

Gedik Yatırım

16 Aralık 2025 Kurumsal Yatırım Zirvesi Notları

19 Aralık 2025

GedikYatırım

Kurumsal Yatırım Zirvesi Notları

- Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım
- Aksa
- Anadolu Hayat Emeklilik
- Çimsa
- Desa
- Doğan Holding
- Gülermak Ağır Sanayi
- Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri
- Hitit Bilgisayar Hizmetleri
- Koç Holding
- Migros
- Mlp Sağlık Hizmetleri
- Otokar
- Oyak Çimento Fabrikaları
- Rönesans G.M.Y.O
- Şok Marketler Ticaret
- Tab Gıda Sanayi
- Tav Havalimanları
- Tofaş Otomobil Fab.
- Türk Telekom
- Türkiye Sığorta
- Ülker
- Yataş



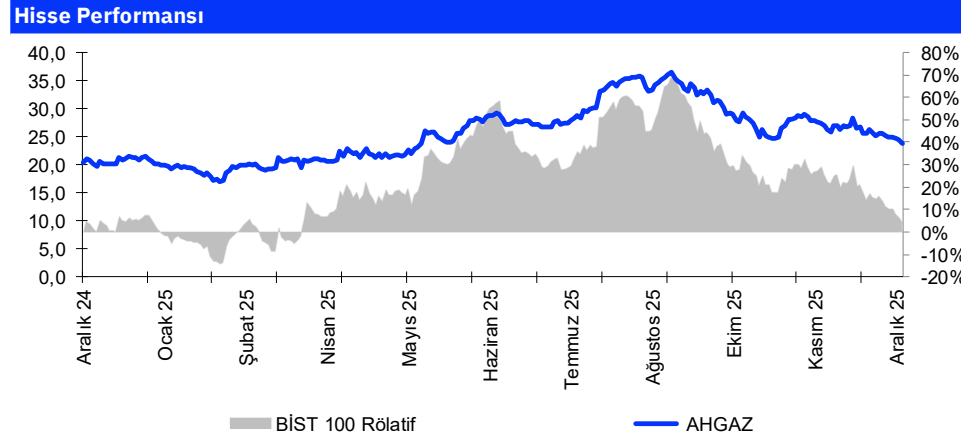
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım



Hisse Bilgileri	AHGAZ
Sektör	PETROL VE PETROL ÜRÜNLERİ
Fiyat (TL/hisse)	23,82
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	16,88-36,40
Piyasa Değeri (milyon TL)	61.932
Firma Değeri (milyon TL)	101.005
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	12.386
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.600
Dolaşımdaki Paylar	%20

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	2.758	4.397	4.379	5.034
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	68.460	116.059	122.111	130.784
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	23,82-25,16	23,82-28,26	23,82-33,78	16,88-36,40
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%8	-%29	-%13	%13
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%14	-%31	-%29	%0



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Doğal gaz dağıtımı, finans ve altın madenciliği sektörlerinde de faaliyet gösteren Ahlatıcı Doğalgaz'ın ana faaliyet alanıdır. Şirket hisselerinin yaklaşık %74,6'sı Ahlatıcı Holding'e ait olup, geri kalan %25,4'ü halka açıktır. Ahlatıcı Holding, finans, döviz, bankacılık, değerli metaller, enerji, savunma sanayii, nanoteknoloji, sağlık, otomotiv ve gayrimenkul gibi çeşitli sektörlerde faaliyet göstermektedir. Ahlatıcı Doğalgaz, Türkiye'nin dokuz şehrinde faaliyet gösteren halka açık doğal gaz dağıtım şirketi Enerya Enerji'nin %72,9 hissesine ve Ahlatıcı Altın'ın %100 hissesine sahiptir. Şirket, Dünya Katılım Bankası (DKB) hisselerinin çoğunluğuna sahip olmasının yanı sıra, Çorlu ve Yalova bölgelerinde de gaz dağıtımını gerçekleştirmektedir.
- Görüşümüze göre, hem Ahlatıcı Altın hem de Dünya Katılım Bankası, finansal koşullar düzeldiğinde halka arz adayları olmaya adaydır. Halka arzların 2027 gibi bir tarihte gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu arada, hisse geri alımları toplam sermayenin %1,85'ine karşılık gelen 48,2 milyon hisseye ulaşmıştır. Mevcut hisse fiyatları göz önüne alındığında, hisse geri alımlarının devam edeceğini düşünüyoruz.
- Doğal gaz dağıtımı, düzenleyici kurum tarafından belirlenen parametrelere göre dağıtıcıların yatırımlarından garantili getiri elde ettikleri, riskin sınırlı olduğu, yüksek düzeyde düzenlemeye tabi bir sektördür. Büyüme, Alanya ve Manavgat bölgelerinin de eklenmesiyle artacaktır. Bu iş kolunda, mevsimsel olarak güçlü bir çeyrek olan 4Ç25 mali performansı iyi bir şekilde ilerlemektedir.
- %100 Türk sermayeli tek özel katılım bankası olan DKB, 2025 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla 68 milyar TL toplam varlığa, 1,5 milyar TL net gelire ve 8,9 milyar TL özkaynağa sahiptir. WPB, portföy yönetimi, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, aracılık ve varlık kiralama sektörlerinde faaliyet göstererek yatırım ve sermaye piyasalarını kapsayan entegre bir finansal yapı kurmayı hedeflemektedir.
- Geçen ay, Ahlatıcı Doğalgaz, yeni tamamlanan UMREK raporuna göre, Sarıkaya (Yozgat) maden sahasındaki yedi sahadan birinde tahmini 927 bin ons potansiyel altın kaynağı olduğunu açıkladı. Simav (Kutahya) bölgesinde sondaj çalışmaları devam ediyor ve ilk kaynak tahminlerinin 2026 yılının ikinci çeyreğinde açıklanması bekleniyor.
- Hisseler son 12 aylık verilere göre 1,4 kat PD/DD ve 23 kat F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

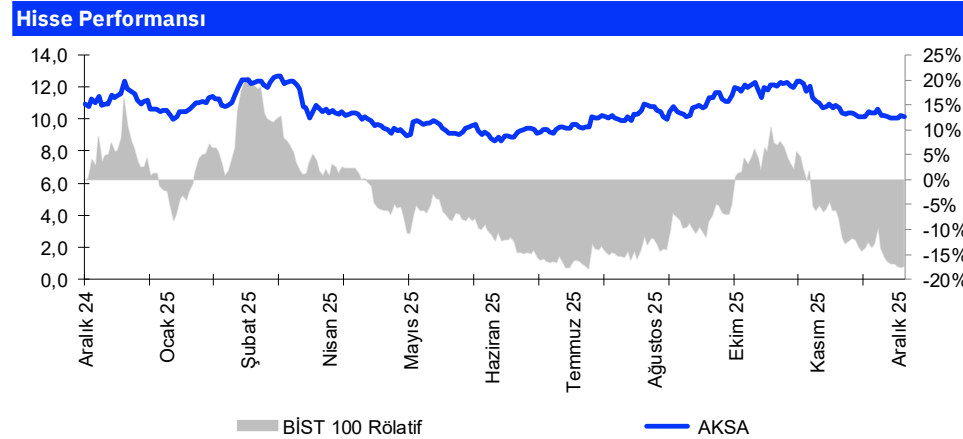
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

Aksa Akrilik



Hisse Bilgileri	AKSA
Sektör	ENDÜSTRİYEL TEKSTİL
Fiyat (TL/hisse)	10,12
Tavsiye	ENDEKSE PARALEL GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	13,10
Potansiyel Getiri (%)	29%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	8,62-12,72
Piyasa Değeri (milyon TL)	39.316
Firma Değeri (milyon TL)	60.190
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	12.581
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	3.885
Dolaşımdaki Paylar	%32

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	11.931	12.523	16.988	18.233
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	120.914	129.489	192.594	197.683
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	10,05-10,19	10,05-10,84	10,05-12,40	8,62-12,72
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%5	-%6	%10	-%6
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%12	-%7	-%9	-%18



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Aksa Akrilik, yıllık cirosu yaklaşık 850mn dolar olan, tek çatı altında dünyanın en büyük akrilik elyaf üreticisidir. Şirket, 50'den fazla ülkeye ihracat yapmakta olup, ihracat toplam satışların yaklaşık yarısını oluşturmaktadır. Ayrıca, endüstriyel uygulamalarda kullanılan ve yüksek katma değere sahip teknik elyaflarda da dünya lideridir. Aksa Akrilik, küresel olarak akrilik elyaf pazarında %25 (Türkiye'de %82) ve teknik elyaf pazarında %50 pazar payına sahiptir. Ayrıca, 155 MW enerji üretim kapasitesiyle, enerji satışlarından yılda yaklaşık 80mn dolar gelir elde etmektedir.
- Şirket, hammaddesinin (ACN – akrilonitril) yaklaşık %80'ini yurt dışından temin etmekte, geri kalan %20'si ise yerel üreticilerden temin edilmektedir. Ürün fiyatları genellikle ACN maliyetlerine belirli bir nominal fark eklenerek belirlenir ve bu fark genellikle 800-900 dolar/ton civarındadır, ancak pandemi sırasında 1.000 dolar/ton seviyesine yükselmiştir. Fiyatlandırma da dolar bazında yapıldığından, şirket operasyonel döviz kuru riski taşımamaktadır.
- Aksa Akrilik için en büyük engel, Çin'in kapasite fazlasından kaynaklanan agresif fiyat politikasıdır. Çin fiyatları, bu yıl Türk üretici fiyatlarına göre 40-50 sent/kg daha ucuz hale gelmiştir. Bu rakam, geçmişte 15-20 sent/kg civarında olan farkın oldukça üzerindedir. Türkiye, Çin'den akrilik elyaf ithalatına beş yıllık anti-damping vergisi uygulamaya başladığını açıklamıştır ve bu uygulamanın fiyat rekabetçiliğini kısmen geri kazandırması beklenmektedir.
- 2025 sektör için zayıf bir yıl olmasına rağmen, Aksa Akrilik 9M25'te %73 KKO elde ederek, güçlü pazar konumu sayesinde rakiplerini geride bıraktı. KKO'nun 4Ç25'te %85-90 civarında olmasını ve yıl sonu rakamının %75'in üzerine çıkmasını bekliyoruz. Tekstil sektöründe iflas ve konkordato sayısının artmasına rağmen, şirketin satışları teminatlı olduğu için önemli bir alacak riski beklenmemelidir.
- Aksa Akrilik, Ağustos 2025'te Aksa Carbon'un kalan %50 hissesini 125mn dolar karşılığında satın alarak hissedarlık oranını %100'e çıkardı. Böylece, Aksa Carbon daha önce özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilirken, 3Ç25'te tam konsolidasyona tabi tutulmaya başlandı. Aksa Carbon'un FAVÖK katkısının yıllık yaklaşık 35-40mn dolar olması ve toplam FAVÖK'ünün yaklaşık 160mn dolara ulaşması beklenmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

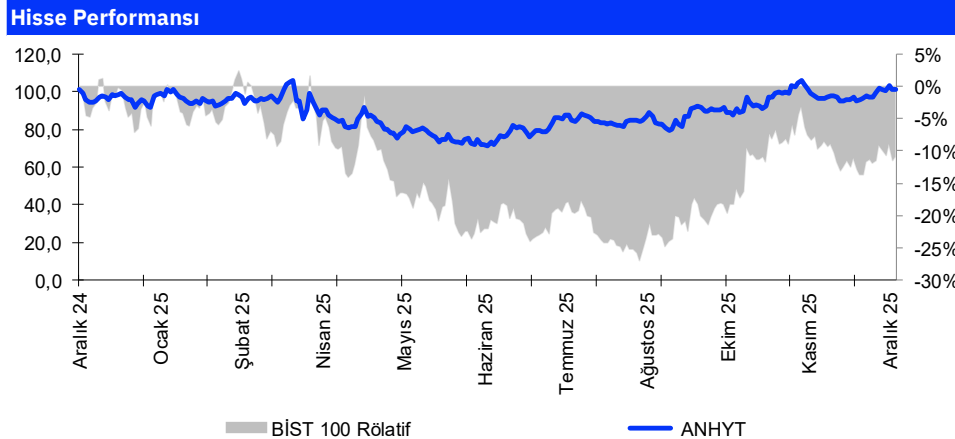
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Anadolu Hayat Hayat Emeklilik

Hisse Bilgileri	ANHYT
Sektör	SİGORTA
Fiyat (TL/hisse)	101,10
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE
Hedef Fiyat (TL/hisse)	150,94
Potansiyel Getiri (%)	49%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	71,00-106,30
Piyasa Değeri (milyon TL)	43.473
Firma Değeri (milyon TL)	
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	7.390
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	430
Dolaşımdaki Paylar	%17

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	647	756	1.140	1.163
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	65.415	73.928	109.577	104.457
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	100,50-103,20	94,95-103,20	86,90-106,30	71,00-106,30
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%5	%16	%36	%2
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%3	%15	%12	-%10



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Hayat tarafında, 2026 yılında faiz indirim sürecinin devam etmesiyle birlikte kredi hacminde büyümenin devamı ve buna paralel olarak prim üretiminde reel anlamda artış beklendiği ifade edilmiştir. Krediler üzerindeki büyüme sınırlamalarında en azından 2026'nın ilk yarısında gevşeme beklenmediği, ancak olası bir gevşemenin sektör için önemli bir katalist oluşturacağı vurgulanmıştır.
- Birikimsiz hayat sigortaları tarafında işsizlik sigortası ürününün Ağustos 2025 itibarıyla devreye alındığı, kredi süresi boyunca müşterinin işsiz kalması durumunda belirli bir limite kadar ve azami 6 ay süreyle aylık taksitlerle ödeme yapıldığı ifade edilmiştir. Bu ürünün 2026 yılında da prim üretimine olumlu katkı sağlamasının beklendiği ve toplam prim üretimindeki payının artmasının hedeflendiği belirtilmiştir. Kritik hastalık teminatını içeren yeni ürünlerin 2026 yılında devreye alınmasının planlandığı, bu çerçevede ihtiyaç duyulan altyapı çalışmalarının gerçekleştirildiği ifade edilmiştir.
- Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) tarafında, Orta Vadeli Program'a göre uygulamanın 2026 yılının 2. çeyreğinde hayata geçirilmesinin planlandığı, ancak uygulamaya ilişkin detaylar ve takvimin henüz netleşmediği belirtilmiştir. TES'in devreye alınması ve Otomatik Katılım Sistemi (OKS)'nin TES'e dönüşmesi halinde, mevcut otomatik katılım sisteminde 1,6 milyon üzerindeki katılımcı sayısıyla önemli bir paya sahip olan Şirketin avantajlı konumda olduğu aktarılmıştır.
- Otorite tarafından IFRS 15-17'ye geçiş sürecinin bir yıl daha ötelendiği belirtilmiştir. Geçiş sürecinin operasyonel ve muhasebesel açıdan zorlu olduğu ifade edilmekle birlikte, IFRS 15'in uygulanması halinde BES tarafındaki sözleşme edinim maliyetlerinin daha sağlıklı bir şekilde dikkate alınarak sözleşmenin beklenen ömrüne yayılacağı ve emeklilik teknik kârlılığının daha doğru yansıtılacağı vurgulanmıştır. IFRS 15 kapsamında Şirketin ertelemeye konu giderlerinin, ertelemeye konu gelirlerinden daha fazla olması sebebiyle, Şirket finansallarının IFRS 15'in getirdiği değişikliklerden olumlu etkileneceği belirtilmiştir. Güncel uygulamaya göre BES segmentinde yeni müşteri edinimine bağlı gider baskısının yüksek olduğu, buna karşın olgun müşteri portföyü sayesinde emeklilik segmentinin kârlılık üretmeye devam ettiği ve 2026'da devam edeceği ifade edilmiştir.
- Serbest portföy tarafında ağırlıklı olarak TL mevduat/DİBS/ÖST olmak üzere TL varlıkların tercih edildiği ifade edilmiştir.
- Şirket, 2026 yılında prim üretimi ve net kârlılıkta reel büyüme beklediğini ifade etmiştir. Biz de 2026 yılında Şirket'in prim üretimini kayda değer düzeyde artırarak güçlü büyümesini sürdürmesini, net kâr tarafında ise %54 artışla yaklaşık 8 milyar TL net kâra ve %56 düzeyinde özsermaye kârlılığına ulaşmasını beklemekteyiz. Şirket 2025- 2026 beklentilerimize göre 8.7x-5.6x F/K ve 3.7x-2.5x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

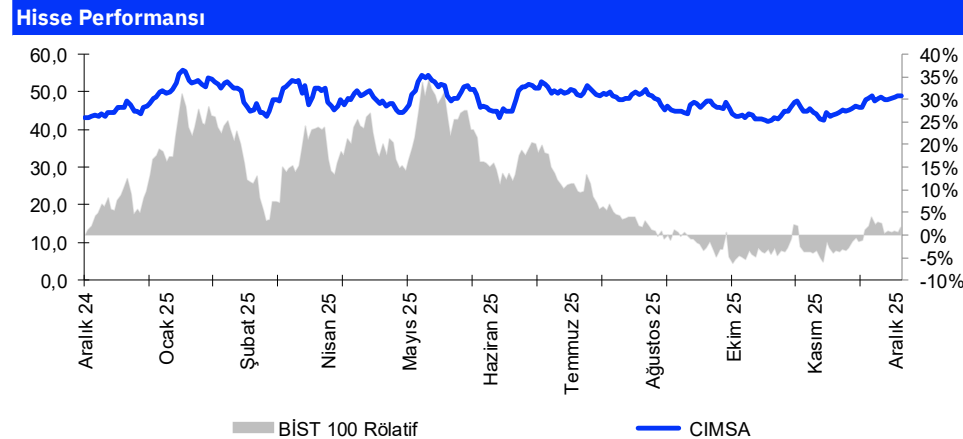
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Çimsa

Hisse Bilgileri	CİMSA
Sektör	ÇİMENTO
Fiyat (TL/hisse)	49,02
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	76,98
Potansiyel Getiri (%)	57%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	42,02-55,80
Piyasa Değeri (milyon TL)	46.353
Firma Değeri (milyon TL)	67.625
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	20.859
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	946
Dolaşımdaki Paylar	%45

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	6.564	8.911	11.163	11.554
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	317.584	415.427	507.059	552.383
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	47,90-49,02	43,60-49,02	42,02-49,02	42,02-55,80
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%12	%4	%6	%14
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%5	%2	-%13	%0



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Sektör genelinde, 2025'in ilk sekiz ayında depremten etkilenen bölgelerde satış hacimleri %16 artarken, diğer bölgelerde %2'lik bir düşüş kaydedilmiştir. Zorlu fiyatlama ortamı nedeniyle marjlar üzerinde sınırlı baskı oluşmuştur. Şirket, 9A25 döneminde yıllık bazda %34 gelir artışı kaydederken, bu büyümede Mannok satın alımı ana unsur olmuştur.
- Yerleşik müşteri ağı bulunmayan üreticilerden tedarik edilen ürünlerin satışını kapsayan trading faaliyetlerine ilişkin tonajlar yıl içerisinde neredeyse iki katına çıkmıştır. Trading faaliyetleri konsolide marjları aşağı çekmekle birlikte, karbon emisyonuna maruz kalmadan FAVÖK katkısı sağlamaktadır.
- Devam eden fiyatlama zorlukları ve trading faaliyetlerinin artan payı marjlar üzerinde sınırlı baskı oluşturmaya devam etmektedir. Beklentilerimize göre, FAVÖK marjının 2025 yılında %20,3 seviyesinde gerçekleşmesini, ABD operasyonlarının tam yıl katkısı ve Mannok kaynaklı sinerjilerle birlikte 2026 yılında %20,8'e kademeli olarak yükselmesini bekliyoruz.
- Mannok ile operasyonel ve ticari sinerjiler ilerleme kaydetmekte olup, Mannok markası altında beyaz çimento satışları başlamıştır. Sürdürülebilirlik yatırımları ve maliyet optimizasyonu çalışmaları değer yaratımını desteklemeye devam etmektedir.
- CAC kapasite yatırımı başlamış olup, 1Y26'da devreye alınması beklenmektedir. Söz konusu yatırımın kapasiteyi yaklaşık %50 artırması ve kârlı gelir büyümesine katkı sağlaması öngörülmektedir.
- 2026 yıl sonu itibarıyla daha düşük bir kaldıraç seviyesi beklenirken, 2025-2026 döneminde TL bazında çift haneli konsolide büyüme öngörülmektedir. Petkok ve elektrik maliyetlerinin enflasyona paralel veya biraz altında seyretmesi beklenmektedir.
- Beklentilerimize göre büyüme ve nakit yaratımı sayesinde kaldıraç oranının kademeli olarak düşecek ve Net Borç/FAVÖK oranının 2027 sonrası dönemde 2,0x'in altına gerileyecektir.
- Şirketin hisseleri, 2025 ve 2026 beklentilerimize göre sırasıyla 8,0x ve 6,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

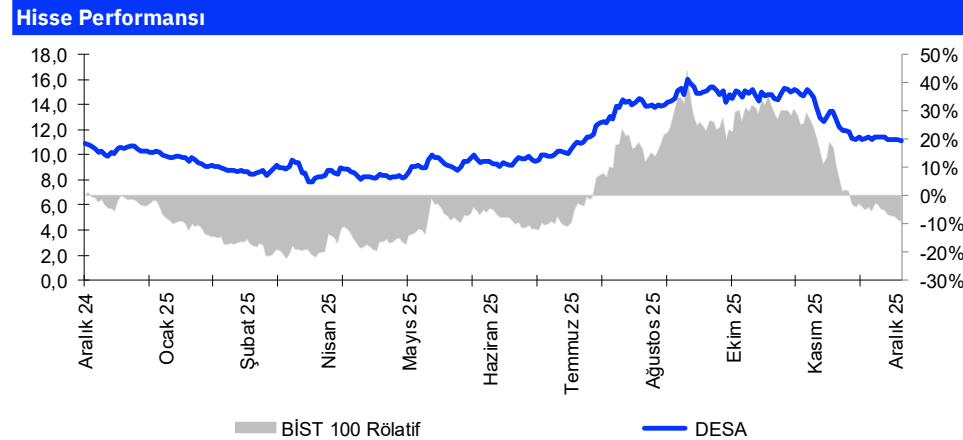
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Desa

Hisse Bilgileri		DESA			
Sektör		DERİ GİYİM			
Fiyat (TL/hisse)		11,09			
Tavsiye		Öneri Yok			
Hedef Fiyat (TL/hisse)		Öneri Yok			
Potansiyel Getiri (%)		Öneri Yok			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)		7,84-16,04			
Piyasa Değeri (milyon TL)		5.434			
Firma Değeri (milyon TL)		4.029			
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)		1.196			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)		490			
Dolaşımdaki Paylar		%22			
İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y	
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.094	1.233	1.971	2.111	
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	12.365	14.487	27.928	24.453	
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	11,09-11,44	11,09-13,44	11,09-15,37	7,84-16,04	
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A	
Nominal Getiri	-%17	-%28	%17	%2	
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%23	-%29	-%4	-%10	



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- DESA, dikey entegre iş modeli sayesinde deri tabaklamadan nihai ürüne kadar tüm değer zincirini kontrol etmekte olup, bu yapı marj yönetimi ve kalite tarafında önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır. İtalya'da deri üretim tesisi olan tek Türk deri şirketi konumundadır.
- 2025'in ilk dokuz ayında DESA'nın hasılatı %1 artışla 2,8 milyar TL seviyesine ulaşırken, yüksek katma değerli ürün karması ve dikey entegre iş modeli sayesinde brüt kar marjı %56,3 ile güçlü seyrini korumuştur. Aynı dönemde FAVÖK 884 milyon TL, FAVÖK marjı 80 baz puan artışla %31,7 seviyesinde gerçekleşmiş olup, bu performans çok kanallı satış yapısı ve İtalya yatırımının lüks siparişlere erken katkısı ile desteklenmiştir.
- İtalya'daki üretim yatırımı ile "Made in Italy" etiketli üretim kabiliyeti kazanılmış, bu sayede Prada, Miu Miu, BVLGARI ve Burberry gibi global lüks markalarla çalışabilme kapasitesi artırılmıştır. İtalya tesisi özellikle yüksek katma değerli lüks segmentte sipariş dönüşünü desteklemektedir.
- Satış kanalları tarafında yurtiçi perakende, Samsonite ile yürütülen JV, online satışlar ve ihracat kanalları dengeli bir yapı sunmaktadır. Samsonite ve Tumi markalarının Türkiye operasyonları DESA tarafından yürütülmektedir.
- E-ihracat tarafında Zalando, Amazoni Bol.com, Trendyol ve Otto gibi platformlar üzerinden satış yapılan ülke sayısı artarken, çok kanallı yapı sayesinde global lüks talepteki zayıflamaya rağmen satış performansında ayrışma sağlanmıştır.
- Güçlü nakit üretimi sayesinde şirket, son 3 yıl içerisinde net nakit pozisyonunu dolar bazında neredeyse 2.5 kat artırmış olup, düşük borçluluk seviyesi finansal esnekliği desteklemektedir.
- Mevcut iş modeli ve güçlü bilanço yapısı sayesinde şirketin zayıf global talep ortamında dahi karlılığını koruyabildiği, talep koşullarının normalleşmesi halinde operasyonel kaldıraçtan olumlu faydalanabileceği değerlendirilmektedir.
- Şirketin hisseleri, son on iki aylık verilere göre şu anda 4,4x FD/FAVÖK ve 13,4x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

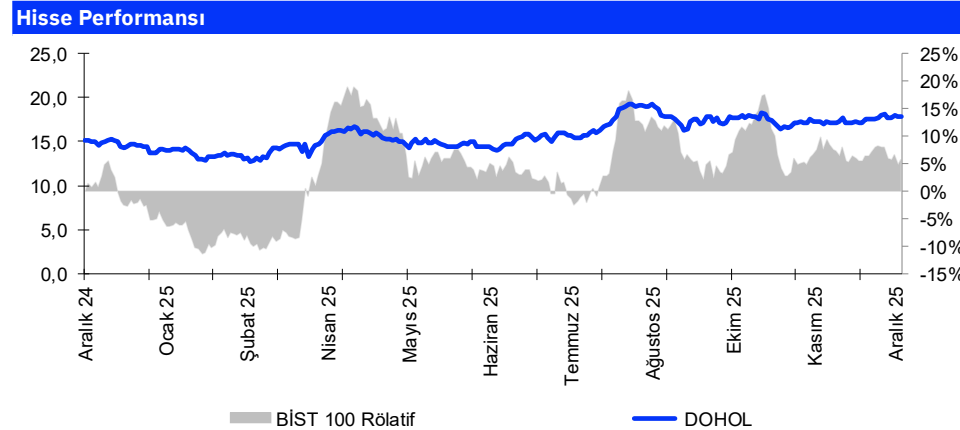
Doğan Holding



Hisse Bilgileri	DOHOL
Sektör	HOLDİNG
Fiyat (TL/hisse)	17,85
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	25,29
Potansiyel Getiri (%)	42%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	16%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	12,72-19,32
Piyasa Değeri (milyon TL)	46.713
Firma Değeri (milyon TL)	11.603
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	16.817
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.617
Dolaşımdaki Paylar	%36

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	12.329	15.772	20.057	21.157
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	220.307	276.216	347.764	330.999
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	17,65-18,07	17,06-18,07	16,45-18,25	12,72-19,32

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%5	%2	%24	%18
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%3	%0	%2	%4



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Net Aktif Değer (NAD) için mevcut ~USD2.7mr'dan 2030 yılında ~USD4.0mr seviyesine ulaşılması hedefleniyor ancak; yıllık %5-10 büyüme hedefinin (S5Y ortalama: %15) muhafazakar olduğu vurgulandı. Stratejik odak segmentlerin NAD içindeki payı ~%48 seviyesine ulaşmıştır. USD617mn solo net nakit pozisyonu bulunmaktadır.
- Madencilik segmentinde 9A25 itibarıyla USD24mn yatırım harcaması gerçekleşmiş olup, 2026-27 döneminde ilave USD66mn yatırım planlanmaktadır. Bu yatırımlar, üretimin 2024'teki 350bin ton seviyesinden; 2025'te ~500bin tona ve 2026'da ~1.0mn tona ölçeklenmesini desteklemektedir. Konsantre üretimin önümüzdeki iki yıl içinde iki katına çıkması beklenirken; ihracat gelirinin ise 2024'te USD77mn seviyesinden; 2025'te ~USD100mn'a ve 2026'da USD170mn'in üzerine çıkması öngörülmektedir.
- Sigorta segmentinde yönetilen aktif büyüklüğü USD745mn seviyesinde bulunurken, brüt primin 2024'teki USD527mn seviyesinden; 2025'te USD702mn'a ve 2026'da USD764mn'a yükselmesi hedeflenmektedir. Poliçe sayısının 2024'teki 2.1 mn'dan; 2025'te 2.4mn'a ve 2026'da 3.1mn'a çıkması beklenirken, net kârın da 2024'teki USD57mn seviyesinden; 2025'te USD107mn'a ve 2026'da USD120mn'a ulaşması öngörülmektedir. 9A25 itibarıyla sektör ortalamasının +17 puan üzerinde hasar rezervi tutulmasına rağmen elde edilen finansal performansın güçlü seyretmesi, önümüzdeki dönemde sektöre kıyasla daha olumlu göreceli performans potansiyeline işaret etmektedir.
- Yenilenebilir enerji tarafında 2030 yılına kadar kurulu gücün ~1.1GW seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Bu büyüme, yapısal olarak yüksek FAVÖK marjları (%70-75) ve öngörülebilir, dövizle endeksli nakit akışları ile desteklenmektedir.
- Zayıf performans gösteren iştirakler tarafında, Doğan Trend Otomotiv için USD20mn tutarında bir sermaye enjeksiyonu gerçekleştirilmiş olup, yönetim 2026 yılında stratejik bir toparlanma hedeflemektedir. Karel'de ise tahsisli sermaye artışı öncesinde USD16mn tutarında avans ödemesi yapılmış, artışın ardından en zorlu dönemin geride kalacağı düşünülmektedir.
- Daha önce regülasyon kaynaklı olarak elde edilemeyen sigorta ve madencilik segmentlerinden temettü akışının önümüzdeki yıldan itibaren gelmesiyle birlikte, yönetim iyileşmiş bir temettü verimi profili hedeflemektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

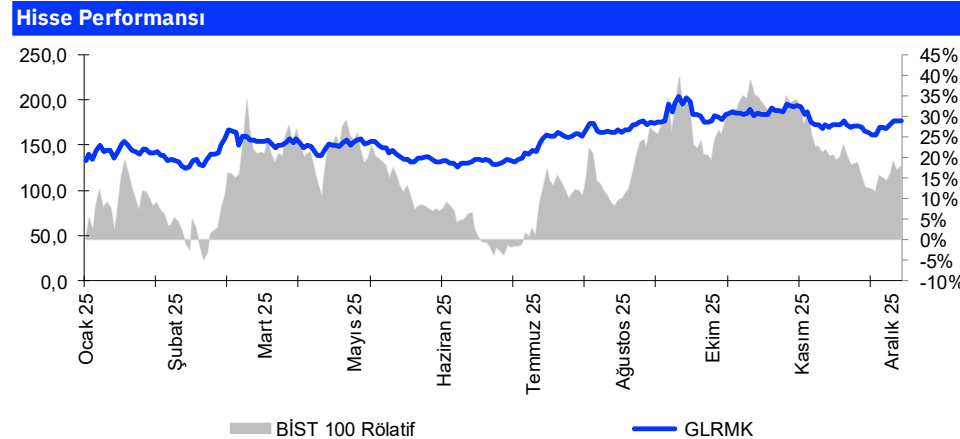
Gülermak Ağır Sanayi



Hisse Bilgileri	GLRMK
Sektör	İNŞAAT, TAAHHÜT
Fiyat (TL/hisse)	176,50
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	125,00-203,30
Piyasa Değeri (milyon TL)	56.939
Firma Değeri (milyon TL)	57.585
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	6.833
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	323
Dolaşımdaki Paylar	%12

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	973	1.167	2.003	4.089
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	168.531	198.982	370.015	629.466
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	169,00-177,40	161,50-177,40	161,50-203,30	125,00-203,30

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%4	-%5	%34	-
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%3	-%7	%10	-



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Gülermak, Türkiye ve uluslararası alanda demiryolu sistemlerinden otoyollara kadar çeşitli büyük altyapı projelerinde yer alan, 67 yıllık deneyime sahip köklü bir mühendislik şirkettir. Şirket, özellikle metro, tünel, demiryolu ve otoyol inşaatı alanlarında anahtar teslimi EPC projelerinde güçlü bir uzmanlık geliştirmiştir. Bugüne kadar Gülermak, 1.500 km'den fazla demiryolu ile hafif raylı sistem ve 300 km'den fazla tünel inşaatı gerçekleştirmiştir.
- Gülermak Emlak ve Gülermak Turizm, şirkette sırasıyla %59,8 ve %28,2 hisseye sahiptir, geri kalan %12,0 ise halka açıktır. Şirket, döviz cinsinden gelirleri ve güçlü nakit akışı yaratma kapasitesi ile desteklenen sağlam bir finansal yapıya sahiptir.
- Gülermak, Türkiye, Polonya, Romanya, Hindistan, Filipinler, BAE ve Kuzey Makedonya dahil olmak üzere çeşitli bölgelerde artan bir iş hacmine sahiptir. Euro cinsinden yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) %37, ortalama gelir dönüşüm oranı ise yaklaşık %21'dir. Sipariş portföyü 2021'de 1,9 milyar avrodan 2024'te 4,9 milyar avroya yükseldi ve 2025 yıl sonu itibarıyla yaklaşık 5 milyar avroya ulaşması bekleniyor (9M25: 4,7 milyar avro). Bizim görüşümüze göre, sipariş portföyü önümüzdeki yıllarda 5,0-5,5 milyar avro civarında seyredecektir.
- Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay projeleri mevcut sipariş birikiminin %77'sini oluştururken, bunu demiryolu projeleri (%15) ve otoyol projeleri (%5) izlemektedir. Ülkelere göre bakıldığında, Romanya %46 ile başı çekmekte, onu Türkiye (%35) ve Polonya (%13) izlemektedir.
- Gülermak, enerji üretimine de yatırım yapmaktadır. Mevcut toplam 104,4 MW'lık güneş enerjisi lisanslarına ek olarak, şirket yenilenebilir enerji yatırımlarını genişleterek ilk aşamada toplam kurulu kapasitesini 300 MW'a çıkarmayı planlamaktadır. 16 Ekim 2025 tarihinde Gülermak, Corshellach Energy Storage Ltd'yi toplam 3,5 milyon GBP bedelle satın almıştır. Şirket, 49,9 MW kapasiteli bir elektrik depolama tesisi kurmak için planlama iznine sahiptir.
- Şirketin hisseleri, son on iki aylık verilere göre şu anda 8,8x FD/FAVÖK ve 11,9x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

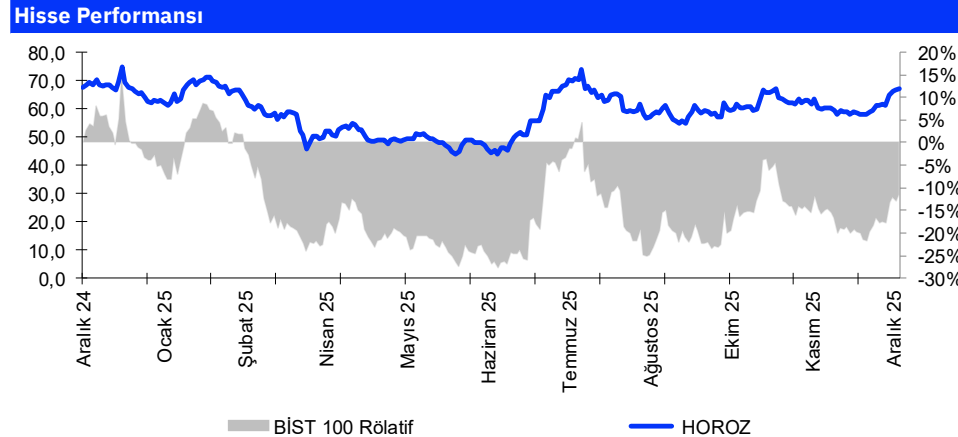
Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri



Hisse Bilgileri	HOROZ
Sektör	LOJİSTİK
Fiyat (TL/hisse)	66,95
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	43,94-75,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	6.058
Firma Değeri (milyon TL)	8.191
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	1.636
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	90
Dolaşımdaki Paylar	%27

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.413	886	1.517	1.697
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	91.216	54.643	93.957	101.253
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	61,25-66,95	57,80-66,95	57,00-67,10	43,94-75,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%11	%13	%39	-%2
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%4	%12	%15	-%14



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yönetim, ekonomik aktivitedeki sınırlı toparlanma ile kapasite artışının desteğiyle, 4Ç'de yıllık bazda güçlü bir performans (çeyreklik bazda büyük ölçüde yatay) öngörmektedir. 1Y25'te katkı vermeyen Çerkezköy'deki 50bin m²'lik tesis ile Gebze'deki 19bin m²'lik tesisin, 2Y25 ve 2026 döneminde kademeli katkı sağlaması beklenmektedir.
- 2025 yılında özel bir yazılım ekibinin devreye alınması kârlılık üzerinde baskı yaratmıştır; ancak yönetim bu yatırımı uzun vadeli değer yaratımını destekleyen stratejik bir adım olarak değerlendirmektedir. Buna ek olarak, Tem25 itibarıyla alınmaya başlanan Ar-Ge teşviklerinin, 2026 yılında aktifleştirilen Ar-Ge giderlerinin payını artırması beklenmekte olup, bu durum 1Y26 yıllık karşılaştırmaları için düşük bir baz oluşturmaktadır.
- Uluslararası deniz ve hava taşımacılığı operasyonları brüt kâr üretmekle birlikte, ramp-up sürecinin devam etmesi nedeniyle FAVÖK hâlen negatif seyretmektedir. Yönetim, bu kârlılık baskısının 4Ç25'ten itibaren ve 2026 boyunca kademeli olarak normalleşmesini beklemektedir. Navlun fiyatlarının zirve seviyelerden yaklaşık %50–70 oranında düzeltme göstermesinin ardından, 2Y26'da bir toparlanma öngörülmekte olup; bu senaryonun gerçekleşmesi hâlinde, şirketin ciro büyümesini yeniden hızlandırabilecek yukarı yönlü bir katalizör oluşabilir.
- 2026 bütçesi, asgari ücrete ilişkin belirsizlikler nedeniyle henüz netleşmemiştir. Bununla birlikte şirket, konsolide gelirlerde yıllık %10–15 büyüme beklentisiyle (Şirket 2026 yönlendirmesine göre FD/FAVÖK: 3.8x) 2026'da daha güçlü bir performans öngörmektedir. Bu büyümenin; uluslararası lojistikte güçlü reel büyüme, dayanıklı tüketim tarafında toparlanma ve depoculuk segmentinde devam eden kapasite artışı tarafından sürüklenmesi beklenmektedir. Hollanda, Almanya ve Romanya'daki depoların önümüzdeki aylarda faaliyete geçmesi planlanırken, Fransa, ABD ve Birleşik Krallık'taki mevcut operasyonlara ek olarak Fas'taki depo yatırımının 2026 yılında devreye alınması hedeflenmektedir.
- Bakım odaklı yatırım harcamaları genellikle gelirlerin %3-5'i seviyesinde gerçekleşmiştir; ancak yönetim, varlık-hafif iş modeli ve ciro büyümesi sayesinde bu oranın uzun vadede aşağı yönlü bir trend izlemesini beklemektedir.
- Bazı maliyet kalemlerinin (özellikle uluslararası operasyonlara ilişkin kira giderleri) öne çekilmiş şekilde oluşması ve doğrudan FAVÖK'e yansımaları nedeniyle, yönetim FAVÖK'ün YLDA teşvikleri dikkate alınarak düzeltilmesi gerektiği görüşündedir.
- Güneş enerji santralinin (GES) devreye alınmasıyla birlikte şirket, iç elektrik tüketiminin tamamını kendi üretimiyle karşılayacak, buna ek olarak enerji piyasasında satışa konu edilebilecek ilave kapasiteyi de muhafaza edecektir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

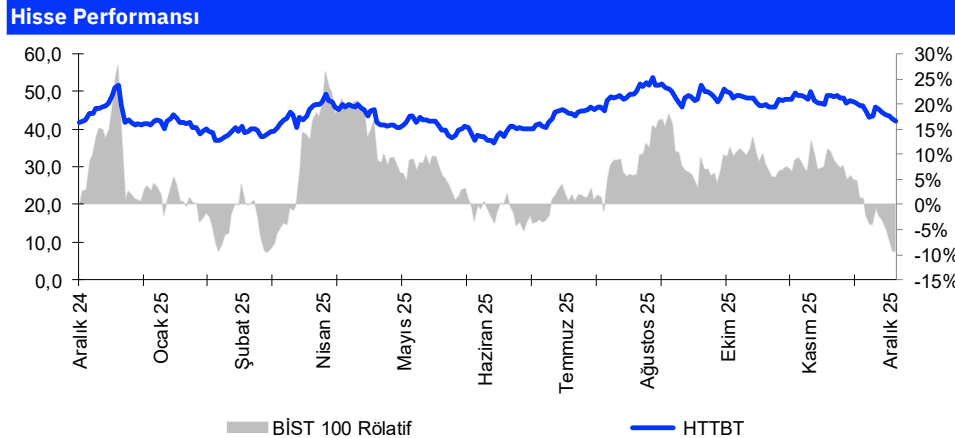


Hitit Bilgisayar Hizmetleri

Hisse Bilgileri	HTTBT
Sektör	TEKNOLOJİ
Fiyat (TL/hisse)	42,28
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	36,18-53,65
Piyasa Değeri (milyon TL)	12.684
Firma Değeri (milyon TL)	12.443
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	3.552
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	300
Dolaşımdaki Paylar	%28

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	729	817	799	1.119
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	31.952	37.380	37.904	49.673
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	42,28-45,18	42,28-48,90	42,28-51,50	36,18-53,65

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%9	-%14	%10	%0
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%16	-%15	-%9	-%12



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, 51 ülkede 73 müşteriye hizmet vermekte olup, düşük maliyetli ve tam hizmet havayollarıyla çalışabilen bir iş modeline sahip olup bu yönüyle rakiplerinden ayrılmaktadır. Crane PSS, Avrupa'nın 2'nci, dünyanın 3'üncü en büyük rezervasyon sistemidir. Toplam 100 mn yolcuya hizmet eden şirketin pazar payı %2,2 seviyesindedir ve 2019'a kıyasla hacim bazında %89 büyümeye kaydedilmiştir.
- 2025 9A döneminde gelirler USD 31 mn ile %29 y/y büyürken, yolcu sayısı da %29 artış göstermiştir. FAVÖK marjı %41 (+2 puan y/y) seviyesine yükselmiş, FAVÖK USD 12,7 mn olarak gerçekleşmiştir. 2025/09 itibarıyla USD 5,4 mn net nakit pozisyonuna sahiptir.
- Gelirlerin %68'i SaaS (ağırlıklı yolcu rezervasyonları), %23'ü yazılım geliştirme & bakım, %9'u IaaS ve projelerden oluşurken. Gelirlerin %80'i döviz bazlı, giderlerin ise %58'i TL bazlı olup giderlerin %55'i personel giderleri oluşturmaktadır.
- 2025 yılı beklentileri: Dolar bazlı %25–30 Net satış büyümesi, %43–48 FAVÖK marjı, %25–30 net kâr marjı ve %30–35 Yatırım Harcamaları/ Net Satışlar. Mevcut görünüme baktığımızda, 2025 yılı FAVÖK marjının beklentinin altında kalmasını olası görüyoruz.
- Şirket payları 2025 tahminlerine göre göre 18.1x FD/FAVÖK ve 27.5x F/K rasyolarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

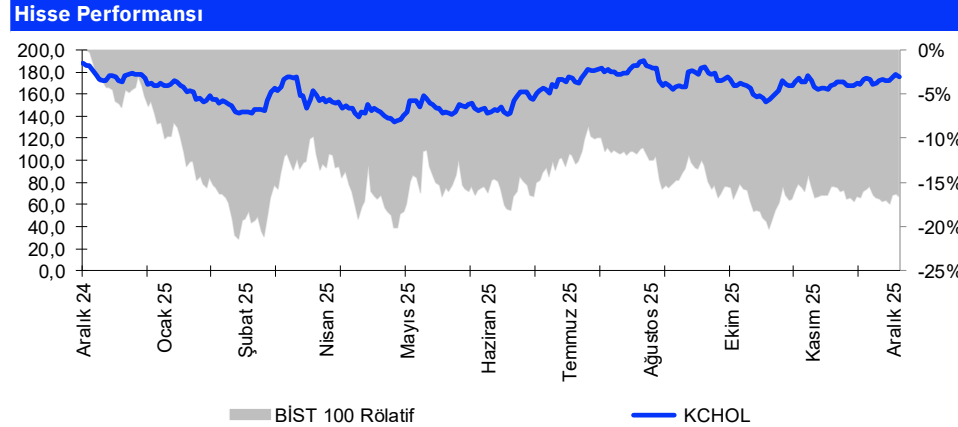


Koç Holding

Hisse Bilgileri	KCHOL
Sektör	HOLDİNG
Fiyat (TL/hisse)	175,80
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	271,67
Potansiyel Getiri (%)	55%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-32%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	135,00-190,40
Piyasa Değeri (milyon TL)	445.811
Firma Değeri (milyon TL)	3.196.371
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	98.078
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.536
Dolaşımdaki Paylar	%22

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	31.064	31.039	30.308	29.736
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	5.419.910	5.326.940	5.165.274	4.841.780
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	172,20-178,10	164,00-178,10	152,70-185,20	135,00-190,40

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%7	-%3	%20	-%5
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%0	-%4	-%1	-%17



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Solo net nakit pozisyonu, Eyl25 itibarıyla USD874mn seviyesinde gerçekleşmiştir (2024YE: USD911mn). Buna ek olarak yönetim, likidite tamponlarını güçlendirmek ve sermaye tahsisi tarafında ilave esneklik sağlamak amacıyla, SOFR + %1,95 maliyetle 5 yıl vadeli USD600mn tutarında bir sendikasyon temin etmiştir.
- Koç Holding hisseleri, iştiraklerin toplam NAD'ına göre yaklaşık %40 iskonto ile işlem görmektedir (halka açık iştirakler bazında iskonto ~%34 seviyesindedir). Son 15 yılın ortalama NAD iskontosu ~%13 seviyesinde olup, mevcut iskonto tarihi ortalamaların belirgin şekilde üzerindedir.
- 3Ç sonuçlarının ardından iştiraklerin 2025 yılı beklentileri: **YKBNK** 2025 RoTE hedefini orta-yirmili seviyelerde korumuştur (Gedik tahmini: %27; 2024YE: %16; 2023YE: %14,5). NIM iyileşmesi beklentisi 200-225bp'ye güncellenmiştir (önceki: ~300bp). Ücret/komisyon büyümesi beklentisi ≥%40'a yükseltilmiştir (önceki: %25-30). **TUPRS'ta** yukarı revizyon yapıldı. Net rafineri marjı beklentisi 6,0-6,5 USD/varil oldu (önceki: 5-6 USD/varil; 2024: 11,2 USD/varil; 2023: ~16,0 USD/varil). Net satış hacmi beklentisi ~26mn ton seviyesinde korunmuş (2024: 30,4mn ton; 2023: 30,1mn ton) ve KKO %90-95 aralığında sabit tutulmuştur (2024: ~%93; 2023: ~%88). CapEx ise ~USD480mn olarak aşağı revize edilmiştir (önceki: USD600mn; 2024: USD376mn; 2023: USD354mn). **AYGAZ'da** beklentiler korundu. Buna göre tüplü gaz satış hacmi beklentisi 220-230bin ton (2024: 238bin ton) olup, pazar payı beklentisi %41-43 (2024: %41,6; 2023: %41,1) seviyesindedir. Otogaz satış hacmi beklentisi 755-785bin ton (2024: 761 bin ton) ve pazar payı %21,5-22,5 (2024: %22,1; 2023: %22,0) olarak korunmuştur. **FROTO;** Türkiye otomotiv pazarı büyüklüğü tahminini 1,300-1,400bin adet aralığına yükseltmiştir (önceki: 1,050-1,150 bin). Toplam satış hedefleri korunmuş, Türkiye satışları yukarı, ihracat ise aşağı yönlü güncellenmiştir. CapEx, EUR450-550mn aralığına çekilmiştir (önceki: EUR600-700mn; 2024: EUR739mn; 2023: EUR900mn). Toptan satış hacmi beklentisi 700-760 bin adettir (2024: 661bin; 2023: 606bin). **TOASO'da** aşağı revizyon yapıldı. Şirket, 2025T PBT marjını ~%2 olarak güncellemiştir (önceki: ~%3); 2028T için orta vadeli %5-7 hedefi korunmuştur. 2025T ihracat beklentisi 70-80bin adetten 50-60bin adede çekildi. Güçlü yurtiçi talep ile toplam satış hacmi beklentisi 350-370bin adede yükseltilmiştir (önceki: 300-330bin; 2024: 178bin; 2023: 260bin). CapEx EUR200mn'a çıkarılmıştır (önceki: EUR150mn; 2024: EUR138mn; 2023: EUR49mn). **TTRAK'ta** aşağı revizyon yapıldı. Yurtiçi satış hacmi beklentisi 15,5-17,0bin adet (önceki: 18,0-22,0bin; 2024: 32,0bin; 2023: 35,8bin) olurken; ihracat 10,0-12,0 bin adet ile korunmuştur (2024: 12,5 bin; 2023: 16,0 bin). **ARCLK'te** aşağı revizyon yapıldı. Türkiye gelirlerinde ~%5 daralma beklenmektedir (önceki: yatay). Uluslararası pazarlarda ise %5-10 reel büyüme öngörülmektedir (önceki: ~%15).

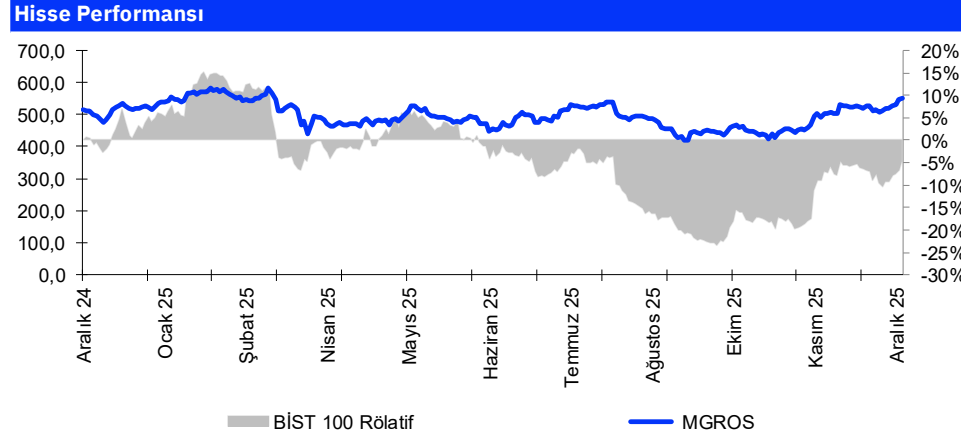
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Migros

Hisse Bilgileri		MGROS			
Sektör		PERAKEDE			
Fiyat (TL/hisse)		551,00			
Tavsiye		ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Hedef Fiyat (TL/hisse)		824,00			
Potansiyel Getiri (%)		50%			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)		418,94-583,02			
Piyasa Değeri (milyon TL)		99.761			
Firma Değeri (milyon TL)		99.602			
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)		50.878			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)		181			
Dolaşımdaki Paylar		%51			
İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y	
Ortalama İşlem Miktarı (000)	2.640	2.542	2.633	2.160	
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	1.400.409	1.326.274	1.264.039	1.071.354	
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	518,50-551,00	504,00-551,00	425,14-551,00	418,94-583,02	
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A	
Nominal Getiri	%9	%23	%17	%7	
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%1	%22	-%4	-%5	



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Migros, Türkiye’de gıda perakendesi sektöründe en beğendiğimiz hisse olmaya devam etmektedir.
- Görüşmelerde öne çıkan ana başlıklar, büyüme ve marj görünümü olmuştur. Bu çerçevede, Şirket’in 2025 ve 2026 yıllarında yaklaşık %5 seviyesinde reel ciro büyümesi yakalayabileceğini düşünüyoruz (şirketin 2026 yılı için henüz bir beklenti paylaşmadığını hatırlamakta fayda var).
- Öte yandan, daha düşük enflasyon beklentilerinin marjlar üzerinde bir risk oluşturduğuna inanmıyoruz. Aksine, gıda perakendecileri arasında marj daralması riskinin en düşük olduğu şirketin Migros olduğunu değerlendiriyoruz. Bunun temel nedenleri; Şirket’in online kanalda sektörde lider konumda olması, büyüyen fintech faaliyetleri, ve online restoran teslimat işinin hızla büyüyerek ana online platforma ek trafik sağlamasıdır. Bunlara ek olarak, Şirket bu yıl, stoklarda satış harici kayıpları gösteren, ‘shrinkage’ oranında 35 baz puanlık bir iyileşme sağlamış olup, elektronik jet kasalar ve güneş enerjisi yatırımları sayesinde toplamda 60 baz puanlık bir operasyonel verimlilik artışı hedeflemektedir. 2026 yılında Migros’un enerji ihtiyacının yaklaşık %30’unu kendi kaynaklarından karşılamayı planlamaktadır.
- 2026 tahminlerimize göre, hisse 3,0x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

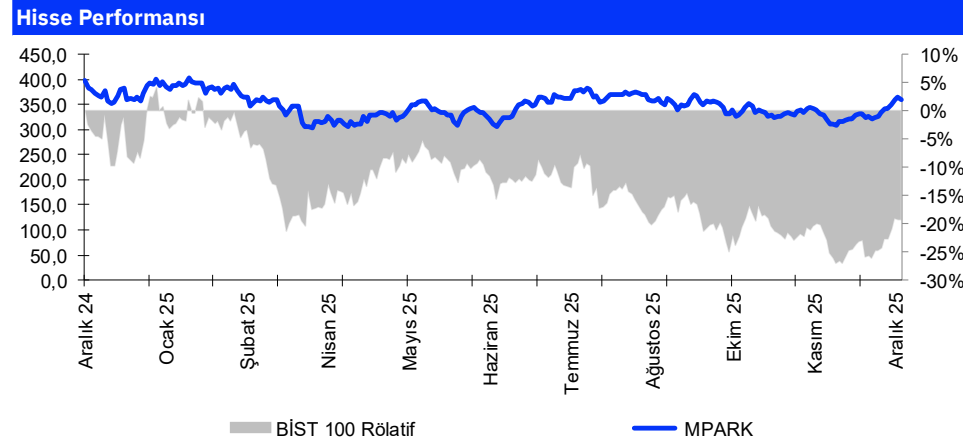
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Mlp Sağlık Hizmetleri

Hisse Bilgileri	MPARK
Sektör	SAĞLIK
Fiyat (TL/hisse)	360,00
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	520,00
Potansiyel Getiri (%)	44%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	302,00-404,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	68.764
Firma Değeri (milyon TL)	80.976
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	28.881
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	191
Dolaşımdaki Paylar	%42

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	923	776	764	643
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	323.130	255.760	256.401	223.574
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	340,50-363,50	308,00-363,50	308,00-369,25	302,00-404,00
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%16	-%3	%8	-%6
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%8	-%4	-%11	-%17



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Son çeyrekte olumlu seyir devam etmektedir. SUT fiyat artışı, özellikle 2026 yılı karlılığı açısından olumlu. Doktorların bordroya geçişine rağmen yeni hastaneler, atılan verimlilik adımları ve güçlü SUT(Sağlık Uygulama Tebliği) tarifesinin artışıyla marjlarda daralma beklenmiyor.
- Bu yıl içerisinde 4 hastane satın alınmış olup, toplamda yaklaşık 950 yatak kapasitesi eklenmiştir.
- Geçtiğimiz dönemde artan yatırım harcamalarına kıyasla önümüzdeki dönemde Yatırım Harcamaları / Net satışlar oranının %10 civarına gerilemesi bekleniyor. Bu da nakit yaratımını açısından önümüzdeki dönemde destekleyici olacaktır.
- Güçlü nakit yaratımı ve azalan yatırım harcamaları ihtiyacıyla 2027 yılında temettü dağıtılması planlanmaktadır.
- 2026 yılında net satışlarda reel büyüme ve FAVÖK marjında iyileşme öngörüyoruz
- Şirket 2026 beklentilerimize göre 4.1x FD/FAVÖK ve 7.2x F/K rasyosuyla işlem görmektedir.

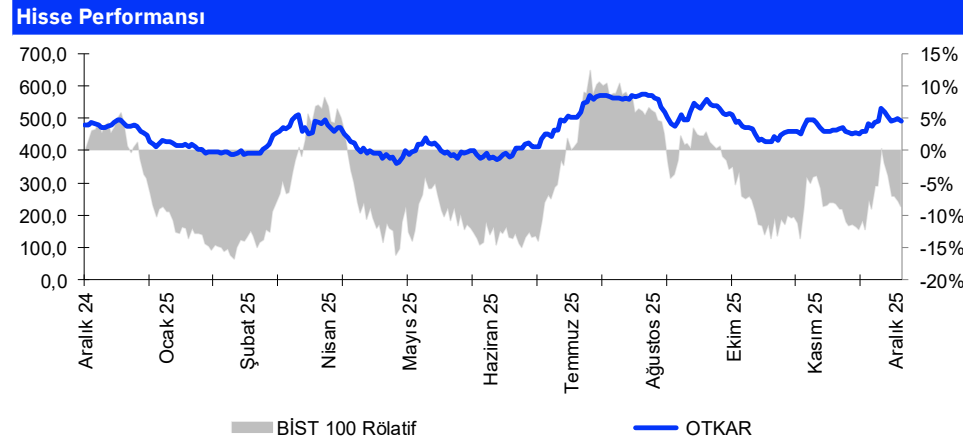
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Otokar

Hisse Bilgileri		OTKAR			
Sektör		OTOMOTİV			
Fiyat (TL/hisse)		489,50			
Tavsiye		ENDEKSE PARALEL GETİRİ			
Hedef Fiyat (TL/hisse)		580,00			
Potansiyel Getiri (%)		18%			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)		360,25-575,00			
Piyasa Değeri (milyon TL)		58.740			
Firma Değeri (milyon TL)		82.579			
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)		15.860			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)		120			
Dolaşımdaki Paylar		%27			
İşlem Hacmi		1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)		373	400	431	426
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)		187.471	193.278	207.489	196.855
Fiyat Aralığı (TL/hisse)		489,50-520,00	453,50-529,50	426,00-557,50	360,25-575,00
Hisse Performansı		1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri		%7	-%10	%29	%2
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri		-%1	-%12	%6	-%10



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Toplantıların ana teması, Şirket'in potansiyel yeni sözleşme yaratma kapasitesi ile ileriye dönük bakiye sipariş oluşturma potansiyeli oldu. Son açıklanan çeyrek itibarıyla Şirket'in toplam sipariş bakiyesi 857 milyon ABD doları seviyesinde olup, bunun büyük kısmını Romanya Zırhlı Araç sözleşmesi oluşturmaktadır. Yönetim, ticari araçlar da dâhil olmak üzere farklı ülkelerde çeşitli proje çalışmalarının devam ettiğini ve uzun vadeli stratejik planın, mevcut seviyelerin oldukça üzerinde bir sipariş defterine sahip olmak olduğunu ifade etti. Ancak, projelerin oluşum zamanlamasına ilişkin ilave bir detay veya yönlendirme paylaşılmadı.
- Şirket ayrıca geleceğe yönelik yeni model ve ürün geliştirme çalışmalarını sürdürmekte olduğunu belirtti. Buna iyi bir örnek, Otokar tarafından şirket içinde geliştirilen e-Centro olup, bu araç CCAM Seviye 4+ otonom şehir içi otobüs segmentinde yer almaktadır. Söz konusu araç, Kasım ayından bu yana İspanya'nın Mercamadrid bölgesinde yolcu taşımacılığında kullanılmakta olup, ülkenin en büyük otobüs operatörü Alsa tarafından işletilmektedir.
- Zırhlı araç teslimatlarındaki artışa bağlı olarak marjların da desteklenmesiyle, Şirket'in dördüncü çeyrekte oldukça güçlü bir finansal performans sergilemesini bekliyoruz. Bu çerçevede, 2025 yılı tamamı için FAVÖK'ün, ilk dokuz aylık dönemin %135'in üzerinde artmasını ve net kârın 1 milyar TL'nin üzerine çıkmasını öngörüyoruz. Güçlü çeyreğin, Şirket'in net borç/FAVÖK rasyosunun da 2025 3Ç'deki 14,6x seviyesinden 2025 yıl sonu itibarıyla 6,9x'e gerilemesine katkı sağlamasını bekliyoruz. 2026 yılı için, enflasyona paralel gelir ve FAVÖK büyümesi öngörmekle birlikte, yeni açıklanabilecek sözleşmelerin yukarı yönlü potansiyel yaratabileceğini düşünüyoruz.
- Bu tahminler doğrultusunda hisse, 2026 beklentilerimize göre 10,5x FD/FAVÖK (EV/EBITDA) çarpanından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

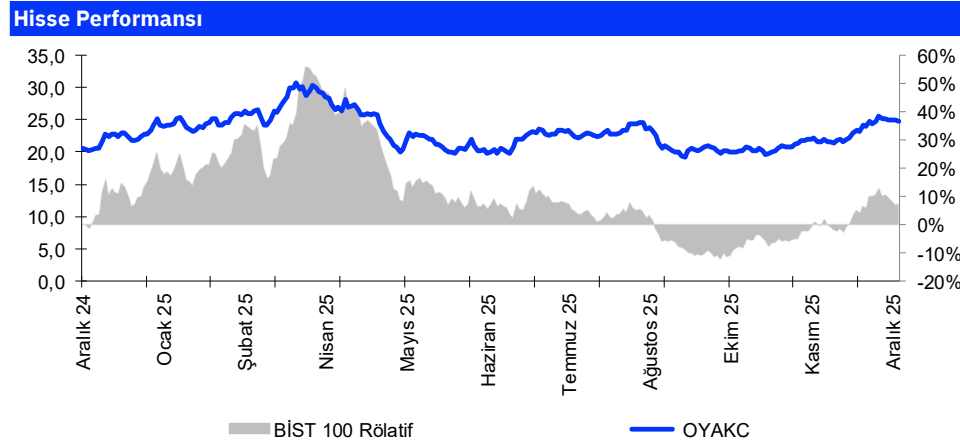
Oyak Çimento Fabrikaları



Hisse Bilgileri	OYAKC
Sektör	ÇİMENTO
Fiyat (TL/hisse)	24,80
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	36,19
Potansiyel Getiri (%)	46%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	19,25-30,70
Piyasa Değeri (milyon TL)	120.569
Firma Değeri (milyon TL)	108.536
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	28.937
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	4.862
Dolaşımdaki Paylar	%24

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	19.758	32.089	34.653	28.751
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	494.490	747.253	747.850	658.777
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	24,80-25,22	21,42-25,66	19,56-25,66	19,25-30,70

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%15	%21	%22	%22
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%7	%19	%1	%8



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2025 yılında fiyatlama gücü sınırlı kalmış, fiyat artışları enflasyonun altında gerçekleşmiştir. Bu nedenle büyüme ağırlıklı olarak tonaj artışı üzerinden sağlanmış, özellikle ihracat ağırlıklı oyunculara marj baskısı gözlenmiştir.
- Deprem kaynaklı talep etkisinin 2023'ten bu yana özellikle yılın ilk yarısında devam ettiği, ilerleyen dönemde ise Suriye pazarının öne çıktığı görülmektedir. Suriye'de yerel üretim bulunmaması ve uygulanan çimento vergileri nedeniyle ithalatçıların maliyeti fiyatlara yansıtmak zorunda kalması, bu pazarı yapısal olarak desteklemektedir. 2026'da benzer görünüm korunmakla birlikte, talebin artması beklenmektedir.
- Deprem etkisinin azalmasıyla iç pazarda tonajların düşmesi halinde, ihracat kanallarına yönelimin artması beklenmektedir. OYAK Çimento'nun güçlü liman ve terminal altyapısı bu esnekliği desteklemektedir.
- Alternatif yakıt kullanım oranı 3Ç25 itibarıyla %28,6 seviyesine ulaşmış olup, 2030 hedefi %58 olarak belirlenmiştir. Kömür yerine belediye atıkları, lastik ve benzeri girdilerin kullanımıyla Türkiye ortalaması olan %12,5'in belirgin şekilde üzerine çıkmıştır. Bu sayede dışa bağımlılık ve karbon emisyonu kademeli olarak azaltılmaktadır.
- Adana, Mardin ve Ankara tesislerinde gerçekleştirilen WHR yatırımları ile Beypazarı'ndaki Güneş Enerjisi Santrali Projesi sayesinde, yenilenebilir enerji payının mevcut %7 seviyesinden yaklaşık %20 seviyelerine yükseltilmesi hedeflenirken, 2030 için %70 yenilenebilir oranı hedefi korunmaktadır.
- Güneş enerjisi yatırımı kapsamında Ünye ve Bolu tesislerinde kullanılan elektriğin yaklaşık %70'inin şirketin kendi üretim kaynaklarından karşılanması hedeflenmektedir. 45 MWp kapasiteli güneş santrali Aralık ayında devreye girecek olup, Şubat ayında tam kapasiteye ulaşması beklenmektedir.
- Güçlü nakit yaratımı ve enerji yatırımlarının destekleyici etkisiyle, önümüzdeki dönemde finansal esnekliğin korunması ve operasyonel kârlılığın sektör ortalamasının üzerinde seyretmesi öngörülmektedir.
- Bizim beklentilerimize göre, FAVÖK marjının 2025'te %28,2, operasyonel verimlilik, alternatif yakıt kullanımı ve enerji yatırımlarının katkısıyla 2026'da %29,2 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.
- Şirketin hisseleri, 2025 ve 2026 beklentilerimize göre sırasıyla 6,4x ve 4,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

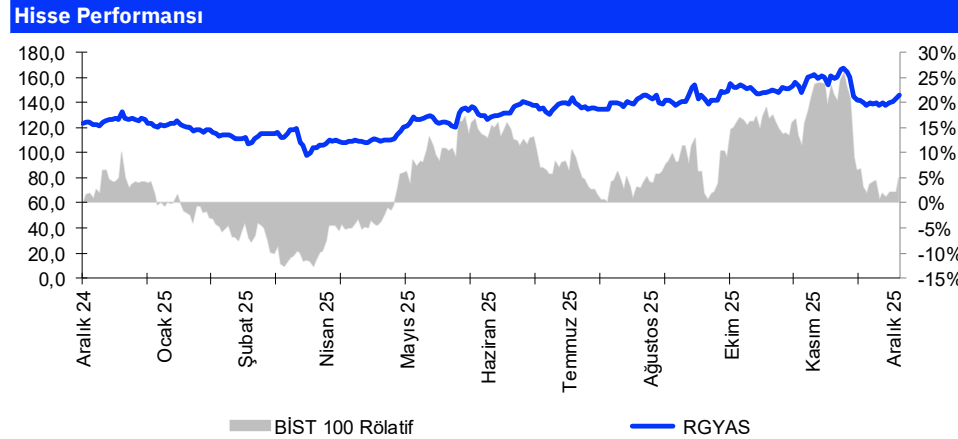
Rönesans G.M.Y.O



Hisse Bilgileri	RGYAS
Sektör	GAYRİMENKUL YATIRIM ORT.
Fiyat (TL/hisse)	145,30
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	97,65-167,70
Piyasa Değeri (milyon TL)	48.094
Firma Değeri (milyon TL)	69.519
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	7.695
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	331
Dolaşımdaki Paylar	%16

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.056	2.025	1.284	801
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	148.627	291.063	188.712	107.925
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	138,10-145,30	137,30-167,70	137,30-167,70	97,65-167,70

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%6	-%4	%12	%17
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%12	-%6	-%8	%3



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket portföyünde 12 AVM bulunmakta olup, toplam kiralanabilir alan 650 bin m² seviyesindedir. Doluluk oranı %99,5 olarak gerçekleşirken, yılın ilk 9 ayında toplam 85 milyon ziyaretçi ağırlanmıştır. Aynı dönemde kiracı performansı güçlü seyretmiş olup, kiracıların ciro büyümesi yılın ilk 9 ayında TÜFE'nin ve genel sektörün üzerinde ortalama %37 olarak gerçekleşmiştir.
- Finansal performans tarafında, son 12 ayda FAVÖK EUR180mn seviyesinde gerçekleşirken, 9M25'te FAVÖK %20 yıllık artışla EUR135mn olmuştur. İzmir ve Ankara AVM paylarının alınmasıyla yıl sonu EUR200mn FAVÖK bekleniyor. Net borç 2024 yıl sonu itibarıyla EUR503mn iken, 2025/09 itibarıyla EUR495mn seviyesine gerilemiştir. Net borç / FAVÖK oranı 2,5x seviyesindedir. Net Aktif Değer, 2024 yıl sonunda EUR2,7 milyar iken, 2025/09 itibarıyla EUR2,9 milyara yükselmiştir.
- İş modeli gereği nakit yaratımı güçlü olduğu ve net borç seviyesinin makul olmasıyla birlikte önümüzdeki dönemde temettü vermeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- Yatırımlar tarafında, Maltepe Park projesi devam etmekte olup, projenin %50'si tamamlanmıştır ve 2027 yılında tamamlanması beklenmektedir. Projenin toplam inşaat alanı 47.634 m², satılabilir alanı 34.425 m² olup, 245 konut ve 15 ticari ünitelerden oluşmaktadır. Projenin mevcut durumda %11'lik bölümü satılmıştır.
- Şirket %68 NAD iskontosuyla işlem görmekte olup 2025 beklentilerine göre 7.1x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

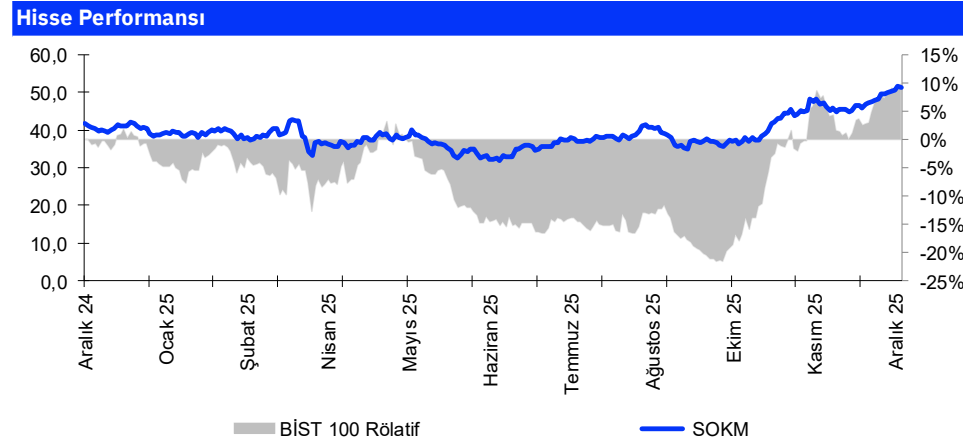


Şok Marketler Ticaret

Hisse Bilgileri	SOKM
Sektör	PERAKENDE
Fiyat (TL/hisse)	51,30
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	67,00
Potansiyel Getiri (%)	31%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	31,94-51,55
Piyasa Değeri (milyon TL)	30.436
Firma Değeri (milyon TL)	31.391
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	15.522
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	593
Dolaşımdaki Paylar	%51

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	5.305	5.861	7.901	8.097
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	267.649	278.056	337.932	316.786
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	49,68-51,55	44,86-51,55	35,66-51,55	31,94-51,55

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%13	%37	%56	%25
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%5	%35	%29	%10



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket'in ciro büyümesine ilişkin beklentilerinin alt bandını yakalamasını bekliyor ve %5 reel büyüme öngörüyoruz. 2025 3Ç'de marjlarda görülen güçlü toparlanmanın ardından, iş modelinin 2025 4Ç'de de dayanıklı kalmasıyla birlikte, FAVÖK marjının yılı %2 (+/- 0,5 puan) aralığının üst bandına yakın bir seviyede tamamlayacağını düşünüyoruz. Yönetim ayrıca 2025 4Ç'de Şirket'in pazar payı kazandığını belirtmiştir.
- 2026 yılında, ciroda %5 reel büyüme ile beraber ilave 50 baz puanlık marj genişlemesi ile güçlü nakit akışının devam etmesini bekliyoruz. Reel ciro büyümesinin yaklaşık yarısının, 2025'e kıyasla daha yüksek seviyede gerçekleşmesi beklenen yeni mağaza açılışlarından gelmesini bekliyoruz (2025 yılında yaklaşık 100 civarı net mağaza açılışı öngörülmektedir).
- Operasyonel verimlilik ve mağaza satışlarını artırmaya yönelik ana inisiyatifler şu şekildedir: 1. Şok 2.0: Daha geniş ürün gamı (SKU) sunan mağaza büyüklüğü ve formatı, büyümenin temel destekleyicisi konumundadır. Şok 2.0 formatındaki mağazalar toplam mağaza sayısının %5,5'ine ulaşmış olup, yeni mağaza açılışlarının önemli bir kısmının bu formatta yapılması planlanmaktadır. 2. Win sadakat programı: Nakit iade (cashback) kazanmak için asgari harcama koşulu sayesinde sepet büyüklüğünü artırmaktadır. 3 Cepte Şok (online kanal): Hâlihazırda ölçek olarak sınırlı olmakla birlikte, kârlı bir operasyon niteliğindedir. 4. Mevcut mağazalar: Stok bulunurluğunu artırmaya yönelik dağıtım merkezi yatırımları, benzer mağaza satış büyümesini (LFL) desteklemektedir. Yönetim, bu mağazalarda ilave verimlilik potansiyeli bulunduğunu vurgulamıştır.
- Tahminlerimiz doğrultusunda hisse, 2026 beklentilerimize göre 1,8x FD/FAVÖK gibi oldukça düşük bir çarpandan işlem görmekte olup, 2026 yılı boyunca yukarı yönlü tahmin revizyonlarına açık olduğunu düşünüyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

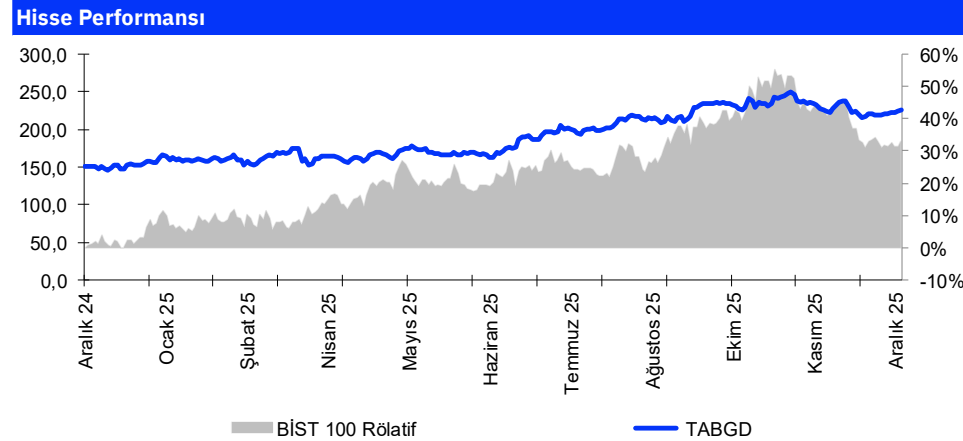
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

Tab Gıda Sanayi



Hisse Bilgileri	TABGD
Sektör	GIDA
Fiyat (TL/hisse)	226,00
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	300,56
Potansiyel Getiri (%)	33%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	146,03-249,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	59.052
Firma Değeri (milyon TL)	56.692
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	11.810
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	261
Dolaşımdaki Paylar	%20

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	545	579	816	897
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	121.666	128.976	189.191	168.217
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	220,00-226,00	215,90-238,00	215,90-249,00	146,03-249,00
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%1	-%2	%35	%50
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%6	-%3	%11	%32



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Tab Gıda, güçlü marka portföyü (Burger King, Popeyes, Subway, Usta Dönerci vb.) ve yaygın restoran ağı sayesinde hızlı servis restoranları segmentinde lider konumunu korumaktadır.
- 2025 yılı için ciro büyüme beklentisi, müşteri sayısındaki artış ve restoran açılışlarının hızlanmasının etkisiyle %45-50 bandına güncellenmişti ve yönetimin güncel beklentilerine göre üst banda yakın gerçekleşeceği yönünde güçlü bir görünüm oluşmuştur.
- Dördüncü çeyrekte, ilk dokuz aya kıyasla belirgin bir trend değişimi beklenmemekte olup, benzer fiş büyümesi ve benzer karlılık seviyelerinin korunması öngörülmektedir.
- 2025 yılının başında İş Gıda'nın konkordato ilan etmesi sonrasında, Tab Gıda KFC lokasyonlarına talip olmuş ve bu lokasyonların yarısına yakını bünyeye katılmıştır. Bu süreç, şirket açısından lokasyon bazlı büyüme ve pazar payı kazanımı sağlamıştır.
- Restoran sayısının her yıl yaklaşık %10 artırılması stratejisi, uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklemeye devam etmektedir.
- Şirketin iş modeli, trading down eğiliminden faydalanmaya devam etmekte olup, fiyat duyarlılığı yüksek tüketici segmentinde talep esnekliği avantajı sağlamaktadır.
- 2026 yılı için tek haneli seviyelerde fiş büyümesi ve orta tek haneli seviyelerde LFL büyüme beklentisi öne çıkmaktadır. Marjların mevcut seviyelere yakın seyretmesi ve sınırlı oynaklık göstermesi beklenmektedir.
- Şirketin hisseleri, 2025 ve 2026 beklentilerimize göre sırasıyla 5,8x ve 4,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

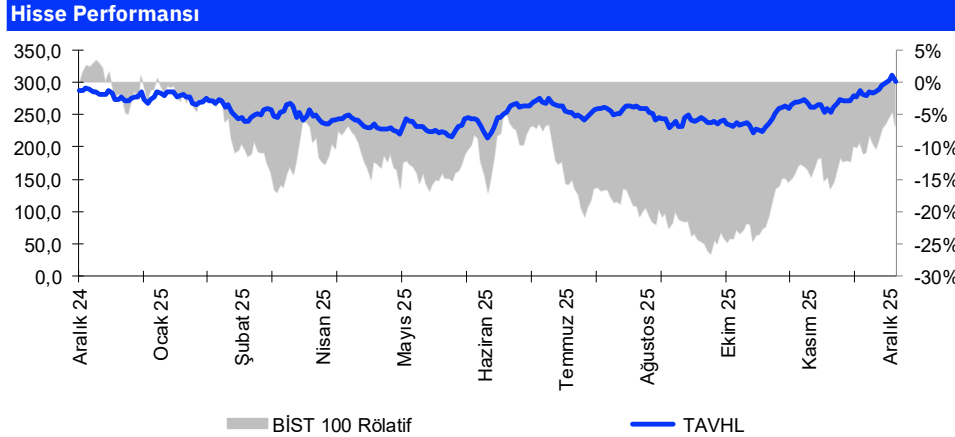


Tav Havalimanları

Hisse Bilgileri	TAVHL
Sektör	HAVA YOLLARI VE HİZMETLERİ
Fiyat (TL/hisse)	300,75
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	444,00
Potansiyel Getiri (%)	48%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	214,50-310,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	109.257
Firma Değeri (milyon TL)	168.881
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	52.443
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	363
Dolaşımdaki Paylar	%48

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.927	2.090	2.373	2.590
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	576.632	585.062	608.578	652.713
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	290,00-310,75	254,50-310,75	221,00-310,75	214,50-310,75

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%18	%20	%24	%4
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%10	%19	%2	-%8



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yolcu trafiği tarafında, değerli TL nedeniyle turizm sezonu görece zayıf seyretti. Antalya dış hat trafiği zayıf kalırken, iç hat trafiği, yurt içi bilet tavan fiyatlarındaki artış sayesinde dış hatlara kıyasla daha güçlü büyüdü. İzmir ve Ankara'da ağırlıklı olarak Türk yolcuların yurt dışı seyahat talebinin artmasıyla güçlü büyüme kaydetti. Bodrum'da yüksek fiyatlar nedeniyle diğer turistik destinasyonlara kıyasla trafik zayıf kaldı. Almati'de kişi başı uçuş sayılarının gelire kıyasla düşük olması ve talebin güçlü, arzin sınırlı olması nedeniyle havayollarının büyümesiyle güçlü yolcu artışı potansiyeli barındırıyor. Gürcistan'da trafik büyümesi güçlü seyreliyor.
- Yoğun yatırım dönemi çoğunlukla tamamlandı. Almati'de EUR 315 mn pist yatırımı planlanıyor. Gürcistan'da Tiflis imtiyaz süresi Ocak 2027'de sona erecek olup, EUR 150 mn yatırım ile 5 yıl uzatma planlanıyor. Gürcistan operasyonları yıllık EUR 100 mn EBITDA katkısı sağlıyor ve kira gideri olmadığı için marjlar yüksek. İhale sürecinin yakın zamanda netleşmesi bekleniyor.
- Yoğun yatırım döneminin sona ermesiyle 2026'da temettü dağıtımı planlanıyor.
- TAVHL'nin net aktif değerini yaklaşık 3,4 milyar EUR olarak hesaplıyoruz; bu seviye %36'lık bir NAD iskontosuna işaret etmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

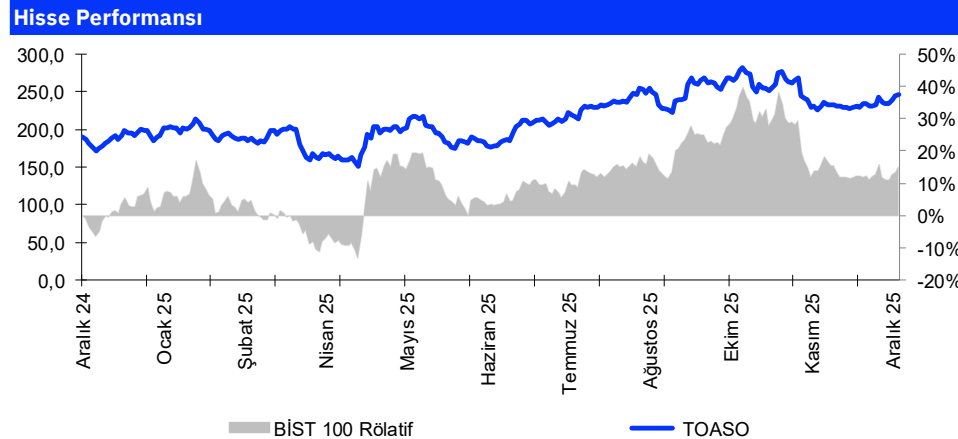
Tofaş Otomobil Fab.



Hisse Bilgileri	TOASO
Sektör	OTOMOTİV
Fiyat (TL/hisse)	245,90
Tavsiye	ENDEKSE PARALEL GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	270,98
Potansiyel Getiri (%)	10%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	151,20-282,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	122.950
Firma Değeri (milyon TL)	142.497
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	29.508
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	500
Dolaşımdaki Paylar	%24

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	4.827	4.425	5.137	6.912
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	1.156.309	1.038.872	1.290.844	1.447.319
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	234,00-245,90	227,50-245,90	226,10-282,75	151,20-282,75

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%6	-%8	%33	%32
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%2	-%10	%10	%16



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- K0 projesi için (150 bin adet kapasite), 2032'ye kadar toplam ~1,0mn adet üretim hedeflenmektedir. Hacmin yaklaşık %80'i ihracata, ~%25'i sadece ABD pazarına yönlendirilecektir. Kas25'te Kombi varyantının SOP'sinin gerçekleşmesi nedeniyle ihracat hacimlerinin kademeli olarak artması beklenmektedir.
- K9 projesi için (150 bin adet kapasite), 3Ç26-2034 döneminde (CKD hariç) ~660bin adet satış hedeflenmektedir. Hacmin yaklaşık %80'inin yurtiçi pazara yönlendirilmesi planlanmakta olup, Doblo dönemine kıyasla daha elverişli rekabet ortamı sayesinde K9'un kârlılığın ana sürükleyicisi olması beklenmektedir.
- Hedeflenen CapEx seviyeleri piyasa ortalamalarının altında kalmaktadır (K0: EUR386mn; K9: EUR256mn). Platformun şirket içinde geliştirilmemiş olması, uzun vadeli IRR'ı destekleyen bir unsur olarak öne çıkmaktadır. KKO'nun mevcutta <%40 seviyesinden 2028 itibarıyla ~%80'e yükselmesi beklenmekte olup; K0'ın 2026'da sınırlı, K9'un ise 2027'den itibaren anlamlı katkı sağlaması öngörülmektedir.
- İki ilave modelin (muhtemelen binek araç) geliştirme süreci devam etmekte olup, ilk model için SOP'nin 1Y27'de, ikinci model için ise kısa süre sonrasında gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Tüm modelleri kapsayan 2026-27 toplam CapEx yönlendirmesi ~USD1,0bn seviyesindedir. 2028'de 500bin adedin üzerindeki boyahane kapasitesi hedeflenmektedir.
- Uzun vadede pazar payının %25-30 bandında dengelenmesi beklenmektedir. 9A25 marjları, FCA ramp-up süreci ve Egea'nın ürün yaşam döngüsünün sonuna yaklaşması nedeniyle baskı altında kalmıştır. Buna karşılık, Stellantis markaları beklentilerin üzerinde kârlılık üretmekte olup, birleşme sonrası ~EUR20-30mn OpEx sinerjisi halihazırda yakalanmıştır.
- Çoklu platform yapısı sayesinde, ICE'den EV/hibrit dönüşüm sınırlı ilave CapEx gerektirmekte olup, K0 için elektrifikasyon ihtiyacının EUR20mn'un altında olduğu tahmin edilmektedir.
- Tüketici finansmanı dahil net borç Eyl25 itibarıyla ~TL20bn seviyesindedir (endüstriyel operasyonlar bazında fiilen net nakit pozisyonu). Net borç/FAVÖK oranının, temettü politikasından ödün vermeden 2028T itibarıyla <2,0x seviyesinde tutulması hedeflenmektedir.
- 2026'da pazarda tek haneli daralma; Tofaş satışlarında ise pazarın üzerinde performans bekleniyor.
- Eurorepar yedek parça ve Spoticar ikinci el araç operasyonlarının, zaman içinde anlamlı marj ve kârlılık artışı sağlaması öngörülmekte olup, birleşik FVÖK katkısının %15-20 seviyelerine ulaşması hedeflenmektedir.
- Yönetim, 2026 PBT marj yönlendirmesi için yukarı yönlü risk bulunduğunu belirtmekte; marjların 2028 itibarıyla %5-7 bandına doğru iyileşmesini beklemektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

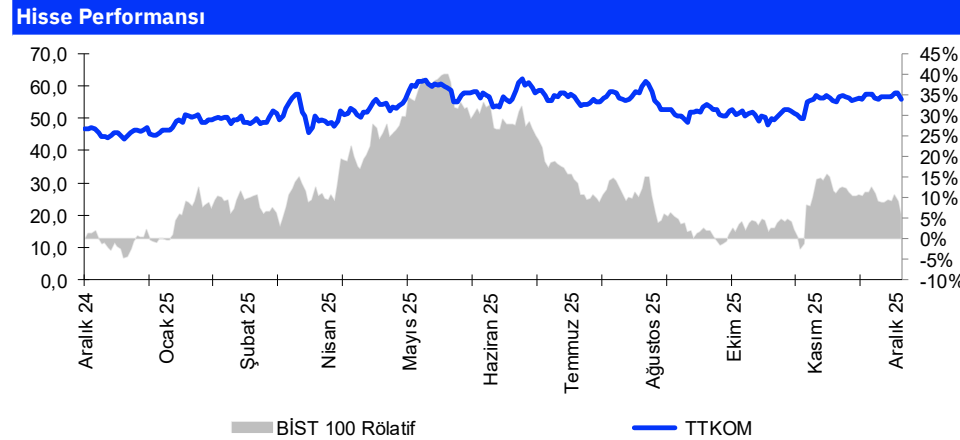
Türk Telekom



Hisse Bilgileri	TTKOM
Sektör	İLETİŞİM
Fiyat (TL/hisse)	55,70
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	75,00
Potansiyel Getiri (%)	35%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	43,48-62,40
Piyasa Değeri (milyon TL)	194.950
Firma Değeri (milyon TL)	252.284
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	25.344
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	3.500
Dolaşımdaki Paylar	%13

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	27.140	25.051	27.559	23.599
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	1.544.185	1.416.135	1.490.981	1.247.495
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	55,70-57,95	55,15-57,95	48,12-57,95	43,48-62,40

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%1	%7	-%4	%19
BİST-100'e Göre Rölaf Getiri	-%8	%6	-%21	%5



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yönetim, IFRIC gelirleri hariç tutulduğunda yıllık yaklaşık %10 ciro büyümesi (korundu) öngörmektedir. Buna paralel olarak; düzeltilmiş FAVÖK marjı %41,5 ve CapEx/Ciro yoğunluğu %29 seviyesinde hedeflenmekte olup, sözleşme fiyat ayarlamalarını takiben marjlarda güçlü normalleşmenin devamı beklenmektedir. 2026 yılına ilişkin yönlendirme henüz netleşmemiş olmakla birlikte, düşük tek haneli reel gelir büyümesi makul bir varsayım olarak değerlendirilmektedir.
- Yapay zekâ destekli kişiselleştirilmiş paketler, son çeyreklerde ayrılma oranlarının (churn rate) düşürülmesi ve üst segment paketlere geçiş sağlanması (upsell) açısından etkinliğini kanıtlamıştır.
- 3Ç'de sabit internet (broadband) ARPU büyümesi güçlü seyrini korumuştur (yıllık %13, çeyreklik %15). Buna karşılık, mobil karma ARPU rekabetin etkisiyle sınırlı bir konsolidasyon göstermiştir (yıllık %2, çeyreklik -%2). Rekabet yoğunluğunun 2026'da hafiflemesi beklenirken, stratejinin churn yönetiminden ziyade mevcut abone tabanında sözleşme vadelerinin uzatılmasına ve upsell'e kaydırılması öngörülmektedir.
- USD1,8bn tutarındaki finansman paketi sonrasında, 5G ve imtiyaz kaynaklı CapEx ihtiyaçlarına rağmen 2026'da ilave anlamlı bir finansman gereksinimi beklenmemektedir. Yönetim temettülere ilişkin açık bir yönlendirme paylaşmamış olmakla birlikte, temettü dağıtımlarının 2027 kârlarından itibaren (en geç 2028'de) yeniden güçlenmesi beklenmektedir.
- Toplam 14,2mn fiber abonenin yaklaşık 6,3mn'u (yaklaşık %55) FTTH'dir. Yönetim, 2030'a kadar bu sayıyı 13mn'a çıkarmayı hedeflemekte olup, bu strateji daha hızlı paketlerin payını artırarak sürdürülebilir kârlılığı desteklemektedir.
- 5G hizmetlerinin ticari kullanımı için başlangıç tarihi 1 Nisan 2026 olarak planlanmıştır. Toplam maliyet TL1,1bn + KDV olup, bunun üçte ikisi 2026'da, kalan kısmı ise 2027'de ödenecektir.
- Genişletilen imtiyaz kapsamı, sabit altyapının yanı sıra siber güvenlik, dijital ürünler ve yeni teknoloji hizmetlerini de içermektedir. Bu çerçevede Türk Telekom, 2026-2035 döneminde toplam USD2,5bn + KDV (KDV dâhil ~USD3,0bn) imtiyaz bedeli ödeyecek olup, 2050'ye kadar toplam USD17bn yatırım taahhüdünde bulunmuştur.
- Şirket payları 2026 varsayımlarımıza göre 7.8x F/K rasyosuyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

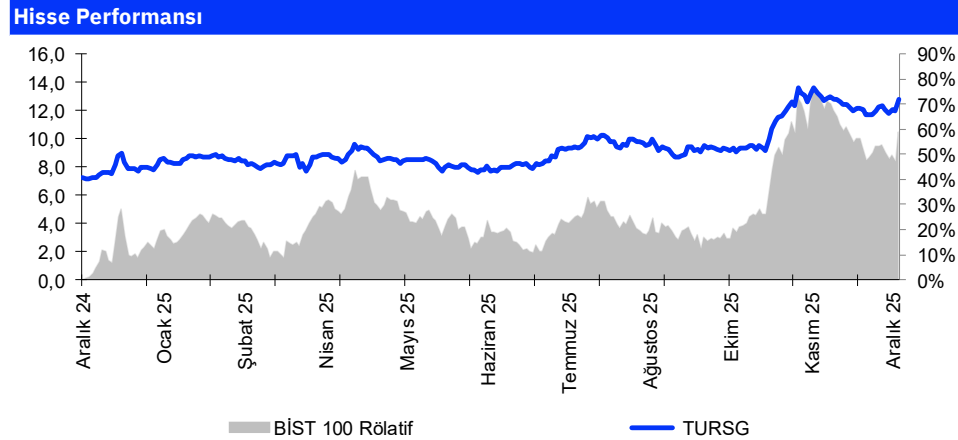
Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

Türkiye Sigorta



Hisse Bilgileri	TURSG
Sektör	SİGORTA
Fiyat (TL/hisse)	12,80
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	7,15-13,58
Piyasa Değeri (milyon TL)	128.000
Firma Değeri (milyon TL)	
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	23.040
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	10.000
Dolaşımdaki Paylar	%18

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	50.822	57.267	51.537	34.397
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	625.106	704.153	615.747	337.898
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	11,82-12,80	11,66-12,93	9,03-13,58	7,15-13,58
Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%0	%36	%64	%79
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%7	%34	%35	%58



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Kasım 2025 sonu itibarıyla Şirket'in yılbaşından bu yana prim üretimi, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %45 artışla 129 milyar TL'yi aşmıştır. Bu nominal büyüme oranı, dönem enflasyonunun üzerinde seyretmekte olup reel anlamda hacim artışına işaret etmektedir.
- 9A25 itibarıyla özsermaye kârlılığı %55 seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'de sigortacılık penetrasyonunun henüz %2,5 civarında olması, sektörün uzun vadeli büyüme potansiyeline işaret etmektedir. 2026 yılında beklenen dezenflasyon ortamında, Şirket'in temel sigortacılık faaliyetlerinden reel bazda kârlılığı korumaya odaklanacağı ifade edilmiştir.
- 2025 yılının ilk yarısında yaşanan büyük ölçekli don hasarına rağmen, 9A25 itibarıyla bileşik oran %98 ile %100'ün altında gerçekleşmiştir. Bu sonuçla birlikte Türkiye Sigorta, güçlü yatırım gelirlerinin yanı sıra sektördeki birçok oyuncunun aksine temel sigortacılık faaliyetlerinden de teknik kâr üretmeye devam etmektedir. Son altı çeyrekte kesintisiz olarak %100'ün altında bileşik oran elde edilmiş olup en güncel sektör verilerine göre bu oran sektör olarak %111'dir.
- Motor branşında, düzenleyici çerçeveye uyumlu bir fiyatlama ve risk yönetimi yaklaşımı benimsenmektedir. Sağlık branşında ise geniş kesimler için erişilebilir ürün çözümleriyle sektörde konumlanma güçlendirilmektedir.
- İlerleyen dönemde değişen tüketim alışkanlıkları ve yapay zeka tabanlı çözümler sayesinde dijitalleşme eğilimlerinde ve mobil kanalların payında artış gözlenmesi beklenmektedir. Dağıtım kanalları açısından Şirket, güçlü banka kanalı, geniş acente ağı ve broker kanalları sayesinde sektörde benzersiz ve ölçeklenebilir bir dağıtım yapısına sahiptir. Bu yapı, prim üretiminin sürdürülebilir şekilde desteklenmesine imkân tanımaktadır.
- Sermaye yeterliliği tarafında, yasal asgari sermaye yeterlilik oranının %115, temettü dağıtımı için gerekli eşik seviyesinin ise %135 olduğu belirtilirken, Türkiye Sigorta'nın bu eşiklerin oldukça üzerinde %191'lik sermaye yeterlilik oranına sahip olduğu ifade edilmiştir. Bu güçlü sermaye yapısı, Şirket'in düzenli ve sürdürülebilir temettü ödeyicisi konumunu desteklemektedir.
- Dezenflasyon sürecinin devamı ve pozitif reel faiz ortamının korunması halinde, yatırım portföyü getirilerinin destekleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, TL ağırlıklı portföy stratejisi sürdürülecek olup çeşitli varlık sınıflarına geçiş kapasitesi sayesinde operasyonel esneklik güçlendirilmiştir. Şirket, spesifik getiri hedefi vermemekte; ancak mevcut makroekonomik görünümün yatırım gelirlerini destekleyici nitelikte olduğunu değerlendirmektedir.
- Şirket son 12 aylık çarpanlara göre 7.1 F/K ve 3.0 PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar

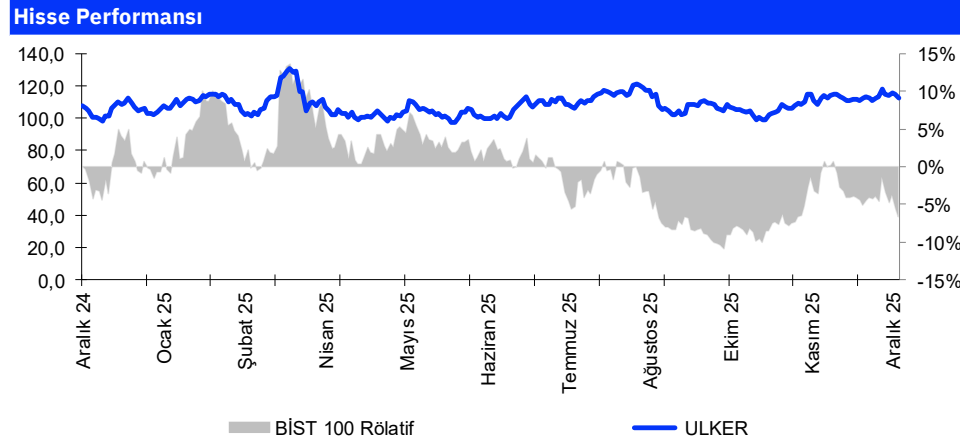


Ülker

Hisse Bilgileri	ULKER
Sektör	GIDA
Fiyat (TL/hisse)	112,70
Tavsiye	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ
Hedef Fiyat (TL/hisse)	180,00
Potansiyel Getiri (%)	60%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	97,64-131,14
Piyasa Değeri (milyon TL)	41.617
Firma Değeri (milyon TL)	80.514
Filili Dolaşım PD (milyon TL)	16.231
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	369
Dolaşımdaki Paylar	%39

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	7.045	5.089	5.605	8.001
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	811.163	578.521	611.614	874.042
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	112,70-117,90	110,80-117,90	99,00-117,90	97,64-131,14

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%0	%3	%11	%6
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%7	%2	-%9	-%6



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket'in bu yıla ilişkin verdiği beklentileri karşılayacağını değerlendiriyoruz. Hatta, enflasyona göre düzeltilmiş %3'lük ciro büyümesi hedefinin sınırlı ölçüde aşılma ihtimali bulunduğunu ve beklenti aralığının orta noktasına karşılık gelen %17,5 FAVÖK marjına ulaşabileceğini düşünüyoruz.
- Öte yandan, yönetim son çeyrekte şekerleme pazarına yönelik talebin hacim bazında yıllık %2 daralmaya devam ettiğini belirtmiştir. Bu çerçevede, 2026 yılına girerken faaliyet ortamının zorlu seyrini koruduğunu söylemek mümkündür. Yönetim henüz 2026 yılına ilişkin resmi bir beklenti paylaşmamış olmakla birlikte, işin temel dinamikleri konusunda yapıcı bir duruş sergilemekte ve Şirket'in 2026 yılına iyi konumlanmış olduğunu ifade etmektedir.
- Hammadde fiyatları, özellikle kakao, sektör açısından bir diğer önemli zorluk başlığı olmaya devam etmektedir. Kakao fiyatları 2024–2025 döneminde iki katına çıkarak 9.000 ABD doları/ton seviyesine yükselmiş, yılın ilk yarısında ise 7.000–8.000 ABD doları/ton bandına gerilemiştir. Şirket, kakao fiyatlarındaki son dönemdeki ve olumlu olarak değerlendirilen bu yumuşamayı yakından takip etmektedir. Yönetim, tedarik stratejisinde temel önceliğin maliyet öngörülebilirliği ve arz güvenliği olduğunu, bunun da oynak bir ortamda etkin operasyon açısından kritik önem taşıdığını vurgulamıştır. Stok yönetimi tarafında ise, Şirket 2025 yılına düşük yıl sonu stok seviyesiyle girmiş ve yılın ilk yarısında tedariki öne çekmeye yönelik bilinçli bir strateji izlemiştir. Bu doğrultuda, 2025 yılının geri kalanına yönelik kakao ihtiyacının önemli bir kısmı ile 2026 yılı ihtiyacının bir bölümü, yılın ilk yarısında gerçekleştirilen hedge işlemleri yoluyla belirlenen fiyat seviyelerinden güvence altına alınmıştır.
- Ülker, 2025 yılında 3,4 milyar TL temettü ödemesi gerçekleştirmiş olup, bu tutar ödeme tarihinde yaklaşık %7 temettü verimine karşılık gelmiştir. 2026 yılında dağıtılacak temettü tutarına ilişkin net bir yönlendirme paylaşılmamakla birlikte, Genel Kurul ve Yönetim Kurulu onayına tabi olmak kaydıyla 2026 yılında temettü ödemesinin gündeme gelebileceği sinyali verilmiştir.
- Hissenin, beklenen FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının düşük 4x seviyelerinde bulunması nedeniyle iskontolu işlem gördüğünü düşünüyoruz. Bununla birlikte, mevcut aşamada değerlemeyi tetikleyecek anlamlı bir katalizörün henüz sınırlı olduğu görüşündeyiz.

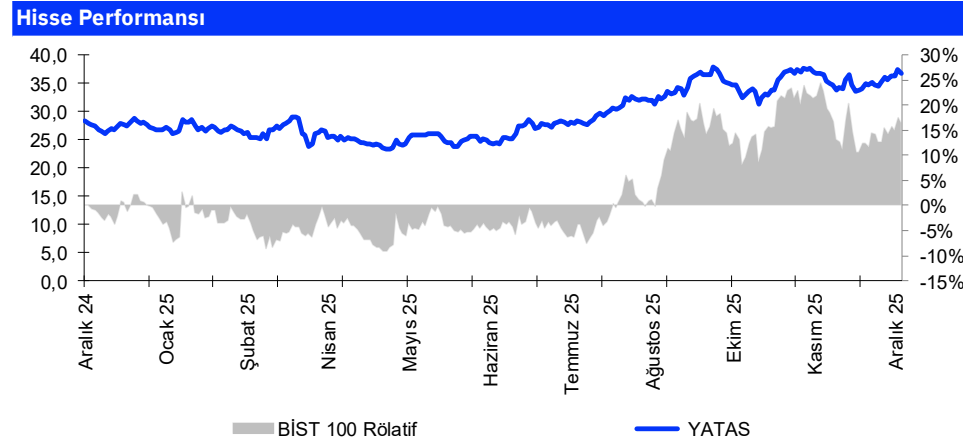
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Notlar



Yataş

Hisse Bilgileri		YATAS			
Sektör		MOBİLYA			
Fiyat (TL/hisse)		36,80			
Tavsiye		Öneri Yok			
Hedef Fiyat (TL/hisse)		Öneri Yok			
Potansiyel Getiri (%)		Öneri Yok			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)		23,20-37,78			
Piyasa Değeri (milyon TL)		5.513			
Firma Değeri (milyon TL)		10.882			
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)		2.977			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)		150			
Dolaşımdaki Paylar		%54			
İşlem Hacmi		1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)		984	825	994	1.116
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)		35.791	29.093	35.378	33.023
Fiyat Aralığı (TL/hisse)		35,60-37,46	33,62-37,46	31,18-37,78	23,20-37,78
Hisse Performansı		1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri		%6	%1	%46	%32
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri		-%2	%0	%21	%16



* 16/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Pandemi döneminde online kanallarda yakalanan güçlü büyüme Yataş'ın pazar payı kazanımını desteklemiştir. Aynı dönemde İstikbal'in rekabetçi konumunu zayıflatması, sektörde rekabeti Yataş lehine çevirmiştir. Tekstil segmentinin ciro içindeki payı son beş yılda %4 seviyelerinden %14'e yükselmiştir.
- 2023'te yatırımı başlanan İncesu Sünger Fabrikası'nda deneme üretimleri başlamış olup, 2026 1Ç itibarıyla ticari üretime geçilmesi planlanmaktadır.
- GES yatırımları kapsamında dört farklı fabrika çatısına kurulan santrallerle üretilen elektriğin yaklaşık %60'ının tüketimde kullanılması, %40'ının ise satılması planlanmaktadır. Bu yatırımların yıllık yaklaşık 2 milyon USD katkı sağlaması beklenirken, enerji arzı tarafında uzun vadeli üretim sürekliliği açısından risk düşük görünmektedir.
- 2024'ün ikinci çeyreğinden itibaren talepte belirgin bir yavaşlama yaşanmış, maliyet artışlarının fiyatlara yeterince yansıtılamaması marjlar üzerinde baskı oluşturmuştur. Ancak 2025'in üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde talepte toparlanma görülmüş, rakiplerin zayıflamasıyla birlikte pazar payı kazanımı marj görünümünü desteklemiştir.
- Şirket beklentilerine göre, 2026 yılında yaklaşık 28 milyar TL ciroya ulaşılması ve operasyonel toparlanma ile birlikte FAVÖK marjında 0,5–1,0 puan iyileşme görülmesi beklenmektedir. Bu kapsamda FAVÖK marjının %10,5–11,0 bandında oluşması öngörülmektedir.
- Şirket son 12 aylık çarpanlara göre 4.9 FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Gıda Perakende, Giyim, Mobilya, Savunma Sanayii, Yemek&İkram Hizmetleri	ali.akkoyunlu@gedik.com
Serkan Gonençler	Baş Ekonomist	Makro Ekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Umut Öztürk	Müdür	Petrol Ürünleri, Enerji, Kimyevi Maddeler, İnşaat Taahhüt, Otomotiv Yan Sanayi.	umut.ozturk@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Demir-Çelik, Otomotiv, Holdingler, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Burak Pırlanta	Uzman	Makro Ekonomi, Sabit Getirili Menkul Kıymetler	burak.pirlanta@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Çimento, Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com
Berk Berensel	Uzman Yardımcısı	Cam, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Madencilik, Sağlık, GMYO	berk.berensel@gedik.com
Bora Kaya	Uzman Yardımcısı	Makro Ekonomi, Veri Yönetimi	bora.kaya@gedik.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



www.gedik.com

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://twitter.com/gedikyatirim)

A night cityscape, likely Istanbul, with the Golden Horn and the Bosphorus Bridge visible. The image is overlaid with a complex digital network of glowing blue and purple lines and dots, suggesting a global or digital theme. The text 'Gedik Yatırım' is written in white in the bottom left corner.

Gedik Yatırım