	---	---	---	---	6,057	7,400	0.24	0.30	3.3x	2.7x	---	---	0.8x	0.7x
ALFAS	41.30	55.9%	64.40	TUT	64.40	TUT	8,480	15,177	532	1,327	-6	384	0.00	0.37	a.d.	39.6x	31.8x	12.8x	3.2x	2.7x
ALKIM	18.47	24.5%	23.00	TUT	21.60	TUT	5,213	6,864	371	764	-86	415	0.00	0.69	a.d.	13.3x	14.9x	7.2x	1.2x	1.0x
ANHYT	97.20	82.1%	177.00	AL	173.00	AL	---	---	---	---	5,417	7,857	7.73	8.40	7.7x	5.3x	---	---	3.2x	2.4x
ANSGR	22.88	106.7%	47.30	AL	46.58	AL	---	---	---	---	12,579	15,379	1.20	1.46	3.6x	3.0x	---	---	1.0x	0.8x
ARCLK	104.90	66.8%	175.00	AL	175.00	AL	524,215	664,355	31,584	44,747	-7,070	4,405	0.00	1.63	a.d.	16.1x	7.0x	4.9x	1.0x	0.9x
ARMGD	75.30	-27.0%	55.00	TUT	52.60	AL	10,561	15,746	1,320	2,155	1,120	1,818	0.00	0.00	17.8x	10.9x	18.5x	11.3x	2.9x	2.2x
ASELS	230.20	18.8%	273.50	TUT	243.27	TUT	182,192	255,001	46,757	66,454	24,170	34,369	0.37	0.53	43.4x	30.5x	23.0x	16.2x	4.8x	3.8x
AYGAZ	197.90	44.5%	286.00	AL	276.00	AL	86,363	97,988	3,127	3,756	4,943	5,307	13.49	14.49	8.8x	8.2x	12.9x	10.8x	0.6x	0.6x
AZTEK	4.20	57.1%	6.60	AL	6.93	AL	9,700	12,998	922	1,359	35	236	0.10	0.12	118.7x	17.8x	6.4x	4.3x	1.8x	1.5x
BIGCH	49.00	106.9%	101.40	AL	101.40	AL	4,741	6,436	1,064	1,521	49	176	0.23	0.82	107.9x	29.8x	5.7x	4.0x	3.1x	2.7x
BIMAS	543.00	50.6%	818.00	AL	811.60	AL	721,031	978,015	41,077	55,103	17,665	23,816	22.08	29.77	18.4x	13.7x	8.7x	6.5x	2.0x	1.7x
BIOEN	16.82	43.9%	24.20	TUT	24.20	TUT	3,002	3,753	505	738	-932	-618	0.00	0.00	a.d.	a.d.	26.5x	18.1x	1.9x	2.0x
BIZIM	26.16	37.6%	36.00	TUT	36.00	TUT	39,067	48,834	1,631	2,055	-904	-324	0.00	0.00	a.d.	a.d.	2.1x	1.7x	7.4x	6.7x
BRISA	85.40	28.7%	109.90	TUT	109.90	TUT	41,944	50,469	5,694	6,283	-190	224	0.00	0.00	a.d.	116.5x	5.9x	5.4x	1.0x	0.9x
CCOLA	59.30	55.1%	92.00	AL	72.93	AL	188,892	260,907	33,075	44,179	20,118	24,851	2.86	3.53	8.2x	6.7x	5.7x	4.3x	2.0x	1.8x
CIMSA	45.54	42.7%	65.00	AL	65.00	AL	46,828	64,818	8,670	11,483	3,864	5,211	0.90	1.65	11.1x	8.3x	7.4x	5.6x	0.9x	0.8x
DOAS	193.00	60.3%	309.30	TUT	297.50	TUT	253,320	294,798	17,363	20,406	8,125	10,904	28.99	38.91	5.2x	3.9x	3.8x	3.2x	0.6x	0.6x
DOHOL	17.47	60.3%	28.00	AL	25.39	AL	---	---	---	---	1,901	2,566	0.13	0.18	24.0x	17.8x	---	---	0.5x	0.5x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Araştırma kapsamımızdaki şirketlere ilişkin tahminlerimiz

Hisse kodu	Son kapanış	Yükseliş potansiyeli	Yeni 12A hedef fiyat	Yeni 12A öneri	Eski 12A hedef fiyat	Eski 12A öneri	2025T Satış geliri	2026T Satış geliri	2025T FAVÖK	2026T FAVÖK	2025T Net kar	2026T Net kar	2025T HBT	2026T HBT	2025T F/K	2026T F/K	2025T FD/FAVÖK	2026T FD/FAVÖK	2025T PD/DD	2026T PD/DD
EBEBK	53.90	83.7%	99.00	AL	79.40	AL	25,877	34,853	3,438	4,570	191	309	0.30	0.48	45.1x	27.9x	2.7x	2.0x	1.6x	1.3x
EKGYO	21.20	20.3%	25.50	AL	25.50	AL	---	---	---	---	16,011	18,966	0.00	0.00	5.0x	4.2x	---	---	0.5x	0.4x
ENJSA	91.25	43.2%	130.70	AL	120.40	AL	245,854	326,986	37,817	55,435	7,429	13,078	5.05	8.88	14.5x	8.2x	4.3x	2.9x	1.1x	1.0x
ENKAI	80.10	42.3%	114.00	AL	105.00	AL	152,940	212,442	33,083	43,127	36,694	44,860	3.40	4.11	13.1x	10.7x	10.1x	7.7x	1.3x	1.1x
EREGL	24.22	40.4%	34.00	TUT	36.75	AL	206,482	271,963	19,148	29,939	3,543	8,717	0.25	0.62	47.9x	19.4x	11.4x	7.3x	0.6x	0.5x
FROTO	95.60	42.1%	135.80	TUT	163.95	AL	845,030	1,003,243	50,165	61,483	37,520	50,749	7.43	10.05	8.9x	6.6x	8.6x	7.0x	2.1x	1.7x
GARAN	149.70	35.0%	202.10	AL	198.60	AL	---	---	---	---	119,076	167,323	3.29	0.00	5.3x	3.8x	---	---	1.4x	1.1x
GLCVY	79.80	52.0%	121.30	AL	107.80	AL	---	---	---	---	1,478	2,311	3.17	4.96	7.5x	4.8x	---	---	3.5x	2.1x
GWIND	23.06	73.5%	40.00	AL	43.96	AL	2,931	3,958	2,109	2,872	909	1,071	0.84	0.99	13.7x	11.6x	6.4x	4.7x	0.8x	0.7x
HALKB	38.54	10.5%	42.60	TUT	35.00	TUT	---	---	---	---	30,161	65,822	0.00	0.00	9.2x	4.2x	---	---	1.3x	1.0x
HEKTS	3.14	24.2%	3.90	SAT	4.30	SAT	6,350	8,185	-1,495	-261	-3,387	-2,237	0.00	0.00	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	1.8x	1.7x
HITBT	42.62	80.7%	77.00	AL	73.50	AL	1,667	2,508	710	1,124	401	632	0.00	0.00	31.9x	20.2x	17.7x	11.2x	4.6x	3.5x
INDES	7.67	82.5%	14.00	AL	13.00	AL	88,431	117,712	2,610	3,345	482	711	0.26	0.38	11.9x	8.1x	2.1x	1.6x	0.8x	0.7x
ISCTR	14.38	53.7%	22.10	AL	21.10	AL	---	---	---	---	63,990	113,874	0.27	0.00	5.6x	3.2x	---	---	0.9x	0.7x
ISMEN	40.56	67.4%	67.90	AL	64.40	AL	---	---	---	---	7,068	9,275	2.36	3.09	8.6x	6.6x	---	---	1.7x	1.5x
KAREL	8.58	74.8%	15.00	AL	17.00	AL	15,498	20,469	1,130	2,061	-1,237	83	0.00	0.00	a.d.	83.5x	11.2x	6.1x	4.3x	3.0x
KCHOL	174.80	69.3%	296.00	AL	304.00	AL	---	---	---	---	21,782	47,333	7.10	9.07	20.4x	9.4x	---	---	0.7x	0.6x
KLKIM	35.26	70.2%	60.00	AL	59.47	AL	9,849	13,940	2,252	3,237	1,039	1,686	0.63	1.03	15.6x	9.6x	6.4x	4.4x	2.1x	1.6x
KORDS	49.18	58.2%	77.80	TUT	77.80	TUT	32,416	40,682	2,107	2,888	-1,270	-878	0.00	0.00	a.d.	a.d.	12.5x	9.1x	0.6x	0.5x
KARDM	26.08	45.7%	38.00	AL	39.50	AL	66,472	85,155	6,572	9,350	-154	2,667	0.00	0.68	a.d.	10.9x	5.5x	3.9x	0.4x	0.4x
LKMNH	18.75	36.0%	25.50	AL	25.50	AL	4,191	5,883	941	1,246	179	341	0.48	0.56	22.6x	11.9x	6.4x	4.8x	1.4x	1.2x
LOGO	154.00	59.4%	245.40	AL	238.50	AL	5,932	8,186	2,064	2,916	1,502	992	6.33	7.31	9.7x	14.8x	6.7x	4.8x	2.8x	2.5x
MAVI	42.72	47.2%	62.90	AL	67.83	AL	49,600	62,744	8,965	11,000	3,379	4,779	1.49	2.11	10.0x	7.1x	3.6x	2.9x	2.2x	1.8x
MEDTR	28.90	57.4%	45.50	TUT	48.32	TUT	2,819	3,452	301	501	-60	154	0.00	0.65	a.d.	22.3x	10.1x	6.1x	1.1x	0.8x
MGROS	530.50	72.8%	916.90	AL	879.51	AL	417,292	556,907	27,145	37,760	8,722	11,487	14.44	19.01	11.0x	8.4x	3.5x	2.5x	1.2x	1.0x
MPARK	382.00	53.6%	586.80	AL	586.80	AL	55,623	72,112	15,233	19,028	6,319	9,618	0.00	0.00	11.5x	7.6x	5.6x	4.5x	1.9x	1.4x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Araştırma kapsamımızdaki şirketlere ilişkin tahminlerimiz

Hisse kodu	Son kapanış	Yükseliş potansiyeli	Yeni 12A hedef fiyat	Yeni 12A öneri	Eski 12A hedef fiyat	Eski 12A öneri	2025T Satış geliri	2026T Satış geliri	2025T FAVÖK	2026T FAVÖK	2025T Net kar	2026T Net kar	2025T HBT	2026T HBT	2025T F/K	2026T F/K	2025T FD/FAVÖK	2026T FD/FAVÖK	2025T PD/DD	2026T PD/DD
OFSYM	67.65	13.4%	76.70	TUT	68.68	TUT	17,989	22,316	1,526	1,987	432	960	0.89	2.62	22.9x	10.3x	7.4x	5.7x	2.4x	2.0x
OTKAR	481.00	42.9%	687.50	AL	748.40	AL	54,229	64,814	2,753	4,560	-434	1,393	0.00	6.97	a.d.	41.4x	29.6x	17.9x	6.9x	5.9x
PETKM	16.58	26.7%	21.00	TUT	22.00	TUT	89,503	109,591	-2,592	-1,090	-5,739	-3,304	0.00	0.00	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	0.5x	0.5x
PGSUS	195.00	56.7%	305.50	AL	362.50	AL	153,953	208,978	38,816	55,379	14,728	21,943	0.00	0.00	6.6x	4.4x	6.4x	4.5x	0.5x	0.4x
RGYAS	136.50	80.2%	246.00	AL	244.36	AL	---	---	---	---	12,836	16,174	3.49	4.40	3.5x	2.8x	---	---	0.3x	0.3x
SAHOL	87.90	74.1%	153.00	AL	148.40	AL	---	---	---	---	415	30,130	2.14	3.33	444.8x	6.1x	---	---	0.5x	0.5x
SELEC	79.60	27.0%	101.10	TUT	101.10	TUT	170,367	233,658	4,190	7,079	216	2,496	0.40	1.61	228.8x	19.8x	9.8x	5.8x	1.3x	1.2x
SISE	39.14	53.3%	60.00	TUT	55.60	TUT	218,980	275,172	18,704	29,155	7,581	11,728	0.67	1.03	15.8x	10.2x	12.5x	8.0x	0.5x	0.5x
SOKM	49.84	47.9%	73.70	AL	68.00	TUT	280,154	373,592	7,014	11,364	-633	849	0.00	0.43	a.d.	34.8x	4.4x	2.7x	0.8x	0.7x
TABGD	212.00	68.2%	356.60	AL	356.60	AL	46,296	62,441	9,651	13,134	3,104	4,939	3.50	9.45	17.8x	11.2x	5.5x	4.0x	2.4x	2.1x
TAVHL	310.75	40.5%	436.60	AL	436.60	AL	83,185	115,290	25,332	36,044	3,064	9,224	4.22	12.70	36.8x	12.2x	6.8x	4.8x	1.3x	0.9x
TECELL	96.00	81.7%	174.40	AL	172.58	AL	241,288	323,084	103,836	130,914	18,471	24,246	2.94	3.86	11.4x	8.7x	2.5x	2.0x	0.8x	0.8x
THYAO	274.25	47.6%	404.90	AL	404.90	AL	945,466	1,209,164	194,495	243,042	100,629	120,916	5.83	7.01	64.9x	35.2x	3.9x	3.1x	5.4x	4.4x
TOASO	258.75	50.0%	388.00	AL	379.30	AL	310,844	474,693	7,962	19,801	5,829	10,751	6.95	12.82	22.2x	12.0x	18.7x	7.5x	---	---
TRGYO	74.15	34.9%	100.00	AL	100.00	AL	---	---	---	---	13,767	17,346	6.20	7.81	5.4x	4.3x	---	---	0.5x	0.4x
TSKB	12.84	47.2%	18.90	AL	20.10	AL	---	---	---	---	11,869	13,883	0.36	0.00	3.0x	2.6x	---	---	0.8x	0.6x
TTKOM	58.10	42.9%	83.00	AL	86.00	AL	233,905	307,585	96,688	130,036	15,777	26,013	4.51	7.43	12.9x	7.8x	2.7x	2.0x	0.9x	0.7x
TTRAK	525.00	40.2%	736.00	TUT	800.00	TUT	53,441	65,533	5,164	6,922	899	1,728	49.97	54.96	58.4x	30.4x	12.3x	9.1x	2.8x	3.2x
TUPRS	187.00	46.0%	273.00	AL	267.00	AL	796,605	877,011	63,205	71,461	30,645	36,473	13.04	15.14	11.8x	9.9x	4.5x	4.0x	1.0x	0.9x
TURSG	11.50	39.1%	16.00	AL	14.80	AL	---	---	---	---	19,280	24,707	0.35	0.44	6.0x	4.7x	---	---	2.5x	2.0x
ULKER	112.00	51.5%	169.70	AL	174.10	AL	112,756	141,210	19,982	24,714	7,025	10,215	7.61	11.06	5.9x	4.0x	4.0x	3.2x	0.9x	0.7x
VAKBN	31.68	35.4%	42.90	AL	40.30	AL	---	---	---	---	60,652	84,331	0.00	0.00	5.2x	3.7x	---	---	1.1x	0.9x
VESBE	7.96	69.6%	13.50	TUT	15.00	TUT	81,054	102,628	3,696	6,164	-3,631	220	0.00	0.03	a.d.	58.0x	8.5x	5.1x	0.3x	0.3x
VESTL	29.42	42.8%	42.00	TUT	47.00	TUT	149,477	194,598	3,283	10,818	-22,543	-10,390	0.00	0.00	a.d.	a.d.	28.4x	8.6x	0.3x	0.2x
YATAS	40.36	47.4%	59.50	AL	52.40	AL	21,188	27,968	2,089	3,236	-154	100	0.00	0.13	a.d.	60.2x	5.5x	3.5x	0.5x	0.5x
YKBNK	38.12	39.3%	53.10	AL	47.50	AL	---	---	---	---	54,808	97,155	0.00	0.00	5.9x	3.3x	---	---	1.2x	0.9x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin en az %20 ve üzerinde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0-20 aralığında oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0'dan daha düşük seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilmede bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.

Yasal Uyarı

Uyarı Notu:

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Disclaimer:

Assessments included in this report/e-mail have been prepared based on information and data obtained from sources deemed to be reliable by Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. The statements in the report may not be suitable with your financial status, risk or income preferences and must not be evaluated as a form of guidance towards carrying out sales or purchases in any way. Deniz Yatırım does not guarantee the accuracy, completeness and permanence of these data. Therefore, readers are recommended to verify the accuracy of these data before they act based on information in these reports, and the responsibility of decisions taken as per these information belongs to the reader. Deniz Yatırım cannot in any way be held liable for the incompleteness or inaccuracy of this information. Also, employees and consultants of Deniz Yatırım and DenizBank Financial Services Group have no direct or indirect responsibility with regards to any losses to be incurred due to information given in this report/e-mail. This information does not constitute an investment recommendation, buy-sell proposal or promise of income in relation to any capital market instruments and does not fall in scope of investment consultancy. Investment Consultancy services are tailor-made for persons based on their risk and income preferences in scope of investment consultancy agreements signed with authorized institutions. None of this content can be copied without the written permission of Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., published in any form or environment, given reference or utilized.

© DENİZ YATIRIM 2026