

2026 Strateji Raporu

Ocak 2026

Belirsizlikler Devam Edecek

Borsa İstanbul: Belirsizlikler devam edecek

Küresel görünüm: Küresel büyümenin, gevşeme döngüsü sürecinde sınırlı kalması beklenirken, piyasaların jeopolitik risklere karşı görece dayanıklı kalabileceğini düşünüyoruz. Büyük ekonomiler, ciddi bir durgunluk yaşamadan enflasyonu düşürmeyi başardı. Parasal gevşemenin gelişmiş ülkelerde sınırlı büyümeyi desteklemesi beklenirken, ABD'nin yeni politika çerçevesi küresel ticaret üzerinde baskı yaratabilir. Ekonomik politikalar ve jeopolitik gelişmelerin 2026 yılında piyasa oynaklığını yüksek tutması olasıdır. Zayıf dolar ve zayıf enerji fiyatlarının Türkiye'de enflasyon ve cari açığı desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

Türkiye: Faiz indirimleri ve dezenflasyon süreci temel belirleyici olmaya devam edecektir. Türkiye'nin enflasyonla mücadelede hâlâ kat etmesi gereken önemli bir mesafe bulunmaktadır ve politika setinde belirgin bir gevşeme beklemiyoruz. Sıkı para politikasına rağmen 2025'te dirençli kalan iç talep kaynaklı büyümenin, 2026'da güçlenmesi beklenmektedir. Döviz kurunun enflasyonun altında bir hızda değer kaybederek kontrollü seyretmesi olasıdır. Küresel ve yerel faiz indirimleri finansman koşullarını desteklerken, yatırımlarda kademeli bir toparlanma görülebilir. Jeopolitik ve iç siyasi riskler önemli olmaya devam edecektir. Öte yandan, seçim öncesi genişleyici politikaların 2026'nın son çeyreğinden önce devreye girmesini beklemiyoruz.

Kârlılık görünümü: Yüksek enflasyon ve faizlerin olumsuz etkisinin kademeli olarak azalmasını bekliyoruz. Finans dışı şirketlerin operasyonel performansı 2025'te zayıf kalırken, gelir ve FAVÖK'te düşük tek haneli reel büyüme görülmüş; BIST100 finans dışı şirketlerin toplam net kârı yüksek finansman giderleri nedeniyle 9A25'te %26 daralmıştır. Enflasyon ve faizlerdeki gerileme ile birlikte, 2026'da operasyonel performans ve kârlılıkta sınırlı bir toparlanma beklenmektedir. Bankacılık sektöründe 2Y25'te başlayan toparlanmanın 2026 boyunca devam etmesi, marj iyileşmesiyle birlikte özkaynak kârlılıklarının yeniden enflasyonun üzerine çıkması öngörülmektedir.

Değerleme: Reel faizlerdeki kademeli gerilemenin 2026 yılında hisse senetlerini desteklemesini bekliyoruz. Kârlılık toparlanması ve daha düşük risksiz getiri ortamı ile birlikte hisse senetlerinin cazibesi artacaktır. BIST100 endeksi, MSCI GOÜ endeksinin 2025'te %27 ve son üç yılda %37 gerisinde kalmış olup, Mayıs 2013'te görülen 506 seviyesindeki dolar bazlı zirvesinin %41 altında işlem görmektedir.

BIST100 için 12 aylık hedef 15.000

BIST100 için 12 aylık hedefimiz 15.000. Bu seviye, mevcut seviyelere göre %18, 2025 yıl sonuna göre ise %33 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Konsensüse kıyasla daha temkinli duruşumuzu sürdürüyoruz. Hedefimiz, 15.000-17.000 aralığındaki piyasa beklentilerinin alt bandında kalmaktadır. Para piyasası fonlarının 2026 yılında da reel getiri sunmaya devam etmesini ve jeopolitik ile siyasi risklerin muhafazakâr portföy dağılımlarını desteklemesini bekliyoruz.

Kapsama alanımızda seçici olarak enflasyonun üzerinde getiri potansiyeli görsek de, yapısal zorluklar devam etmektedir. Yerli yatırımcıların marjlı işlemlerde yüksek faiz yükü ve görece güçlü TL nedeniyle sınırlı kalan yabancı yatırımcı ilgisi hisse piyasasını baskılamaktadır. Yakın vadede yeni sermaye girişleri olmadan, hisse senetlerinin sabit getirili enstrümanların üzerinde performans göstermesini zor görüyoruz. Makroekonomik görünümde beklenenden hızlı bir iyileşme güçlü bir katalizör olabilir; ancak anlamlı bir rallinin yakın gelecekte gerçekleşmesini beklemiyoruz.

Sektör görünümü: Bankacılık sektörünün 2026 yılında piyasa toparlanmasına öncülük etmesini bekliyoruz. Bankacılık ağırlığı yüksek büyük holdinglerin de olumlu ayrışması olasıdır. 2025'te zayıf performans gösteren bazı büyük ölçekli hisselerde, ekonomik aktivitedeki kademeli toparlanma ile birlikte toparlanma görülebilir. Faiz indirimleri gayrimenkul ve inşaat sektörlerini desteklerken, savunma sektörünün güçlü seyrini korumasını bekliyoruz.

En beğendiğimiz hisseler:

Bankalar: AKBNK, GARAN

Banka dışı: BIMAS, KCHOL, MGROS, PGSUS, SAHOL, THYAO

Küresel görünüm - Tarifeler, jeopolitik riskler ve yapay zekâ

Dirençli büyüme, ancak belirsizlikler sürüyor: Tüm olumsuzluklara rağmen küresel büyüme 2025'te dirençli seyretti ve 2026'da sınırlı bir yavaşlama ile benzer seviyelerde kalması bekleniyor. Euro Bölgesi büyümesinin, Almanya öncülüğünde ılımlı şekilde toparlanması öngörülmektedir. Tarifeler nedeniyle, 2025'te öne çekilen ticaretin ardından küresel ticaretin yavaşlaması beklenmektedir.

Dezenflasyon ve faizler: Dezenflasyon sürecinin devam etmesiyle birlikte ilave faiz indirimleri için alan oluşmaktadır. FED'in 2026'da 2-3 faiz indirimi yaparak politika faizini %3,0-3,25 aralığına çekmesi beklenirken, ECB'nin faizi %2 seviyesinde sabit tutması öngörülmektedir; ancak enflasyonun hedefin altında kalması durumunda faiz indirimi ihtimali göz ardı edilmemelidir.

Kurlar: Büyümenin toparlanması ve ECB'nin bekle-gör duruşu ile birlikte euronun dolar karşısında güçlü kalması beklenmektedir.

Petrol fiyatları: IEA, artan arz nedeniyle 2026'da petrol fiyatlarının 60 ABD dolarının altına gerilemesini beklemektedir. 60 dolar seviyeleri, 2025'e kıyasla belirgin bir değişime işaret etmemektedir. Venezuela ve İran kaynaklı gelişmeler fiyatları yukarı çekmiş olsa da, Rusya-Ukrayna barışı ve ilave arz ihtimali yılın ilerleyen dönemlerinde fiyatları aşağı çekebilir.

Gelişen piyasalar: GOÜ ve gelişmiş ülke hisseleri arasındaki değerlendirme farkı açılmıştır. Enflasyondaki düşüş ve zayıf dolar, 2026'da GOÜ destekleyebilir.

Jeopolitik riskler: Rusya-Ukrayna, Gazze, Suriye, Çin-ABD ilişkileri ve tarifelerin gecikmeli etkileri 2025'ten devreden risklerdir. Venezuela ve İran ise yeni ve göz ardı edilemeyecek risk başlıklarıdır.

Yapay zekâ ve teknoloji: Güçlü rallinin ardından, yüksek değerlemeler nedeniyle teknoloji hisseleri 4Ç25'te geri çekilmiştir. Yüksek yatırım harcaması/satış oranları, 2026'da yapay zekâ hisselerinde seçici olunmasını gerektirmektedir. Buna karşın, yapay zekâ şirket stratejilerini ve rekabet ortamını şekillendirmeye devam edecektir.

Tarifeler: 2025'te ilk şok atlatılmış olsa da, tarifelerin 2026'da piyasa oynaklığını artırması beklenmektedir. AB'nin "Made in Europe" politikası, özellikle otomotiv ihracatını olumsuz etkileyebilir. CBAM; demir-çelik, alüminyum, çimento, gübre, hidrojen ve elektrik sektörlerini etkileyecektir.

Yeni FED Başkanı: FED başkanı değişikliği, yeni başkanın mesajları ve ilk politika adımları piyasalarda oynaklığı artırabilir.

Yerel dinamikler

Dezenflasyon süreci devam ediyor: Enflasyonun düşüşünü sürdürerek yıl sonunda orta 20'li seviyelerde tamamlamasını bekliyoruz. Sıkı para politikası, istikrarlı kur ve görece dengeli enerji fiyatları, enflasyonun 60'lı seviyelerden 40'lı seviyelere gerilemesinde etkili olmuştur. Buna karşın, hanehalkı ve reel sektörün enflasyon beklentileri yüksek seyretmektedir. Beklentilerin TCMB hedefleriyle uyumlanması zaman alacak olup, mali disiplin ve yapısal reformlar tek haneli enflasyon hedefi açısından kritik önemdedir.

Reel faizler cazip kalmaya devam edecek: 2026'da toplam 900 baz puanlık kademeli bir faiz indirimi öngörüyoruz; ancak kredi büyümesine yönelik sınırlamaların büyük ölçüde korunmasını bekliyoruz. Politika faizinin 2026 yıl sonunda %29, TÜFE'nin ise %24 seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz.

2025'te güçlü kalan iç talebin, 2026'da da kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz. Aralık 2024'ten 2026 yıl sonuna kadar gerçekleşmesi beklenen 18,5 puanlık toplam faiz indirimi talebi destekleyecektir; ancak kredi kısıtları nedeniyle toparlanmanın sınırlı kalması muhtemeldir.

Dış pazarlar: Almanya başta olmak üzere ana ihracat pazarlarında toparlanma ve güçlü euro dış talep açısından olumlu. Bununla birlikte, CBAM, AB'nin "Made in Europe" politikası ve küresel ticaret savaşları risk oluşturmaya devam etmektedir.

Rezervler ve risk primi: Yeterli rezerv seviyesi, istikrarlı kur ve Türkiye'nin 5 yıllık CDS primindeki belirgin iyileşme, dış finansmana erişimi kolaylaştırmaktadır. Küresel faizlerin gerilemesiyle birlikte bu olumlu görünümün 2026'da da sürmesini bekliyoruz.

Riskler: Jeopolitik ve iç siyasi belirsizlikler temel risk unsuru olmaya devam etmektedir. 2026'ya yüksek jeopolitik gerilimle girilmiştir ve bu durum piyasada oynaklık yaratabilir. CAATSA ve F-35 sürecinde ilerleme sağlanması veya komşu ülkelerle ilişkilerde normalleşme, yıl için olumlu katalizörler olacaktır.

Kâr görünümü: Yüksek enflasyon ve faizlerin etkisi kademeli olarak azalıyor

2025'te zayıf kârlılık: Zayıf operasyonel performans ve yüksek finansman giderleri 2025'te kârlılığı baskıladı. Sıkı para politikası ve ithal rekabeti, özellikle otomotiv gibi faiz hassasiyeti yüksek sektörlerde ciro büyümesini sınırladı.

Enflasyon muhasebesinin etkisi azalacak: TFRS 29 uygulaması 2026'da da devam edecek olsa da, enflasyondaki düşüş finansallar üzerindeki etkisini kademeli olarak azaltacaktır. Vergi hesaplarında enflasyon düzeltmesinin sona ermesi, 2025 yıl sonu itibarıyla efektif vergi oranlarını artıracaktır.

Düşük bazdan kademeli toparlanma: BIST100 finans dışı şirketlerde 9A25'te ciro ve FAVÖK artışı düşük tek hanelerde kalırken, net kâr %26 daraldı. Perakende, teknoloji, telekom, savunma ve inşaat sektörleri görece güçlü performans sergilerken; otomotiv, dayanıklı tüketim, demir-çelik ve metal sektörleri zayıf kaldı. Yüksek finansman giderleri nedeniyle 2025'te kârlılıktaki daralma derinleşti.

Görünüm: Bankalarda 2025'te %37 ve 2026'da %35 net kâr artışı bekliyoruz. Kapsamımızdaki finans dışı şirketlerde 2025'te %17 kâr daralması öngörüyoruz. Düşük baz etkisiyle 2026'da, %14 FAVÖK büyümesi ve azalan finansman giderlerinin desteğiyle %28 kâr artışı beklenmektedir. Holdingler 2026'da net kâr artışıyla öne çıkacaktır.

Model Portföy

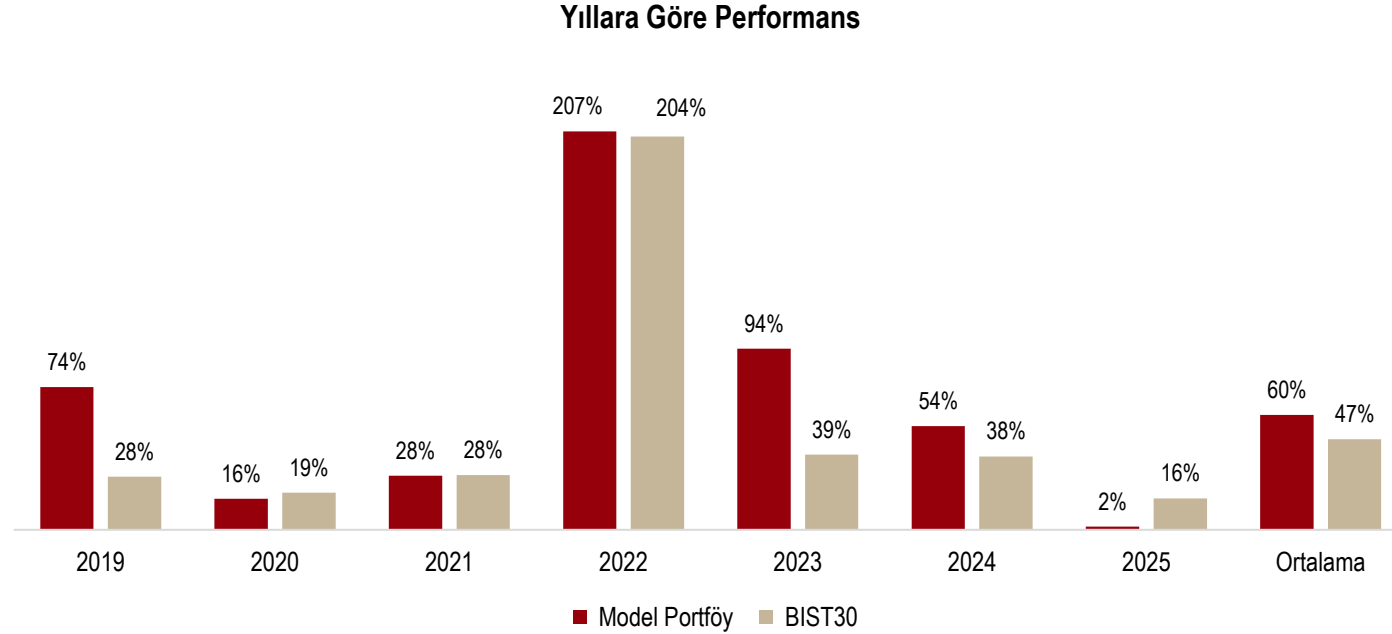
Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat TL	Hedef TL	Yukarı Potans.	PD US\$mn	Hacim US\$mn	F/K 2024	2025T	Sektöre özgü çarpan 2024	2025T	Görece Perf. 1-ay	3-ay
En Çok Beğenilen Hisseler													
AKBNK	Akbank	AL	77.8	108.0	39%	9,359	166	7.1	4.7	1.4	1.1	-2%	10%
GARAN	Garanti	AL	148.5	207.0	39%	14,429	108	5.7	5.0	1.4	1.2	-7%	-4%
BIMAS	BİM	AL	626.0	840.0	34%	8,689	92	17.8	15.5	8.3	7.7	0%	-7%
KCHOL	Koç Holding	AL	195.3	280.0	43%	11,458	129	A/D	15.4	-	-	0%	-3%
MGROS	Migros	AL	625.0	830.0	33%	2,618	35	14.5	13.3	3.5	3.2	2%	16%
PGSUS	Pegasus	AL	202.8	285.0	41%	2,346	87	6.2	5.7	6.0	5.5	-13%	-17%
SAHOL	Sabancı Holding	AL	95.5	150.0	57%	4,641	70	A/D	36.5	-	-	-1%	0%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	299.0	400.0	34%	9,546	245	5.0	4.2	3.3	3.3	-3%	-14%

* Bankalar için PD/DD, diğerleri için FD/VAFÖK; 22 Ocak 2026 kapanış fiyatları ile

Model portföy performansı

Bu raporda, **model portföyümüzden Coca-Cola İçecek'i çıkarıyoruz.**

Ocak 2019'dan bu yana, **model portföyümüz %60 yıllık mutlak getiri sağladı** ve temettüler dahil sırasıyla %47 ve %50 artış gösteren BIST30 ve BIST100 toplam getiri endekslerini geride bıraktı.



Akbank

Akbank için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 108 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %39 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Pazar payı artışı için güçlü zemin. Akbank'ın güçlü sermaye yapısı ve görece düşük kredi/mevduat oranı, orta vadede pazar payı kazanımı için sağlam bir zemin sunmaktadır. 2026 yılında TL kredi büyümesinin %34 (sektör: %30), YP kredi büyümesinin ise dolar bazında %14 (sektör: %10) olmasını öngörüyoruz.

Toplam faiz getiren varlıklar içinde en yüksek TL faizli fonlama payı. Akbank, benzerleri arasında toplam faiz getiren varlıklar içinde en yüksek TL faizli fonlama payına sahiptir. Bankanın TL vadesiz mevduat payı görece düşük olmakla birlikte, aktif tarafında TL krediler ve TL menkul kıymetlerin payı benzer bankaların ortalamasının üzerindedir. Ayrıca kredi ve menkul kıymetlerin vadesi de görece daha uzundur. Bu yapı sayesinde Akbank'ın faiz indirim döngüsünden en fazla fayda sağlayan bankalardan biri olmasını bekliyoruz.

2025'teki güçlü ücret artışının ardından normalleşme. Azalan faizler ve son düzenlemeler nedeniyle ücret ve komisyon gelirlerinin kredi büyümesinin bir miktar altında artmasını bekliyoruz. Buna karşın, geriye dönük fiyat ayarlamalarının etkisiyle operasyonel gider artışının ücret gelirlerindeki artışı aşması olasıdır.

Tahsilatlardaki normalleşme ile net risk maliyeti yüksek seyrini koruyacak. Perakende ve KOBİ segmentlerinde artan takipteki alacak girişleriyle birlikte, son yıllarda gözlenen güçlü tahsilat performansının, özellikle eski takipteki kredi portföyünden sağlanan geri kazanımların yavaşlamasıyla normalleşmesini bekliyoruz. 2026 yılında net risk maliyetinin yatay seyretmesini öngörüyoruz.

Net kâr ve öz sermaye karlılığı artışında ana faktör kredi-mevduat makası iyileşmesi olacak. TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirilerindeki düşüş ve artan karşılık giderleri; kredi-mevduat makasındaki iyileşme ve repo fonlama maliyetlerindeki gerileme ile fazlasıyla telafi edilecektir. Akbank için 2026 yılında %51 net kâr büyümesi ve %26 öz sermaye karlılığı öngörüyoruz.

Değerleme. Akbank hisseleri 2025 yılında yalnızca %10 yükselerek BIST100 ve bankacılık endeksinin gerisinde kalmış, ancak 2026 yılına benzerlerine kıyasla görece güçlü bir performansla başlamıştır. 2026 tahminlerimize göre Akbank hisseleri 4,7x F/K ve 1,10x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmekte olup, benzerlerine göre 6% primlidir.

Garanti

Garanti için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 207 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %39 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Ana faaliyetlerden gelir üretiminde kanıtlanmış başarı. Garanti'nin aktif kompozisyonu ve fonlama yapısı, özellikle zorlu piyasa koşullarının hâkim olduğu son yıllarda bankanın benzerlerinden belirgin şekilde ayrışmasını sağladı. Aktif içinde yüksek kredi payı, güçlü ve istikrarlı mevduat tabanı ve aktif-pasif tarafında zamanında yapılan fiyatlamaya sayesinde Garanti, benzerlerine göre daha iyi NFM ve ortalamanın iki katı öz sermaye karlılığı üretmeyi başardı.

NFM ve öz sermaye karlılığında görece üstünlük sürecektir, ancak fark daralacak. 2025 yılında oluşan yüksek baz nedeniyle, Garanti için NFM artışının benzerlerine kıyasla daha sınırlı olmasını bekliyoruz. Bankanın toplam faiz getiren varlıklar içindeki TÜFE'ye endeksli menkul kıymet payının yalnızca %5 olması, bu kalemtedeki getirilerin düşüşünden kaynaklanabilecek olumsuz etkinin sınırlı kalmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, mevduat piyasasındaki rekabet seviyesi 2026 yılı için kredi-mevduat makası ve NFM gelişiminin ana belirleyicisi olacaktır. 2026 yılında Garanti için 25 baz puanlık NFM artışı öngörüyoruz. Artış benzerlerinin altında kalsa da, mutlak NFM seviyesinin sektörde en yüksek seviyede kalmasını bekliyoruz.

Muhafazakâr karşılık politikası, tahsilatlardaki normalleşme net risk maliyetini artırabilir. Son yıllarda güçlü seyreden tahsilat performansının 2026'da normalleşmesini, KOBİ segmentinde artan girişlerin karşılık giderlerini yukarı çekmesini, net risk maliyetinin 230 baz puana yükselmesini bekliyoruz.

Ücret geliri/operasyonel gider oranında normalleşme. Garanti'nin teknoloji yatırımları ve müşteri kazanımına yönelik harcamaları, 2025 yılında operasyonel gider artışının benzerlerinin üzerine çıkmasına neden olmuş ve ücret geliri/operasyonel gider oranı %97 seviyesinden 2025'te %85'e gerilemiştir. 2026'da, görece yüksek seyretmesi beklenen operasyonel gider artışı ve azalan faiz ortamında ücret gelirlerindeki daha sınırlı büyüme nedeniyle ücret/gider oranında ilave bir normalleşme öngörüyoruz.

Kapsamımızdaki ikinci en yüksek sermaye yeterlilik oranı. Garanti'nin 9A25 itibarıyla %20 SYR ve %16 çekirdek sermaye oranları, kapsamımızdaki bankalar arasında ikinci en yüksek seviyelerdedir. Güçlü sermaye yapısı, parasal gevşeme döngüsünde aktif-pasif yönetiminde esneklik sağlayacaktır.

Değerleme. Garanti hisseleri 2025 yılında %20 yükselerek hem bankacılık endeksini hem de BIST100'ü geride bırakmıştır. 2026 tahminlerimize göre hisse 5,0x F/K ve 1,17x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmekte olup, benzerlerine göre %13 primli işlem görmektedir.

Halkbank

Halkbank için NÖTR görüşümüzü koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 50 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %15 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Faiz indirimlerinden en fazla fayda sağlayacak bankalardan biri. 3Ç25 itibarıyla para piyasası fonlaması ve TL vadeli mevduatlar, Halkbank'ın toplam faiz getiren varlıklarının %47'sini oluşturmaktadır. Bu oran, kapsamımızdaki bankalar arasında en yüksek seviyededir. Dolayısıyla, fonlama maliyetlerindeki düşüşün bankanın toplam fonlama maliyetine belirgin bir olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.

Toplam aktifler içinde kredilerin payı görece düşük. 3Ç25 itibarıyla krediler toplam aktiflerin %45'ini, TL krediler ise %32'sini oluşturmaktadır. Bu oranlar kapsamımızdaki bankalar arasında en düşük seviyelerdedir. Buna karşılık, TL menkul kıymetlerin toplam aktifler içindeki %20'lik payı en yüksek seviyededir. 2026 yılında kredi büyümesinde belirgin bir ivmelenme öngörmüyoruz.

Yüksek TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü. Halkbank, gerek mutlak tutar gerekse toplam faiz getiren varlıklar içindeki pay açısından (%12) en büyük TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyüne sahiptir. TÜFE'ye endeksli gelirlerin net faiz gelirine ve toplam kârlılığa katkısı 2025 yılında devam etmekle birlikte, 2024'e göre azalmıştır. Enflasyondaki yavaşlamanın sürmesiyle birlikte, TÜFEX katkısının 2026 yılında daha da azalmasını bekliyoruz.

Marj ve NFM görünümü. 2026 yılında Halkbank için 70 baz puanlık bir NFM artışı öngörüyoruz. Bununla birlikte, swap-düzeltilmiş NFM'nin özel bankaların ve Vakıfbank'ın gerisinde kalmasını bekliyoruz.

Dava ile ilgili olumlu beklentiler önemli bir katalizör olmaya devam ediyor. ABD'deki davanın bir uzlaşma ile sonuçlanma ihtimali bulunmakta olup, bu konuya ilişkin haber akışı hisse için önemli bir katalizör olmaya devam etmektedir. Ancak Halkbank hisseleri son bir yılda %135 yükselmiş olup, uzlaşmaya dayalı bir çözümün yakın olabileceği yönündeki beklentilerin büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz.

Değerleme. Halkbank, 2025 yılında %135 getiri ile kapsamımızdaki bankalar arasında en iyi performansı sergilemiş ve 2026 yılına güçlü bir başlangıç yapmıştır. 2026 tahminlerimize göre hisse 8,6x F/K ve 1,44x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

İş Bankası

İş Bankası için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 20 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %36 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2025 yılında NFM toparlanması beklentilerin altında kaldı. İş Bankası, 2024 yılında yapılan düzenleyici değişikliklerden en olumsuz etkilenen bankalar arasında yer aldı. Sınırlı bir toparlanmaya rağmen, 2025 yılı da zayıf NFM performansının devam ettiği bir yıl oldu.

TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerde daha yumuşak geçiş NFM toparlanmasını destekleyecek. TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin değerlendirme metodolojisindeki değişiklik, 1Ç26'dan itibaren ve 2026 yılı boyunca TÜFE gelirlerinin daha dengeli bir seyir izlemesini sağlayacaktır. Faiz oranlarındaki oynaklık nedeniyle 2025 yılı NFM'si, başlangıçtaki %3,3 beklentisinin altında kalmıştır. Yaklaşık %5 seviyesindeki 2025 yılı kapanış NFM'si dikkate alındığında, 2025 yılı NFM'sinin bankanın %2,5 seviyesindeki yıllık öngörüsüne yakın gerçekleşmesini bekliyoruz. 2Ç26'da zirve yapmasını öngördüğümüz NFM'nin, 2026 yılı genelinde yaklaşık %3,3 seviyesine ulaşarak 100 baz puanlık bir artış göstermesini bekliyoruz.

Ücret geliri/operasyonel gider oranında ilave iyileşme alanı bulunuyor. İş Bankası'nın ücret gelirlerinin faiz oranlarına duyarlılığı görece düşük olup, bu alanda ilave iyileşme potansiyeli bulunduğunu düşünüyoruz. 2025 yılında güçlü mali disiplin sayesinde operasyonel gider artışı sektör ortalamasının altında kalmıştır; bu eğilimin 2026 yılında da sürmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, sektör geneline yönelik beklentilerin aksine, İş Bankası'nın ücret/gider oranında ilave bir iyileşme alanı görüyoruz.

2026 yılında net risk maliyetinin yatay seyretmesini bekliyoruz. Takipteki alacak girişlerinin sektörle paralel şekilde artması, tahsilatlarda ise normalleşme bekliyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında net risk maliyetinin yaklaşık 290 baz puan seviyesinde yatay kalmasını öngörüyoruz.

Öz sermaye karlılığı, güçlü kâr artışı ile benzerlerine yaklaşacak. Net faiz gelirlerindeki iyileşme ve ücret geliri/operasyonel gider dinamiklerindeki olumlu görünüm, 2026 yılında ortalamanın üzerinde kâr artışını destekleyecek ve öz sermaye kârlılığının 2025'teki yaklaşık %18 seviyesinden 2026'da %26'ya yükselmesini sağlayacaktır.

Değerleme. İş bankası hisseleri 2025 yılında ve 2026 yılının ilk döneminde hem bankacılık endeksinin hem de BIST100'ün gerisinde kalmıştır. 2026 tahminlerimize göre hisse 3,7x F/K ve 0,89x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

TSKB

TSKB için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 19 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %46 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Kredi büyümesinin korunmasını bekliyoruz. TSKB'nin kredi portföyü ağırlıklı olarak uluslararası kuruluşlar tarafından fonlanan yatırım kredilerinden oluşmakta olup, TCMB'nin kredi büyüme sınırlamalarından muaftır. Banka'nın 2025 yılında %12 kredi büyümesi gerçekleştirmesini, 2026 yılında da benzer bir büyüme temposunun korunmasını bekliyoruz. Mevcut kredi portföyünün ve yeni kullandırmaların büyük bir bölümü sürdürülebilirlik temalı projelerden oluşmakta olup, bu alanda TSKB güçlü bir konuma ve geniş fonlama kaynaklarına sahiptir.

2025'teki güçlü performansın ardından NFM normalleşebilir. TSKB, 2024 ve 2025 yıllarında son derece güçlü NFM performansı sergileyerek bankanın öngörüsünün üzerine çıktı. 2025 yılı NFM'sinin %5,7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026 yılında ise yatırım kredilerinde artan rekabetin çekirdek marjlar üzerinde bir miktar baskı yaratması ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirilerindeki düşüşün devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, 2026 yılında NFM'sinde 80 baz puanlık bir daralma öngörüyor ve diğer bankalarla olan marj farkının azalmasını bekliyoruz.

Ücret gelirleri destekleyici olmaya devam edecek. 2025 yılında danışmanlık faaliyetleri güçlü seyrederken, halka arz piyasası oldukça zayıf kalmıştır. 2026 yılında halka arz faaliyetlerinde bir canlanma bekliyor ve bunun TSKB'nin ücret gelirlerinde daha güçlü bir artışı destekleyeceğini öngörüyoruz.

Negatif net risk maliyeti dönemi sona eriyor. Bankanın perakende ve mikro segmentlerde pozisyonunun bulunmaması, 2024-25 döneminde güçlü aktif kalitesini desteklemiş; takibe intikallerin sınırlı kalması ve negatif net risk maliyetiyle sonuçlanmıştır. Ancak 4Ç25'te büyük ölçekli bir yeniden yapılandırmanın, net risk maliyetini 2025 yıl sonu itibarıyla pozitif çevirmesi beklenmektedir. Aktif kalitesinde belirgin bir bozulma öngörmemekle birlikte, 2026 yılında net risk maliyetinde sınırlı bir artış bekliyoruz.

Değerleme. Güçlü finansal performansına rağmen TSKB hisseleri 2025 yılında hem bankacılık endeksinin hem de BIST100'ün gerisinde kalmıştır. Buna karşın, hisse 2026 yılına bankacılık endeksine kıyasla sınırlı bir pozitif ayrışma ile başlamıştır. 2026 tahminlerimize göre hisse 3,0x F/K ve 0,67x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Vakıfbank

Vakıfbank için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 45 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %33 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

NFM: 4Ç25 en güçlü çeyrek olacak. Çekirdek marjda iyileşme beklenirken, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyündeki yıl sonu TÜFE düzeltmesinin 4Ç25'te oldukça güçlü bir NFM yaratması ve bunun da rekor seviyede çeyreksel öz sermaye karlılığı ile sonuçlanması beklenmektedir. Vakıfbank, sektörün en yüksek TÜFE'ye endeksli portföylerinden birine sahiptir. Başlangıç TÜFE varsayımının muhafazakâr olması durumunda, 1Ç26'da NFM'de belirgin bir çeyreksel düşüş görülmesi, ardından ise kademeli bir toparlanma yaşanması beklenmektedir. 2026 yılında 100 baz puanlık NFM artışı öngörüyoruz.

Para piyasası fonlama maliyetleri daha hızlı gerileyecek. Vakıfbank'ın repo fonlamasının toplam içindeki payı, araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en yüksek seviyelerden biridir ve repo fonlaması maliyetinin TL mevduata kıyasla daha hızlı gerilemesi beklenmektedir. Ayrıca, Vakıfbank'ın vadeli TL mevduatlarının toplam içindeki payı, özel banka ortalamasının üzerindedir. Bu durum, faiz indirim döngüsünde fonlama maliyetlerini destekleyici olacaktır.

Ücret geliri/operasyonel gider dinamikleri. 2025 yılında ücret gelirleri güçlü bir artış sergilemiş olsa da, faaliyet giderlerindeki artış da benzer şekilde benzer banka ortalamasının üzerinde gerçekleşmiş ve %60 ücret geliri/operasyonel gider oranı oluşmuştur. 2026 yılında faizlerin gerilemesiyle ücret gelirlerindeki artış hızının yavaşlaması ve operasyonel giderlerde artış yönündeki baskının devam etmesi, ücret gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranında düşüşe yol açabilir.

Aktif kalitesi. Vakıfbank'ın aktif kalitesinde 2026 yılında sınırlı bir iyileşme bekliyoruz. 2026 için net risk maliyetini 120 baz puan, takipteki kredi oranını ise %3,5 olarak öngörüyoruz (2025: 150 baz puan, %3,0).

Değerleme. Vakıfbank hisseleri, 2025 yılında %32 getiri ile kapsama alanımızdaki en iyi ikinci banka hissesi olmuştur. 2026 tahminlerimize göre hisse 4,1x F/K ve 0,95x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Yapı Kredi

Yapı Kredi için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 48 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %27 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Ortalamanın üzerinde NFM artışı. Kapsama alanımızdaki özel bankalar arasında Yapı Kredi, toplam faiz getirili aktifler içinde en yüksek para piyasası fonlaması payına sahipken, TL vadeli mevduatın payı 3Ç25 itibarıyla en düşük seviyededir. TL vadeli mevduatların görece kısa vadesi ve para piyasası fonlamasının daha hızlı yeniden fiyatlanması, TL kredi-mevduat makasındaki iyileşmenin daha hızlı gerçekleşmesini destekleyecektir. Öte yandan, TCMB'nin kredi kartı faiz oranlarında yaptığı aşağı yönlü revizyonun, kredi kartlarının toplam kredi portföyü içindeki payı en yüksek banka olması nedeniyle Yapı Kredi'yi görece daha fazla etkilemesi beklenebilir. 2026 yılı NFM'sinin %4,5 seviyesine ulaşmasını ve 135 baz puanlık bir artış kaydetmesini öngörüyoruz.

Aktif kalitesi. KOBİ segmentinde takibe intikallerin bir miktar hızlanmasıyla birlikte, 2025 yılı net risk maliyetinin banka öngörüsünün bir miktar üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 2026 yılında ise net risk maliyetinde sınırlı bir artış öngörüyoruz.

Güçlü net kâr artışı ve öz sermaye karlılığı. 2025 yılındaki yüksek bazın ardından, ücret gelirlerindeki daha yavaş büyüme ve TÜFE'nin üzerinde seyreden faaliyet giderleri, ücret geliri/operasyonel giderler oranında düşüşe yol açabilir. Brüt karşılıklarda sert bir artış beklememekle birlikte, tahsilatlardaki yavaşlama net risk maliyetinde sınırlı bir genişlemeye neden olabilir. 2026 yılında %50 net kâr artışı ve %25 öz sermaye karlılığı öngörüyoruz (2025T: %21 öz sermaye karlılığı).

Değerleme. Yapı Kredi hisseleri, 2025 yılında %18 yükselerek hem bankacılık endeksinin hem de BIST100'ün üzerinde performans göstermiştir. 2026 tahminlerimize göre hisse 4,7x F/K ve 1,04x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Anadolu Efes

Anadolu Efes için NÖTR görüşümüz bulunuyor. 12 aylık hedef fiyatımızı 21 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %19 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Türkiye Bira segmentinde sınırlı hacim artışı bekleniyor. Rusya bira operasyonlarının finansallardan çıkarılmasının ardından, Türkiye Bira'nın toplam bira hacimleri içindeki payı %16'dan %48'e yükselmiştir. Türkiye'de hacimler son üç yıldır 6,2-6,3 mhl seviyelerinde yatay seyretmektedir. Yeni ürün lansmanları ve satın alınabilirliği ön planda tutan fiyatlama stratejisinin hacimleri desteklemesini bekliyoruz. Bununla birlikte, genç nesiller arasında bira tüketiminin azalması ve zayıf satın alma gücü temel zorluklar olmaya devam etmektedir. Türkiye için %1,0 hacim artışı öngörüyoruz; bu artışın güçlü bir turizm sezonu ve Türkiye'nin FIFA Dünya Kupası'na katılım ihtimaliyle desteklenebileceğini düşünüyoruz.

Uluslararası Bira hacim beklentisi yatay. Yönetim, uluslararası bira operasyonlarında yıllık bazda yatay hacim öngörmektedir. Bu görünüm; 2025 yılında Kazakistan'da fiçı iş kolunun genişlemesiyle sağlanan sınırlı büyüme, Gürcistan'da ihracat faaliyetlerinin yeniden yapılandırılması nedeniyle zayıf hacimler ve Moldova'da yoğun rekabet ortamına rağmen kaydedilen küçük artışı yansıtmaktadır.

Bilanço zayıfladı. Şirket, 2025 finansallarını Rusya hariç pro forma bazda raporlamaktadır ve bu durum bilançoda belirgin bir bozulmaya yol açmıştır. 9A24 itibarıyla Bira Grubu FAVÖK'ünün 0,3 katı net nakit pozisyonundayken, bu rakam pro forma bazda FAVÖK'ün 3,7 katı net borca dönmüştür. 9A25 itibarıyla Bira Grubu net borcu 3,9x FAVÖK, Anadolu Efes'in konsolide net borcu ise 1,5x FAVÖK seviyesindedir.

Değerleme. Son altı ayda Anadolu Efes hisseleri %15 yükselerek, BIST100 endeksinin %5 altında performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre hisse hâlihazırda 7,9x F/K ve 7,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan TL 21 seviyesinde ise bu çarpanların 9,4x F/K ve 7,8x FD/FAVÖK seviyelerine yükselmesini bekliyoruz.

Temel riskler. Tahminlerimize yönelik başlıca riskler; uluslararası pazarlarda artan rekabet, Türkiye'de olası ÖTV artışları ve faaliyet gösterilen bölgelerde süregelen ekonomik zayıflıktır. CarrefourSA'nın olası satışı (son dönemde basında yer alan iddialar Sabancı Holding tarafından yalanlanmıştır), alıcının alkol satışı yapmayan bir perakendeci olması durumunda, yurtiçi satışlar açısından aşağı yönlü risk oluşturabilir. Rusya kaynaklı gelişmeler ise yukarı yönlü bir opsiyon sunabilir; ancak yakın vadede olumlu bir çözüm beklemiyoruz.

Arçelik

Arçelik için NÖTR görüşümüzü koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 140 TL olup, bu seviye %25 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Yurtiçi pazarın 2026'nın ikinci yarısında toparlanması bekleniyor. Faiz oranlarında düşüş eğilimi sürmesine rağmen, dayanıklı tüketim mallarına yönelik talebi anlamlı ölçüde desteklemek için faizlerin hâlen yüksek olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, faiz indirimlerinin hızlanması durumunda yılın ikinci yarısında daha olumlu bir görünüm oluşabilir. Türkiye'nin katılmasının muhtemel olduğu FIFA Dünya Kupası da özellikle televizyon satışlarını destekleyebilir. Türkiye, konsolide gelirlerin yaklaşık üçte birini oluşturarak Arçelik için kilit bir pazar olmaya devam etmektedir.

Avrupa'da kademeli toparlanmanın 2026'da sürmesi bekleniyor. Arçelik, Batı ve Doğu Avrupa'nın her ikisinde de lider pazar konumuna sahip olmakla birlikte, şirket son dönemde genel pazar performansının gerisinde kalmıştır. Çinli üreticiler küresel ölçekte önemli rakipler olmaya devam etmektedir. Buna karşın, bazı Avrupa pazarlarında görülebilecek sınırlı bir toparlanma, 2026 yılında Avrupa'nın gelirler içindeki payını %50'nin üzerine taşıyabilir.

Yeniden yapılanmanın tamamlanması kârlılığı destekleyecek. Arçelik'in 2025 yılını %5,9 FAVÖK marjı ile kapatmasını bekliyoruz. Marjın, 40 baz puan yıllık artışla 2026 yılında %6,3 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Hammadde fiyatlarına ilişkin görünüm olumlu seyrini korurken, euro-dolar paritesinin geçen yıla benzer şekilde güçlü kalması kârlılığı destekleyici olacaktır. Şirketin Whirlpool varlıklarına ilişkin yeniden yapılanma süreci devam etmekte olup, bu sürecin yıl boyunca marjlara olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.

Değerleme. Son altı ayda Arçelik hisseleri %11 gerileyerek, BIST100 endeksinin %27 gerisinde performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre hisse, hâlihazırda 18,0x F/K ve 7,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık 140 TL hedef fiyatımızda ise hisse 22,4x F/K ve 7,6x FD/FAVÖK seviyelerinden fiyatlanmaktadır.

Temel riskler. Tahminlerimiz açısından aşağı yönlü riskler; Avrupa'da beklenenden zayıf makroekonomik koşullar, küresel jeopolitik gelişmelere bağlı hammadde fiyatlarında enflasyonist baskılar, euro-dolar paritesinde olumsuz hareketler, Türk lirasının euro karşısında aşırı değerlenmesi ve yeniden yapılanma sürecinin beklenenden daha yavaş veya daha maliyetli gerçekleşmesi olarak öne çıkmaktadır.

BİM

BİM için AL tavsiyemizi 840 TL 12 aylık hedef fiyat ile koruyoruz. Bu seviye, hissede %34 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2026 yılında %5 yıllık gelir büyümesi öngörüyoruz. Enflasyondaki yavaşlama ile birlikte sepet büyüklüğündeki artışın ivme kaybetmesi beklenirken, artan satın alma gücü sayesinde müşteri trafiğinin toparlanmasını öngörüyoruz. Asgari ücret artışının da yılın başında sınırlı da olsa olumlu bir etkisi olmasını bekliyoruz. BİM, satışlarının yarısından fazlasını oluşturan ve sektör ortalaması olan %10-20 seviyesinin oldukça üzerinde bulunan güçlü özel markalı ürün portföyü sayesinde daha ucuza satın alma eğilimlerinden olumlu etkilenmeye devam edecektir.

Büyümenin ana sürükleyicisi mağaza açılışları. BİM'in istikrarlı mağaza açılış temposunu sürdürmesini ve bunun önümüzdeki yıllarda gelir büyümesine %6-7 katkı sağlamasını bekliyoruz. File mağaza zinciri güçlü bir performans sergilemiş olup, 2025 yıl sonu itibarıyla 344 mağazaya ulaşmıştır. 2026 yılında ise perakende satış alanında %10 artış öngörülmektedir. Ayrıca, BİM'in Fas ve Mısır operasyonları kârlılığını korumakta olup, gelir ve FAVÖK'ün yaklaşık %5'ine katkı sağlamaktadır.

FAVÖK marjı görünümü. FAVÖK marjının %5,9 seviyesine sınırlı bir iyileşme göstermesini bekliyoruz. Enflasyon muhasebesi, artan stok maliyetleri nedeniyle gıda perakendecilerinin kârlılığı üzerinde baskı oluşturmuş olsa da, bu etkinin 2025 yılında önemli ölçüde azaldığını gözlemliyoruz. BİM'in brüt kâr marjını %19 civarında korumasını, özellikle 2026'nın ikinci yarısında daha düşük personel giderleri sayesinde faaliyet giderlerini kontrol altında tutmasını bekliyoruz.

Değerleme. Son altı ayda BİM hisseleri %25 yükselmiş olup, BIST 100 endeksine göre %3 daha iyi bir performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre, hisse şu anda 15,5x F/K ve 7,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 840 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızda ise hissenin 20,8x F/K ve 10,0x FD/FAVÖK çarpanlarına ulaşmasını bekliyoruz.

Temel riskler. Tahminlerimize yönelik aşağı yönlü riskler arasında zayıf tüketici talebi ortamında artan rekabet, daha düşük marjlı ürünlere yönelim, mağaza açılış hızının beklentilerin altında kalması, Temmuz'da yeni bir asgari ücret artışı ve olası düzenleyici değişiklikler veya rekabet soruşturmaları yer almaktadır.

Coca-Cola İçecek

Coca-Cola İçecek (CCI) için NÖTR görüşümüz bulunuyor. 12 aylık hedef fiyatımız 85 TL olup, %23 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Hacim artışı uluslararası operasyonlar kaynaklı. 2026 yılında konsolide hacimde %6 büyümeye öngörüyoruz. Uluslararası operasyonların, önceki yıllarda olduğu gibi, Türkiye'nin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Faaliyet gösterilen bölgelerdeki makroekonomik baskılar ve jeopolitik gelişmeler hacim performansı üzerinde belirleyici olmaya devam edecektir. Pakistan'da, bir önceki yıl yaşanan %14'lük daralmanın ardından, 2025'te sınırlı hacim artışı kaydedilmiş olup, 2026 yılında iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz.

Yurtiçi pazarda sınırlı büyümeye. Toplam hacmin %35'ini oluşturan Türkiye operasyonlarında, fiyatlama ve satın alınabilirlik önümüzdeki dönemde temel zorluklar olmaya devam edecektir. Orta Doğu'daki gerilimlere bağlı yerel boykotların, indirim kanallarının pazar payı kazanmasına yol açtığını düşünüyoruz. CCI'nın yurtiçi hacmi son üç yıldır 560-570 milyon ünit bandında yatay seyretmektedir. 2026 yılı için öngördüğümüz sınırlı büyümeye, hacmin bu aralıkta kalacağını göstermektedir. %27'lik asgari ücret artışı, Ramazan dönemiyle birlikte 1Ç26'da sınırlı da olsa destek sağlayabilir.

Kârlılık baskı altında kalmaya devam edecek. 2026 yılında yıllık bazda yatay FAVÖK marjı öngörüyoruz. Satın alınabilirliği korumaya yönelik fiyatlama stratejilerinin kârlılık üzerinde baskı yaratmasını, olası girdi maliyeti avantajlarını büyük ölçüde dengelemesini bekliyoruz. Uluslararası operasyonların konsolide gelirler içindeki payının artması, marjlar açısından kısmi bir destek unsuru olabilir.

Değerleme: Son altı ayda CCI hisseleri %35 yükselerek, BIST100 endeksinin %11 üzerinde performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre hisse, hâlihazırda 9,4x F/K ve 6,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 85 TL hedef fiyatımızda, bu çarpanların 11,5x F/K ve 7,3x FD/FAVÖK seviyelerine yükselmesini bekliyoruz.

Temel riskler: Tahminlerimize yönelik aşağı yönlü riskler; Orta Doğu'da süregelen jeopolitik belirsizlikler, tüketicilerin markasız ürünlere yöneliminin artması, anında tüketim kanalının beklenenden zayıf kalması, hacim toparlanmasının öngörülenden yavaş gerçekleşmesi ve CCI'nın faaliyet gösterdiği ülkelerdeki olumsuz makroekonomik koşullardır.

Doğan Holding

Doğan Holding için NÖTR görüşümüzü koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 24 TL olup, mevcut fiyata göre %19 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

2030 yılı için 4,0 milyar ABD doları NAD hedefi. Doğan Holding, 3Ç25 itibarıyla 2,7 milyar ABD doları seviyesinde net aktif değer (NAD) açıklamış olup, yönetim 2030 yılına kadar NAD'ı 4,0 milyar ABD dolarına çıkarmayı hedeflemektedir. Bu hedef, enerji, madencilik ve finans olmak üzere üç ana segmentin her birinin 1,0 milyar ABD doları NAD büyüklüğüne ulaştırılması üzerine kurgulanmıştır. Buna ek olarak, fazla nakit veya potansiyel varlık satışları kullanılarak mevcut ya da yeni bir iş kolu üzerinden ilave 1,0 milyar ABD doları NAD yaratılması planlanmaktadır. Hepiyi, Daiichi ve Sesa gibi bazı iştiraklerde olası halka arz seçenekleri kısa vadede potansiyel katalizörler olarak öne çıkmaktadır.

Açıklanan NAD verileri baz alındığında, bu plan enerji segmenti için %35, madencilik için %37, finans için ise %3 yıllık bileşik büyüme oranına (CAGR) işaret etmektedir. Mevcut 617 milyon ABD doları net nakdin, son Hazine tahvil ihraçlarında oluşan %6,38 getiri ile değerlendirilmesi halinde, bu tutar tek başına 2030 yılına kadar 840 milyon ABD dolarına ulaşabilecektir.

Hedef fiyatımız NAD bazlı değerlendirme metodolojisine dayanmaktadır. Tahminlerimize göre NAD'in %49'u net nakit ve gayrimenkullerden (varlık satışı ve/veya birleşme-satın alma potansiyeli sunan), %50'si şeffaflığın sınırlı olduğu halka açık olmayan iştiraklerden (bazılarının satış adayı olabileceğini düşünüyoruz) ve kalan %16'sı ise halka açık iştiraklerden (GWIND ve KAREL) oluşmaktadır. Görünürlüğün sınırlı olması ve portföy yapısının karmaşıklığı nedeniyle %20 NAD iskontosu uyguluyoruz. Tarihsel olarak ortalama NAD iskontosu %49 iken, mevcut piyasa fiyatlamasına göre ima edilen iskonto oranı %32 seviyesindedir.

Değerleme: Doğan Holding hisseleri son altı ayda %30 yükselerek BIST100 endeksinin %7 üzerinde performans göstermiştir. Hesaplamalarımıza göre hisse, hedef NAD'ine göre %32 iskontolu işlem görmektedir.

Temel riskler: Enerji sektörüne ilişkin düzenleyici gelişmeler, elektrik fiyatlarındaki oynaklık, kurşun ve çinko fiyatlarındaki dalgalanmalar, maden ruhsatlarında rezerv artırımı performansının beklentilerin altında kalması ve özellikle oldukça parçalı portföy yapısı nedeniyle çekirdek dışı varlıkların satışında yaşanabilecek gecikmeler.

Ford Otosan

Ford Otosan için NÖTR görüşümüzü koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 130 TL olup, %25 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

İhracat performansının 2026 yılında da güçlü kalmasını bekliyoruz. Şirketin 2025 yılını %10 ihracat büyümesiyle kapattığını, yurt içi satışların ise %6 yıllık artış gösterdiğini tahmin ediyoruz. 2026 yılına baktığımızda, Avrupa'daki makroekonomik koşullara bağlı olarak ihracat satışlarında %5 yıllık büyüme öngörüyoruz. Özellikle van segmentinde olası bir güçlenme, Ford Otosan için destekleyici bir unsur olabilir. Yüksek baz etkisine rağmen, yurt içi pazarın dayanıklılığını korumasını beklerken, ticari araç satışlarındaki artışın gelir büyümesini sınırlı da olsa desteklemesini öngörüyoruz.

FAVÖK marjında sınırlı bir iyileşme bekliyoruz. 2025 yılı için düzeltilmiş FAVÖK marjını %6,7 olarak tahmin ediyoruz. 2026 yılında ise, daha az rekabetçi bir fiyatlama ortamı, Türk lirasının euro karşısında görece zayıf seyri ve yüksek kapasite kullanım oranı sayesinde marjın 30 baz puan artarak %7,0 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Şirketin maliyet-artı esaslı ihracat satışları, kârlılığı desteklemeye devam edecektir.

Değerleme: Son altı ayda Ford Otosan hisseleri %20 yükselmiş olup, BIST100 endeksi ile paralel performans sergilemiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre, hisseler hâlihazırda 7,3x F/K ve 6,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 130 TL seviyesinde ise hisseler 9,1x F/K ve 8,1x FD/FAVÖK çarpanlarına karşılık gelmektedir.

Temel riskler: Avrupa'da beklenenden zayıf makroekonomik koşullar, elektrikli ticari araç segmentinde Çinli üreticilerden kaynaklanabilecek rekabet baskısı, elektrikli araçlara geçiş sürecinin beklenenden yavaş ilerlemesi ve Türk lirasının euro karşısında görece güçlü kalması.

Koç Holding

Koç Holding için AL tavsiyemizi yineliyor, 12 aylık hedef fiyatımızı TL 280 olarak belirliyoruz. Bu seviye, mevcut fiyata göre %43 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Yabancı yatırımcı ilgisi açısından öne çıkan adaylardan biri. BIST30 endeksinin üçüncü en büyük şirketi olan Koç Holding, 495 milyar TL piyasa değeri ile endekste %3,95 ağırlığa sahiptir ve sekizinci sırada yer almaktadır. Geniş ölçüde çeşitlendirilmiş portföy yapısı sayesinde, uzun bir aranın ardından Türkiye piyasalarına yeniden giriş yapmak isteyen yabancı kurumsal yatırımcılar için güçlü bir piyasa temsili sunmaktadır. Koç Holding hisselerindeki yabancı yatırımcı payı hâlihazırda %43 seviyesinde olup, Mart 2018’de ulaşılan %88 ile tarihi zirvesinin oldukça altındadır.

Temel sektörlere yayılmış güçlü portföy yapısı. Koç Holding; otomotiv ve dayanıklı tüketim gibi faizlere duyarlı sektörlerin net aktif değerinin (NAD) %44’ünü oluşturduğu, enerji (%25) ve finans (%25) ağırlıklı dengeli bir portföye sahiptir. Faiz indirim döngüsünün, operasyonel kârlılıktan ziyade bazı iştiraklerin hisse performansları üzerinde katalizör etkisi yaratmasını bekliyoruz.

Uzun süren zayıf performans son dönemde dengelendi. Mayıs 2024’te Yapı Kredi Bankası satışının gerçekleşmemesinin ardından, Koç Grubu’na ait dokuz halka açık şirketin toplam piyasa değeri %13 gerilerken, aynı dönemde BIST100 Toplam Getiri Endeksi %22 yükselmiştir. ABD doları bazında bakıldığında, grubun toplam piyasa değeri %35 düşüş göstermiştir. TL bazında, bu dönemde TTRAK (-%46) ve ARCLK (-%41) en zayıf performans gösteren hisseler olurken, TUPRS %17 yükselişle tek pozitif ayrıışan hisse olmuş, ancak endeksin gerisinde kalmıştır. Son üç ayda ise Koç Grubu hisseleri %11 yükseldiler ancak endeksin (%18) yine gerisinde kalan performans sergilemiştir.

Değerleme: Koç Holding hisseleri son altı ayda %12 yükseldi ancak BIST100 endeksinin %8 gerisinde kalmıştır. Hesaplamalarımıza göre hisse, hedef net aktif değerine (NAD) göre %44 iskontolu işlem görmekte olup, uzun vadeli yatırımcılar için cazip bir giriş seviyesi sunmaktadır.

Temel riskler: Yurt içi talepte beklenenden yavaş toparlanma, faiz oranlarının uzun süre yüksek seyretmesi, Avrupa’daki ekonomik aktivitede zayıflama, petrol fiyatları ve rafineri marjlarındaki oynaklık.

Mavi Giyim

Mavi için NÖTR görüşümüzü koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 55 TL olup, %19 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Yeni mağaza açılışları ve renovasyonların büyümenin ana itici güçleri olmasını bekliyoruz. 9A25 itibarıyla Mavi'nin Türkiye'deki ortalama mağaza büyüklüğü 2015 yılındaki 419 m² seviyesinden 544 m²'ye yükselmiştir. 2026 yılında toplam satış alanının yıllık 3% artmasını ve buna bağlı olarak 5% ciro büyümesi gerçekleşmesini bekliyoruz. Türkiye'de tüketici satın alma gücü zayıf seyretmeye devam etse de, Mavi açısından fiyat erişilebilirliği önemli bir destekleyici unsur olmaya devam etmektedir. Asgari ücretteki %27'lik artışın ve Şeker Bayramı'nın, 1Ç26 büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

ABD'de yeni mağazalar katalizör olabilir. Şirket, 3Ç25'te ABD'de 4 yeni mağaza açmıştır. Uluslararası gelirlerin 9A25 itibarıyla toplam gelirler içindeki payı %10'un altında kalmakla birlikte, ABD'deki potansiyel büyüme planlarının orta vadede bu payı artırabileceğini düşünüyoruz.

Kârlılık baskı altında kalmaya devam edebilir. Görece güçlü seyreden yerel para birimi ve rakiplerin agresif fiyatlama stratejilerinin, hazır giyim sektöründe rekabeti yüksek tutmaya devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, enflasyonda gerileme, tüketici güveninde toparlanma ve metrekare verimliliğine odaklanması kârlılığı destekleyebilir. Şirketin 2025 yılı için paylaştığı %18 FAVÖK marjı hedefini yakalayacağını düşünüyoruz. 2026 yılında FAVÖK marjının benzer seviyelerde korunmasını beklemekle birlikte, enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisinin kademeli olarak azalmasıyla yılın ikinci yarısında pozitif sürpriz görülebileceğini öngörüyoruz.

Değerleme: Son altı aylık dönemde Mavi hisseleri %11 yükseldi fakat BIST100 endeksinin %8 altında performans göstermiştir. Ocak 2027 için %23,5 enflasyon varsayımımızı içeren 2026 tahminlerimize göre, hisse şu anda 12,0x F/K ve 3,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 55 TL seviyesinde ise hissenin 14,2x F/K ve 3,8x FD/FAVÖK çarpanlarına ulaşacağını hesaplıyoruz.

Temel riskler: Tahminlerimize yönelik başlıca riskler; tüketici satın alma gücündeki zayıflığın beklenenden uzun sürmesi, güçlü Türk lirasının yabancı markaları daha rekabetçi hale getirmesi, Temmuz'da yeni bir asgari ücret artışı ve yeni mağaza açılışlarına ilişkin lokasyon kısıtları ile yeni alışveriş merkezi arzının sınırlı kalmasıdır.

Migros

Migros için AL tavsiyemizi 12 aylık 830 TL hedef fiyat ile koruyoruz. Bu seviye, %33 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Mağaza açılış hızında yavaşlama bekleniyor. Migros, 2020 sonundan bu yana 1.473 yeni mağaza açarak operasyonlarını önemli ölçüde genişletmiş ve toplam satış alanını %32 artırmıştır. Mağaza açılışları 2026 yılında da büyümenin temel itici gücü olmaya devam edecek olsa da, önceki yıllara kıyasla açılış hızında yavaşlama öngörüyoruz. Bu yıl 160 yeni mağaza açılması ve bunun toplam satış alanında yaklaşık %3,5'lik artışa karşılık gelmesi beklenmektedir. Rekabetçi fiyatlama stratejilerinin pazar payı kazanımlarını desteklemesiyle %5,6 yıllık gelir büyümesi öngörüyoruz. Artan müşteri trafiği sayesinde toplam satış hacminin dirençli kalmasını bekliyoruz.

Verimlilik artışı ile kârlılıkta toparlanma. Personel giderlerinin 2026'nın ilk döneminde kârlılık üzerinde baskı yaratması beklenmektedir. Ancak operasyonel verimlilik kazanımları ve enflasyondaki gerileme -FAVÖK üzerindeki olumsuz etkinin azalmasına katkı sağlayarak- yılın geri kalanında marj toparlanmasını destekleyebilir. Yıl geneli için FAVÖK marjının %6,6 seviyesine sınırlı bir artış göstermesini öngörüyoruz. Düşen faiz oranlarının brüt kâr marjı üzerindeki olumsuz etkisinin, enflasyondaki gerilemenin stok değerlemesi üzerindeki olumlu etkisiyle dengelenmesini bekliyoruz.

Değerleme. Migros hisseleri son altı ayda %19 yükselerek BIST100 ile paralel bir performans sergilemiştir. %24 enflasyon varsayımı ile güncellenen 2026 tahminlerimize göre, hisseler halihazırda 13,3x F/K ve 3,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık 830 TL hedef fiyatımızda, hisselerin 17,7x F/K ve 4,2x FD/FAVÖK seviyelerinden işlem görmesi beklenmektedir.

Temel riskler. Zayıf talep ortamında artan rekabet baskısı, düşük marjlı özel markalı ürünlere veya indirim marketlerine yönelimin artması, rakiplerden gelen promosyon baskısı, beklenenden yavaş mağaza açılışları, Temmuz'da yeni bir asgari ücret artışı ve olası düzenleyici değişiklikler veya soruşturmalar.

Pegasus

Pegasus için AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 285 TL olup, %41 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2026 yılında %12 yolcu büyümesi öngörüyoruz. Uluslararası trafiğin yurt içi trafiğe kıyasla daha güçlü seyretmesini ve bunun birim gelirleri desteklemesini bekliyoruz. Şirket, 2025 yılını %15 yıllık yolcu büyümesiyle tamamlamıştır. 2026 yılında kapasitenin %8 büyümesini bekliyoruz.

2026 yılında gelirler üzerindeki baskının devam etmesini beklemekle birlikte, güçlü talep, küresel kapasite artışının sınırlı kalması, uluslararası trafiğin güçlü seyri ve bunun yan gelirler üzerindeki destekleyici etkisinin toplam birim gelirleri olumlu etkilemesini öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında gelirlerin yıllık %6 artışla 3,64 milyar euroya ulaşmasını bekliyoruz.

Maliyet baskılarının devam etmesini, ancak artış hızının yavaşlamasını bekliyoruz. Yakıt hariç birim giderler, ücret artışları nedeniyle baskı altında kalmaya devam edebilir. Bununla birlikte, enflasyonist baskıların ve personel maliyetlerindeki artışın 2025'e kıyasla daha sınırlı olmasını öngörüyoruz. Ayrıca, enflasyon ile TL'deki değer kaybı arasındaki farkın da önceki yıla göre daralmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, birim gelir-gider makasının 2026 yılında sınırlı iyileşme göstermesini ve FAVÖK marjının %25,3 seviyesine yükselmesini (yıllık +30 baz puan) bekliyoruz.

Smartwings satın alımının tamamlanması potansiyel bir katalizör olabilir. Pegasus, Aralık ayında Çek Hava Yolları ve bağlı ortaklığı Smartwings'in satın alınmasına yönelik bir anlaşma imzaladığını açıklamıştır. Her iki şirketi ve ilişkili alacaklarını kapsayan toplam işlem tutarı 154 milyon eurodur. Smartwings, 2024 yılında yaklaşık 1 milyar euro gelir üretmiştir. Söz konusu işlemi, Pegasus'un Orta Avrupa'daki varlığını güçlendirmesi açısından potansiyel olarak olumlu değerlendiriyoruz.

Değerleme: Son altı ayda Pegasus hisseleri %20 gerilerken, BIST100 endeksine göre %34 daha zayıf performans göstermiştir. 2026 tahminlerimize göre hisseler şu anda 5,7x F/K ve 5,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 285 TL seviyesinde ise hisseler 8,0x F/K ve 6,4x FD/FAVÖK çarpanlarına karşılık gelmektedir.

Temel riskler: Bölgedeki jeopolitik belirsizlikler, jet yakıtı fiyatlarındaki oynaklık, TL'nin enflasyonun üzerinde değer kazanması, A-Jet kaynaklı artan rekabet ve Sabiha Gökçen Havalimanı'na ilişkin kapasite kısıtları.

Sabancı Holding

Sabancı Holding için AL tavsiyemizi yineliyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 150 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye, mevcut fiyata göre %57 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Türkiye'nin makroekonomik büyümesine güçlü bir yatırım temsili. Sabancı Holding, net aktif değerinin (NAD) %85'inin yurt içi operasyonlardan elde edilmesiyle, Türkiye ekonomisinin makro seyrine doğrudan maruziyet sunan, iyi çeşitlendirilmiş bir yatırım holdingi konumundadır. Sabancı Holding'in NAD dağılımında bankacılık ve finansal hizmetler %48, enerji ve iklim teknolojileri %31, malzeme teknolojileri ise %15 paya sahiptir.

Beş yılda NAD'i iki katına çıkarma hedefi. Sabancı Holding, 2029 yıl sonuna kadar NAD'ini 20 milyar ABD dolarına çıkarmayı hedeflemekte olup; büyümeyi ağırlıklı olarak mevcut iş kollarına yapılacak yatırımlar ve dijital, enerji ve iklim teknolojileri ile malzeme ve mobilite alanlarına yönelik stratejik sermaye tahsisi üzerinden sağlamayı planlamaktadır.

Güçlü nakit pozisyonu ve esnek sermaye kullanımı. 289 milyon ABD doları seviyesindeki solo net nakit pozisyonu ile Holding; regüle olmayan, sürdürülebilir ve döviz gelir üreten alanlara yatırım yapmayı hedeflemektedir. Şirket, dijital yatırımlar konusunda hem bölgesel genişleme hem de kapasite artışı fırsatlarını değerlendirerek fırsatçı bir yaklaşım sürdürmektedir.

Varlık satış potansiyelleri katalizör olabilir. Holding'in zarar eden ve ana faaliyet alanı dışında kalan perakende iştirakleri CRFSA ve TKNSA için satış yoluyla çıkış opsiyonlarını değerlendirebileceğini düşünüyoruz. Aralık ayında CRFSA'ya ilişkin bu yönde çıkan medya haberleri Holding tarafından yalanlanmış olsa da, bu varlıkların orta vadede potansiyel katalizör olabileceği görüşündeyiz.

Değerleme: Sabancı Holding hisseleri son altı ayda %3 yükselerek BIST100 endeksinin %16 gerisinde kalmıştır. Hesaplamalarımıza göre hisse, hedef net aktif değerine göre %62 iskontolu işlem görmekte olup, uzun vadeli yatırımcılar için cazip bir giriş seviyesi sunmaktadır.

Temel riskler: Yurt içi makroekonomik oynaklık ve kur riski, düzenleyici değişiklikler ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar; enerji dağıtım işinin regüle yapısı nedeniyle fiyatlama esnekliğinin sınırlı olması; yenilenebilir enerji ve veri merkezi yatırımlarının sermaye yoğun büyüme stratejisi; bankacılık sektöründe olası bozulmalar ve politika belirsizlikleri.

Şok Marketler

Şok Marketler için NÖTR görüşümüzü koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 70 TL olup, %14 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2026 yılında Şok Marketler için %5 ciro büyümesi öngörüyoruz. Son çeyreklerde mağaza açılış hızında yavaşlama görülmesine rağmen, mevcut mağaza ağından dönüştürülen daha büyük formatlı mağazalar, büyümeyi desteklemektedir. İndirimli perakende segmentinde üç büyük oyuncu genelinde mağaza sayısının yaklaşık 40 bin seviyesine ulaşmış olması, rekabet baskısını ve mağaza içi kanibalizasyonu artırmaktadır. Şok'un temel büyüme stratejisi, daha geniş ürün gamı sunan büyük formatlı mağazalar aracılığıyla büyümektir. 2025 yılı için %4,4 olarak tahmin ettiğimiz ciro büyümesine kıyasla, 2026 yılında %5,2 ciro artışı öngörüyoruz.

Marj iyileşmesinin devam etmesini bekliyoruz. Kârlılığın tarihsel ortalamaların altında kalması öngörülmekle birlikte, marjların kademeli olarak iyileşmesini bekliyoruz. Şirketin 2025 yılı için paylaştığı %1,5-2,5 FAVÖK marjı hedefini gerçekleştirdiğini düşünüyoruz ve 2026 yılında 30 baz puan yıllık marj artışı öngörüyoruz. Enflasyondaki gerileme, müşteri trafiğinde toparlanma ve düşük kârlı mağazaların kapatılması marj artışını destekleyen ana unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Daha güçlü bir bilanço yapısı. Şirketin borçluluğunda iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Şok'un net borcu 3Ç25 itibarıyla TL 955 milyon seviyesine gerileyerek, 2024 yıl sonundaki TL 4,63 milyar seviyesinden önemli ölçüde düşmüştür. 2026 yıl sonu itibarıyla net borç / FAVÖK oranının 0,20 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Değerleme: Son altı aylık dönemde Şok hisseleri %62 yükselerek BIST100 endeksinin %34 üzerinde performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımımıza göre düzeltilmiş 2026 tahminlerimize dayanarak, hisse şu anda 32,5x F/K ve 4,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 70 TL seviyesinde ise hissenin 37,0x F/K ve 4,6x FD/FAVÖK çarpanlarına ulaşacağını hesaplıyoruz.

Temel riskler: Tahminlerimize yönelik başlıca riskler; zayıf tüketici talebi ortamında artan rekabet baskısı, Temmuz'da yeni bir asgari ücret artışı, düşük marjlı özel markalı ürünlerin payının artması, mağaza açılış ve/veya dönüşüm hızının beklentilerin altında kalması ile olası düzenleyici değişiklikler veya rekabet soruşturmalarıdır.

TAV Havalimanları

TAV Havalimanları için NÖTR görüşümüz bulunuyor. 12 aylık hedef fiyatımız 400 TL olup, %23 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2026 yılında büyümeyi yurt içi yolcu trafiğinin sürüklemesini bekliyoruz. %10 yolcu artışı öngörürken, hizmet şirketlerinden gelen katkıyla birlikte gelirlerin yıllık %15 artmasını bekliyoruz. Yurt içi trafiğin görece daha güçlü seyretmesi, toplam birim gelirler üzerinde bir miktar baskı yaratabilir. Ancak Ankara'daki yolcu hizmet bedeli uygulamasının tam yıl etkisinin bu baskıyı fazlasıyla telafi edeceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında FAVÖK marjının yıllık 220 baz puan artışla %32,8 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Almatı yatırımlarının uzun vadeli gelirleri desteklemesini öngörüyoruz. Almatı Havalimanı'na yönelik yatırım planının uygulanması devam ederken, toplam yatırım tutarı 315 milyon euro olarak öngörülmekte ve 2027 yıl sonuna kadar tamamlanması hedeflenmektedir. TAV, 2030 yılına kadar kademeli olarak artacak tarife artışlarını güvence altına almış olup, bu artışların havalimanının FAVÖK gelir kompozisyonunu akaryakıt satışlarından havacılık faaliyetlerine dayalı gelirlere doğru dengelemesini bekliyoruz.

Uluslararası operasyonlarda potansiyel katalizörler öne çıkmaktadır. Medine'de yeni bir uluslararası terminalin inşaatı başlamış olup, projenin 2028 yılında tamamlanması beklenmektedir. Gürcistan'da ise şirket, Tiflis Havalimanı'nın işletme imtiyaz süresinin uzatımı için hükümet ile bir sözleşme imzalamıştır. Yeni anlaşma ile imtiyaz süresi Ocak 2027'den Aralık 2031'e uzatılmıştır. Şirket, 2027-2031 döneminde toplam 150 milyon ABD doları yatırım taahhüdünde bulunmuştur.

Değerleme: Son altı ayda TAV hisseleri %28 değer kazanmış ve BIST100 endeksine göre %6 daha iyi performans göstermiştir. 2026 tahminlerimize göre, hisseler hâlihazırda 21,8x F/K ve 5,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 400 TL seviyesinde ise hisseler 26,7x F/K ve 6,3x FD/FAVÖK çarpanlarına karşılık gelmektedir.

Temel riskler: Orta Doğu ve Ukrayna'daki jeopolitik gerilimler, Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında değer kazanması, TAV'ın faaliyet gösterdiği gelişmekte olan ülkelerdeki siyasi veya makroekonomik gelişmeler. Ayrıca, Şirketin ileride katılabileceği yeni havalimanı ihalelerinde yüksek bedelle teklif verme riski bulunmaktadır.

Tofaş

Tofaş için NÖTR görüşümüzü koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 350 TL olup, %18 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Yurt içi otomotiv pazarı için yine güçlü bir yıl bekliyoruz. Yüksek faiz oranları ve krediye erişimdeki zorluklara rağmen, yurt içi otomotiv pazarı 2025 yılı boyunca oldukça güçlü bir seyir izlemiştir. Faiz oranlarında beklenen düşüş ve taşıt kredilerine erişimin görece kolaylaşmasıyla birlikte, pazarın bir yıl daha dayanıklılığını koruyacağını düşünüyoruz. Stellantis birleşmesi sonrasında Tofaş, yurt içi pazarın yaklaşık dörtte birini kontrol etmektedir. Geniş ve erişilebilir fiyatlı araç portföyü sayesinde, Tofaş'ın 2026 yılında da güçlü bir performans sergilemesini bekliyoruz.

Eylül ayında Şirket, Stellantis ile Türkiye’de K9 hafif ticari araç ve “Combi” versiyonlarının çoklu enerji platformlarında (FIAT, Opel, Citroën, Peugeot markaları için) üretilmesi ve dağıtılmasına ilişkin bir üretim anlaşması imzalamıştır. Anlaşma, araçların ve yedek parçaların satışına ilişkin koşulları da kapsamaktadır. Projenin 3Ç26 itibarıyla devreye alınması, 256 milyon euroya kadar yatırım yapılması ve yıllık 150 bin adet üretim kapasitesine ulaşılması planlanmaktadır. 2034 yılı sonuna kadar yaklaşık 660 bin adet araç üretimi hedeflenmekte olup, üretimin yaklaşık %80’inin yurt içi pazara ayrılması öngörülmektedir.

Bunu takiben Ekim ayında Tofaş, Stellantis ile iki yeni sözleşme imzalamıştır: i) Tipo/Egea modelinin üretim süresinin 30 Haziran 2026’ya kadar uzatılması, ii) K0 modelinin Kuzey Amerika pazarına ihraç edilmesi. K0 modeli, 2024-2032 döneminde Tofaş tarafından üretilecektir. Toplam 1 milyon adet üretim hedeflenirken, bunun 230 bin adedinin Kuzey Amerika’ya ihraç edilmesi planlanmaktadır. Şirket, K0 modeli için toplam yatırım tutarını 386 milyon euroya revize etmiştir.

Değerleme: Son altı ayda Tofaş hisseleri %35 yükselmiş ve BIST100 endeksine göre %11 daha iyi performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre, hisseler hâlihazırda 12,6x F/K ve 8,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 350 TL seviyesinde ise hisseler 14,9x F/K ve 9,8x FD/FAVÖK çarpanlarına karşılık gelmektedir.

Temel riskler: Çinli üreticilerin artan rekabetiyle birlikte yurt içi binek araç pazarında rekabetin yoğunlaşması, yeni modellerin devreye alma süreçlerinde yaşanabilecek üretim gecikmeleri, faiz oranlarındaki düşüşün beklenenden daha yavaş gerçekleşmesi ve Türk lirasının güçlü seyretmesi.

Turkcell

Turkcell için AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 150 TL olup, bu seviye %34 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

ARPU büyümesi TÜFE'ye yakınsıyor. Turkcell'in 2025 yılında, şirket beklentileriyle uyumlu şekilde, düşük çift haneli reel gelir büyümesi elde etmesini bekliyoruz. ARPU büyümesi 2Ç23'ten bu yana TÜFE'nin üzerinde seyretmektedir. 2026 yılında TÜFE'nin daha sınırlı bir hızda yavaşlaması ve müşteri sözleşmelerinin önemli bir kısmının en az bir kez yenilenmiş olması nedeniyle, ARPU büyümesinin TÜFE'ye yakınsamasını ve reel gelir büyümesinin yaklaşık %5 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

FAVÖK marjında normalleşme. Turkcell'in 2025 yılında yaklaşık %43 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. 2026 yılında da güçlü kârlılığın korunmasını öngörmekle birlikte, artan faaliyet giderleri nedeniyle FAVÖK marjının yaklaşık %42 seviyesine doğru normalleşmesini bekliyoruz.

Mobilde güçlenen liderlik. Turkcell, 5G ihalesinde tek bir operatör için izin verilen azami kapasiteyi alarak mobildeki liderliğini pekiştirdi. Ancak, 5G'nin bireysel kullanıcılardan ziyade kurumsal müşteriler için daha fazla katma değer sunması ve kapsama/kullanım artışının kademeli olması nedeniyle, 5G'nin gelir yaratma sürecinin zamana yayılması bekleniyor. Şirket, KDV hariç 1,2 milyar dolar ödemeyi üç taksitte, KDV'yi ise 4Ç25'te gerçekleştirecek.

Yatırım harcamaları/satışlar ve net borç/FAVÖK tarafında belirgin bir artış beklenmiyor. 5G'ye yönelik yatırımların kademeli ilerlemesini, yatırım harcamaları/satış oranının 2026'da %24-25 seviyesine sınırlı yükselmesini bekliyoruz. 3Ç25 itibarıyla 0,2x seviyesinde olan net borç/FAVÖK oranının yaklaşık 1,0x seviyesine ılımlı bir artış göstermesini, ancak orta vadede yönetilebilir seviyelerde kalmasını öngörüyoruz.

Veri merkezi ve güneş enerjisi yatırımları orta vadede katkı sağlayacak. Veri merkezi ve bulut iş kolu 3Ç25'te %51 yıllık büyüme kaydederken, 2025'te %43 büyüme göstermesi bekleniyor. Bu segmentin, önümüzdeki dönemde Grup gelir büyümesinin üzerinde performans göstermesi ve orta vadede gelirler içindeki payını %2'den %8-10'a yükseltmesi bekleniyor. Güneş enerjisi yatırımları ile Turkcell kısa vadede %50'nin üzerinde enerji yeterliliğine ulaşabilir.

Değerleme. Turkcell hisseleri son altı ayda %23 yükselerek, BIST100 endeksinin %2 üzerinde performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre, hisseler halihazırda 12,4x F/K ve 3,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 150 TL hedef fiyatımızda, bu çarpanlar 16,6x F/K ve 4,0x FD/FAVÖK seviyelerine işaret etmektedir.

Temel riskler. Rekabet ARPU artışını baskılayabilir; fonlama maliyetlerindeki artış ve TL'deki değer kaybı aşağı yönlü riskler arasında yer almaktadır.

Türk Hava Yolları

Türk Hava Yolları için AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 400 TL olup, %34 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2026 yılında ılımlı kapasite artışı öngörüyoruz. Kapasitede yıllık %8 artış, %6 yolcu büyümesini desteklerken, uluslararası trafiğin görece daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Bu yıl birim gelirler üzerindeki baskının devam etmesini ve gelirlerin yıllık %5 artışla 24,9 milyar ABD dolarına ulaşmasını öngörüyoruz. Kargo operasyonlarının da gelir artışına katkı sağlamasını bekliyor; kargo hacminde %5 yıllık büyüme tahmin ediyoruz.

Maliyet baskılarının kârlılığı olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Jet yakıtı fiyatlarının görece zayıf seyretmesi beklenirken, birçok maliyet kaleminde süregelen enflasyonist baskıların yakıt hariç birim gelirler üzerinde olumsuz etki yaratacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında FAVÖK marjının yıllık 80 baz puan düşüşle %20,4 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Air Europa işlemi potansiyel bir katalizör olabilir. Ağustos ayında Türk Hava Yolları, Air Europa'nın azınlık hissesinin satın alınmasına yönelik bağlayıcı teklifinin kabul edildiğini açıklamıştır. İşlem, büyük bölümü sermaye artışı şeklinde olmak üzere 300 milyon euro tutarında bir yatırımı kapsamaktadır. Satın alınacak azınlık payının kesin oranı, 2026 yazında tamamlanması beklenen kapanışta netleşecektir. Söz konusu işlemin, İspanya-Latin Amerika arasındaki trafik akışları üzerinden Türk Hava Yolları'nın Latin Amerika pazarına erişimini güçlendireceğini düşünüyoruz.

Değerleme: Son altı ayda Türk Hava Yolları hisseleri %3 yükselirken, BIST100 endeksine göre %15 daha zayıf performans göstermiştir. 2026 tahminlerimize göre hisseler 4,2x F/K ve 3,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 12 aylık hedef fiyatımız olan 400 TL seviyesinde ise hisseler 5,6x F/K ve 3,9x FD/FAVÖK çarpanlarına karşılık gelmektedir.

Temel riskler: Uçak teslimatlarındaki olası gecikmeler, küresel jeopolitik belirsizlikler, jet yakıtı fiyatlarındaki oynaklık ve TL'nin enflasyonun üzerinde değer kazanması. Ayrıca Pegasus Airlines ve diğer küresel taşıyıcılardan gelen artan rekabet, pazar payı açısından risk oluşturmaktadır.

Türk Telekom

Türk Telekom için AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 85 TL olup, bu seviye %32 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Sabit genişbant ARPU büyümesindeki yavaşlamayı sınırlayacak. Sabit genişbant ARPU'su, daha uzun sözleşme süreleri nedeniyle mobil segmente kıyasla geride kalmıştı. 2024 yılından itibaren yapılan sözleşme revizyonları ve fiyat ayarlamaları sonrasında, sabit genişbant ARPU büyümesi 1Ç25 itibarıyla mobil segmentin ARPU büyümesini aştı ve bu performans yıl boyunca devam etti. Bu eğilimin sürmesini ve 2026 yılında yüksek tek haneli reel gelir büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Bu çerçevede, Türk Telekom'un 2026 yılına ilişkin reel gelir büyümesindeki yavaşlamanın sektördeki benzerlerine kıyasla daha sınırlı kalacağını öngörüyoruz.

FAVÖK marjında 2026'da iyileşme görülebilir. Personel giderlerinin FAVÖK üzerindeki baskısının 2026 yılında azalmasını bekliyoruz. Buna bağlı olarak, FAVÖK marjının artarak, 2026 yılında rakip seviyelerine yakınsamasını öngörüyoruz.

Lisans yenilemeleri, 5G ve fiber yatırımları. Lisans yenilemeleri ve 5G'ye ilişkin ödemelerin 2026 yılında yatırım harcamalarının yoğunluğunu artırması beklenmektedir. Genişbantı ilgilendiren lisans anlaşmasının yenilenmesi, Türk Telekom'un sabit genişbant pazarındaki lider konumunu pekiştirmekte olup, fiber altyapının 5G açısından taşıdığı stratejik önem nedeniyle kritik bir gelişmedir. 2025 yılı için yatırım harcamaları/satış oranı yaklaşık %29 seviyesinde öngörülürken, bu oranın 2026 yılında %33 civarına yükselmesini bekliyoruz. Net borç/FAVÖK oranı halihazırda 0,6x ile yönetilebilir seviyelerde bulunmakta olup, 2026 yılında yaklaşık 2,0x-2,5x seviyelerinde zirve yapması öngörülmektedir.

Değerleme. Türk Telekom hisseleri son altı ayda %14 yükselmiş, buna karşın BIST100 endeksinin %6 gerisinde performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımına göre düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre, hisseler 8,9x F/K ve 3,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 85 TL hedef fiyatımızda, bu çarpanlar 11,7x F/K ve 4,4x FD/FAVÖK seviyelerine işaret etmektedir.

Temel riskler. Olası bir ikincil halka arz hisse fiyatı üzerinde baskı yaratabilir; ayrıca fonlama maliyetlerindeki artış ve TL'deki değer kaybı aşağı yönlü riskler arasında yer almaktadır.

Ülker Bisküvi

Ülker için NÖTR görüşümüz bulunuyor. 12 aylık hedef fiyatımızı 160 TL olarak belirliyoruz. Bu seviye %24 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

2026 yılında sınırlı büyüme bekleniyor. Toplam hacim ve gelirlerin yaklaşık %70'ini oluşturan Türkiye pazarında, zayıf satın alma gücü ve yoğun rekabet ortamı temel zorluklar olmaya devam edecektir. Satış kampanyaları ve ürün karmasındaki iyileşmelerin, öngördüğümüz sınırlı hacim artışının ana sürükleyicileri olmasını bekliyoruz. 1Ç26 satışları, %27'lik asgari ücret artışı ve Ramazan dönemi sayesinde desteklenebilir.

Kârlılık baskı altında kalmaya devam ediyor. Zorlu makroekonomik koşullar ve fiyatlama ortamının olumsuz etkileri, elverişli girdi maliyetleriyle kısmen dengelenebilir. Ancak Türk lirasının göreceli olarak güçlü seyri, uluslararası operasyonların kârlılığı üzerinde baskı yaratmaktadır. Buna rağmen, 2026 yılında EBITDA marjında yıllık bazda 30 baz puanlık daralma öngörüyor ve marjın %17,1 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Bilanço ve finansman. Kredi sözleşmelerine esas net borç seviyesi FAVÖK'ün 1,1 katı düzeyindedir. 3Ç25 itibarıyla Ülker, 549 milyon ABD doları tutarındaki açık döviz pozisyonunu hedge etmiştir. Aynı dönemde Şirket, 250 milyon ABD doları tutarında 5 yıl vadeli sendikasyon kredisi ile EBRD'den 75 milyon avro tutarında 5 yıl vadeli bullet kredi anlaşması imzalamıştır. Her iki kredi için de altı ayda bir faiz ödemesi yapılmaktadır.

Değerleme. Son altı ayda Ülker hisseleri %21 yükselerek, BIST100 endeksine paralel performans göstermiştir. %24 enflasyon varsayımıyla düzeltilmiş 2026 tahminlerimize göre hisse hâlihazırda 4,9x F/K ve 4,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 160 TL hedef fiyatımızda, bu çarpanların 6,1x F/K ve 4,9x FD/FAVÖK seviyelerine yükselmesini bekliyoruz.

Temel riskler: Uzun süreli zayıf satın alma gücü, güçlü Türk lirasının uluslararası operasyon kârlılığını aşındırması, zayıf talep ortamında artan rekabet, düşük marjlı özel markalı ürünlere yönelim ve beklentilerin üzerinde gerçekleşebilecek girdi maliyetleri, tahminlerimize yönelik başlıca aşağı yönlü risklerdir.

Öneri ve Değerleme Değişiklikleri: Banka

Hisse	Şirket	Öneri		Fiyat	Hedef Değer		Potans.
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	
Banka							
AKBNK	Akbank	AL	AL	77.80	100.00	108.00	39%
GARAN	Garanti	AL	AL	148.50	200.00	207.00	39%
HALKB	Halkbank	NÖTR	NÖTR	43.30	30.00	50.00	15%
ISCTR	İşbank	AL	AL	14.67	20.00	20.00	36%
T SKB	T SKB	AL	AL	12.99	18.00	19.00	46%
VAKBN	Vakıfbank	AL	AL	33.78	40.00	45.00	33%
YKBNK	Yapı Kredi	AL	AL	37.90	45.00	48.00	27%

Öneri ve Değerleme Değişiklikleri: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri		Fiyat	Hedef Değer		Potans.
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	
Otomotiv							
FROTO	Ford Otosan	NÖTR	NÖTR	103.90	130	130	25%
TOASO	Tofaş	NÖTR	NÖTR	295.50	290	350	18%
Havacılık							
PGSUS	Pegasus	AL	AL	202.80	375	285	41%
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	NÖTR	326.25	370	400	23%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	AL	299.00	430	400	34%
Dayanıklı Tüketim							
ARCLK	Arçelik	NÖTR	NÖTR	112.00	150	140	25%
Dayanıklı Tüketim							
DOHOL	Doğan Holding	NÖTR	NÖTR	20.14	22	24	19%
KCHOL	Koç Holding	AL	AL	195.30	270	280	43%
SAHOL	Sabancı Holding	AL	AL	95.50	150	150	57%
Gıda / İçecek							
AEFES	Anadolu Efes	AL	NÖTR	17.59	23	GG	-
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	NÖTR	69.35	85	85	23%
ULKER	Ülker Bisküvi	AL	NÖTR	129.00	170	160	24%
Perakende							
BIMAS	BİM	AL	AL	626.00	730	840	34%
MAVI	Mavi Giyim	NÖTR	NÖTR	46.30	55	55	19%
MGROS	Migros	AL	AL	625.00	750	830	33%
SOKM	Şok Market	NÖTR	NÖTR	61.35	55	70	14%
Telekom							
TCELL	Türkcell	AL	AL	112.10	150	150	34%
TTKOM	Türk Telekom	AL	AL	64.45	80	85	32%

Öneri ve Değerlemeler: Banka

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		PD/DD	
						2025T	2026T	2025T	2026T
Banka									
AKBNK	Akbank	AL	77.80	108.00	39%	7.11	4.71	1.37	1.10
GARAN	Garanti	AL	148.50	207.00	39%	5.65	5.04	1.43	1.17
HALKB	Halkbank	NÖTR	43.30	50.00	15%	11.81	8.64	1.67	1.44
ISCTR	İşbank	AL	14.67	20.00	36%	6.12	3.65	1.00	0.89
T SKB	T SKB	AL	12.99	19.00	46%	3.22	2.99	0.81	0.67
VAKBN	Vakıfbank	AL	33.78	45.00	33%	5.04	4.12	1.16	0.95
YKBNK	Yapı Kredi	AL	37.90	48.00	27%	6.98	4.66	1.28	1.04

Öneri ve Değerlemeler: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		FD/FAVÖK	
						2025T	2026T	2025T	2026T
Beyaz Eşya									
ARCLK	Arçelik	NÖTR	112.00	140.00	25%	-	18.0	7.2	7.2
Gıda									
AEFES	Anadolu Efes	NÖTR	17.59	21.00	19%	8.0	7.9	6.9	7.3
CCOLA	Coca-Cola İçecek	NÖTR	69.35	85.00	23%	10.0	9.4	6.4	6.2
ULKER	Ülker Bisküvi	NÖTR	129.00	160.00	24%	5.1	4.9	4.2	4.5
Havacılık									
PGSUS	Pegasus	AL	202.80	285.00	41%	6.2	5.7	6.0	5.5
TAVHL	T AV Havalimanları	NÖTR	326.25	400.00	23%	35.6	21.8	6.6	5.5
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	299.00	400.00	34%	5.0	4.2	3.3	3.3
Holding									
DOHOL	Doğan Holding	NÖTR	20.14	24.00	19%	-	-	-	-
KCHOL	Koç Holding	AL	195.30	280.00	43%	-	15.4	-	-
SAHOL	Sabancı Holding	AL	95.50	150.00	57%	-	36.5	-	-
Otomotiv									
FROTO	Ford Otosan	NÖTR	103.90	130.00	25%	7.7	7.3	6.8	6.8
TOASO	Tofaş	NÖTR	295.50	350.00	18%	20.2	12.6	16.5	8.5
Perakende									
BIMAS	BİM	AL	626.00	840.00	34%	17.8	15.5	8.3	7.7
MAVI	Mavi Giyim *	NÖTR	46.30	55.00	19%	12.9	12.0	3.3	3.1
MGROS	Migros	AL	625.00	830.00	33%	14.5	13.3	3.5	3.2
SOKM	Şok Market	NÖTR	61.35	70.00	14%	-	32.5	4.9	4.1
Telekom									
TCELL	Turkcell	AL	112.10	150.00	34%	10.2	10.0	2.5	2.7
TTKOM	Turk Telekom	AL	64.45	85.00	32%	7.1	7.2	3.0	3.2

Makroekonomik Tahminler

	2023	2024	2025	2026T	2027T
GSYH büyüme (%)	5.1%	3.2%	3.7%	3.8%	4.0%
TÜFE, yıl sonu (%)	64.8%	44.4%	30.9%	24.0%	16.8%
US\$/TRL, yıl sonu	29.54	35.34	42.85	52.00	61.00
US\$/TRL, ortalama	23.82	32.90	39.47	47.50	56.50
EUR/TRL, yıl sonu	32.68	36.86	50.29	62.00	71.50
EUR/TRL, ortalama	25.76	35.61	44.71	55.50	65.75
EUR/US\$, yıl sonu	1.11	1.04	1.17	1.19	1.17
EUR/US\$, ortalama	1.08	1.08	1.13	1.17	1.16
TCMB politika faizi (%)	42.5%	47.5%	38.0%	29.0%	21.0%
Gösterge faiz (%)	39.7%	40.6%	37.2%	28.0%	20.0%

Bu rapor, ICBC Yatırım Menkul Değerler AŞ ("ICBC Yatırım") tarafından yalnızca ICBC Yatırım müşterileri için hazırlanmıştır. İçerdiği bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmakta olup kamuya açık kaynaklardan elde edilmiştir. Ancak, ICBC Yatırım bu bilgilerin doğruluğu veya tamlığı konusunda herhangi bir garanti vermez. Bu raporda yer alan görüşler, tahminler ve projeksiyonlar, yalnızca raporun hazırlandığı tarihte yazarın mevcut değerlendirmesini yansıtmaktadır. Bu görüşler ICBC Yatırım'ın kurumsal görüşünü yansıtmayabilir ve herhangi bir bildirimde bulunulmaksızın değiştirilebilir. ICBC Yatırım, bu raporu güncelleme, revize etme veya içeriğinde yer alan herhangi bir görüş, tahmin ya da projeksiyonun değişmesi ya da sonradan yanlış hale gelmesi durumunda alıcıları bilgilendirme yükümlülüğü altında değildir.

Bu rapor yalnızca bilgilendirme amacıyla sunulmaktadır. Herhangi bir finansal aracın alım ya da satımına ya da belirli bir yatırım stratejisine katılım için teklif veya teklif çağrısı niteliği taşımaz. Bu raporda bahsedilen finansal araçlar tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir ve yatırımcılar kendi yatırım kararlarını kendileri vermelidir. Finansal araçların fiyatları ve erişilebilirliği önceden bildirim yapılmaksızın değişebilir ve fiyat dalgalanmaları ve diğer faktörler nedeniyle yatırım işlemleri zarar ile sonuçlanabilir. Bir finansal araç, yatırımcının yerel para biriminden farklı bir para biriminden işlem görüyorsa, döviz kurlarındaki değişim yatırım üzerinde olumsuz etki yaratabilir. Geçmiş performans, gelecekteki getirilerin garantisi değildir.

Bu raporda yer alan görüş ve tahminler, yatırım danışmanlığı hizmetleri kapsamında değildir. Her ne koşulda olursa olsun, ICBC Yatırım ya da bağlı olduğu kurumlar, iştirakleri, bağlı ortaklıkları, temsilcileri veya acenteleri, bu raporda yer alan bilgilerden kaynaklanan doğrudan, dolaylı, tesadüfi, netice kabilinden doğan veya örnek teşkil eden zararlardan, kâr kaybı dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere, hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. ICBC Yatırım personeli ve danışmanları da bu bilgiden kaynaklanan doğrudan veya dolaylı zararlardan hiçbir şekilde sorumlu değildir.

Bu raporun internet veya e-posta yoluyla iletilmesi sırasında herhangi bir virüs ya da teknik sebeple alıcının donanım veya yazılımına gelebilecek zararlardan ICBC Yatırım sorumlu tutulamaz.

Bu araştırma raporunun içeriği, ICBC Yatırım'ın önceden yazılı izni olmaksızın hiçbir şekilde kopyalanamaz, iletilemez ya da çoğaltılamaz. ICBC Yatırım, bu kapsamda üçüncü tarafların eylemlerinden doğabilecek herhangi bir sorumluluk kabul etmez.

Bu doküman ("Doküman"), ICBC Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Doküman yalnızca bilgilendirme amacıyla sunulmakta olup, (i) herhangi bir finansal aracın alımı ya da satımı için bir teklif ya da teklif çağrısı teşkil etmez ve/veya (ii) herhangi bir yatırım kararına ilişkin profesyonel bir tavsiye niteliği taşımaz.

Doküman, elektronik posta ve normal posta yoluyla profesyonel yatırımcılara dağıtılmaktadır ve hiçbir şekilde tamamı ya da bir kısmı yeniden dağıtılamaz, çoğaltılamaz, ifşa edilemez veya yayımlanamaz.

Bu dokümanda yer alan bilgi, görüş, tahmin ve öngörüler, ICBC Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiş veya bu kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Ancak, bu bilgilerin doğruluğu, eksiksizliği veya isabetliliği konusunda açık ya da zımni hiçbir garanti verilmemekte ve ICBC Yatırım, bu dokümanın alıcılarına ve/veya herhangi bir üçüncü tarafa karşı hiçbir sorumluluk, yükümlülük veya tazminat altına girmemektedir.

ICBC Yatırım, bu dokümanın içeriğiyle doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili olabilecek çeşitli faaliyetler ve işlemler içinde bulunabilir. Bu doğrultuda, ICBC Yatırım, dokümanda adı geçen herhangi bir finansal araçta pozisyon alabilir veya piyasa yapıcısı olarak hareket edebilir.

Dolayısıyla, dokümanda yer almayan bilgiler, ICBC Yatırım ile bağlantılı kişilerin erişiminde olabilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.

ICBC Yatırım, gerekli yetki belgelerine sahiptir (Aracılık Yetki Belgesi, Belge No: G050 (388); Belge Tarihi: 01/01/2016) ve Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") denetiminde ve SPK mevzuatına uygun şekilde faaliyet göstermektedir.