

Hisse Senedi Stratejisi

BIST Jeopolitik fırtınaya iyi dayanıyor

Nisan 2026



📌 MSCI Türkiye, yıl başından bu yana gelişmekte olan piyasaları önemli ölçüde geride bıraktı (+%27,5'e karşı +%15,0)

Yılın ilk iki ayında Türk hisse senetlerine gelen yabancı sermaye akışlarının neredeyse yarısı, İran-ABD-İsrail savaşının başlaması ve enerji fiyatlarındaki yükselişin ardından Mart ayında tersine döndü. Nisan ayında ise ateşkes ile birlikte yabancılar tekrar alıma döndü.

TCMB'nin fiili 300 baz puan sıkılaştırması ve faiz indirimlerinin durdurulması sonrasında, 2 yıllık ve 10 yıllık tahviller ateşkesine rağmen %40 ve %33 seviyelerinde işlem görüyor. Tahvil piyasasında yoğun yabancı çıkışı getirilerdeki yükselişi tetikleyen önemli bir etken.

2026 yılında ortalama 85 ABD\$/varil petrol fiyatı varsayımı altında, makro tahminler üzerindeki beklenen olumsuz etkiler:

Enflasyon : +% 1,9

Cari Açık : % 0,9

GSYİH büyümesi : -% 0,8

Bütçe açığı : % 0,5

📌 Bankalar, küresel risk algısındaki bozulma ve faiz oranlarındaki yükselişten en çok etkilenen sektör oldu. Bankaların daha önce açıkladığı, reel özsermaye kârlılığının 2026'nın ikinci yarısında pozitifte döneceğine dair öngörülerini, faiz indirimlerinin gecikme olasılığı nedeniyle artık risk altında.

Bu olumsuz gelişmelerle XBANK endeksi, 26 Şubat'ta kaydettiği zirveden %14 düştü. Biz bankalardaki satışı fırsat olarak görüyoruz.

📌 2025'te %179 göreceli getiri kaydeden Aselsan (ASELS.IS), ateşkesine rağmen yıl başından bu yana %34 göreceli getiri ile üstün performansını sürdürdü.

Savunma sektörünün yanı sıra, petrol rafinerisi Tüpraş (TUPRS.IS), petrokimya şirketi Petkim (PETKM.IS), gübre şirketleri, elektrik, çelik, sağlık ve gıda perakende sektörleri güçlü performans gösterdi.

Petrol ürünleri, türevleri ve gübredeki arz kısıtları önümüzdeki aylarda devam ederse, pandemi döneminde yaşanan benzer şekilde bu emtia fiyatlarını daha da yukarı itebilir.

📌 Ateşkesin ardından ilk toparlanan sektörler bankalar ve havayolu hisseleri oldu. Hürmüz Boğazı'nda deniz trafiğinin yeniden başlaması ve olası bir barış anlaşması, bu hisselerdeki toparlanmayı daha da destekleyebilir.

✦ ENERJİ VE SAVUNMA SEKTÖRLERİNDE BÜYÜME İVMESİ DEVAM EDECEK

Öne çıkardığımız sanayi şirketleri Aselsan (ASELS.IS), Astor (ASTOR.IS) ve Tüpraş (TUPRS.IS). Savunma ve enerji sektörlerindeki güçlü yerel ve küresel talep koşullarının desteğiyle, 2026'da Aselsan ve Astor için güçlü gelir artışı ve kârlılığın devam etmesini bekliyoruz. Orta Doğu'da olası bir barıştan sonra bile, savaş sırasında üretim tesislerinin tahrip edilmesi, düşük stok seviyeleri ve fiyatlardaki jeopolitik risk primi nedeniyle petrol ürünleri piyasalarındaki darlığın bir süre daha devam etmesi bekleniyor. Buna bağlı olarak Tüpraş'ın 2026T ve 2027T FAVÖK rakamlarını sırasıyla %57 ve %18 yukarı revize ettik.

Avrupa'nın askeri harcamaları artırma planları, veri merkezlerine artan ihtiyaç ve elektrifikasyonun yaygınlaşması, bu şirketlerdeki büyümeyi destekleyecek temel faktörler. Enerji sektöründen model portföyümüzdeki diğer bir isim Aksa Enerji (AKSEN.IS). Şirket, 2025 sonu itibarıyla 3GW olan mevcut kapasitesini yurt içi ve yurt dışı yatırımlarla 2028'de 5GW'a çıkaracak. Yeni yatırımların finansmanının alım anlaşmaları ile güvence altına alınması ve yurt dışındaki yeni kapasite için fiyat garantili elektrik satış sözleşmelerinin imzalanması öngörülebilirliği artırıyor. Enerjisa (ENJSA.IS) da elektrik yatırımlarındaki büyümeden faydalanarak enflasyona endeksli reel getiri sağlayacak.

✦ TL'NİN REEL DEĞER KAYBI İHRACATÇILARI / SANAYİCİLERİ DESTEKLEYEBİLİR

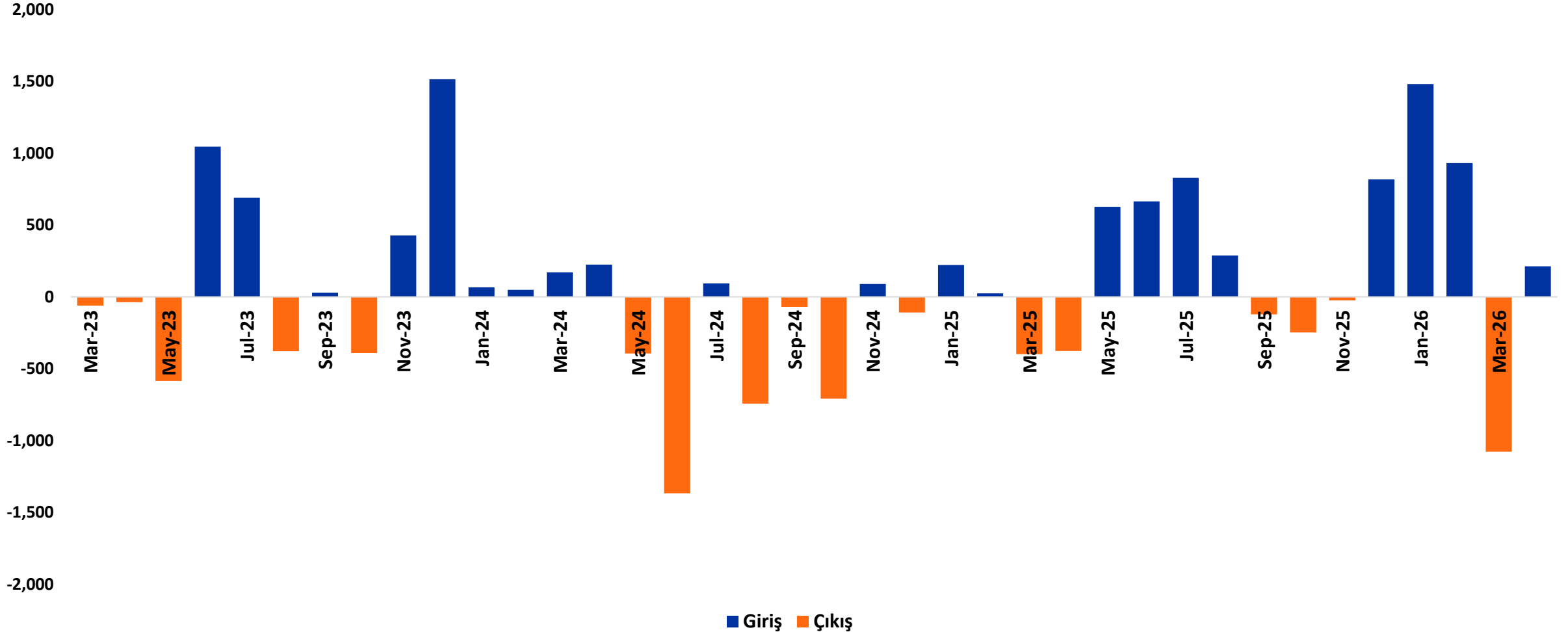
TCMB hesaplamalarına göre yılın ilk üç ayında **TL'nin ÜFE bazlı reel değer kazancı yaklaşık %3,0 oldu**. Böylece 2025 yılındaki kaybın tamamı geri alınmış oldu.

Ayrıca düşen enflasyon rakamları, güçlü özsermaye tabanına sahip şirketlerin parasal kayıplarını da azaltacaktır.

DEZENFLASYON & FAİZ İNDİRİM DÖNGÜSÜ

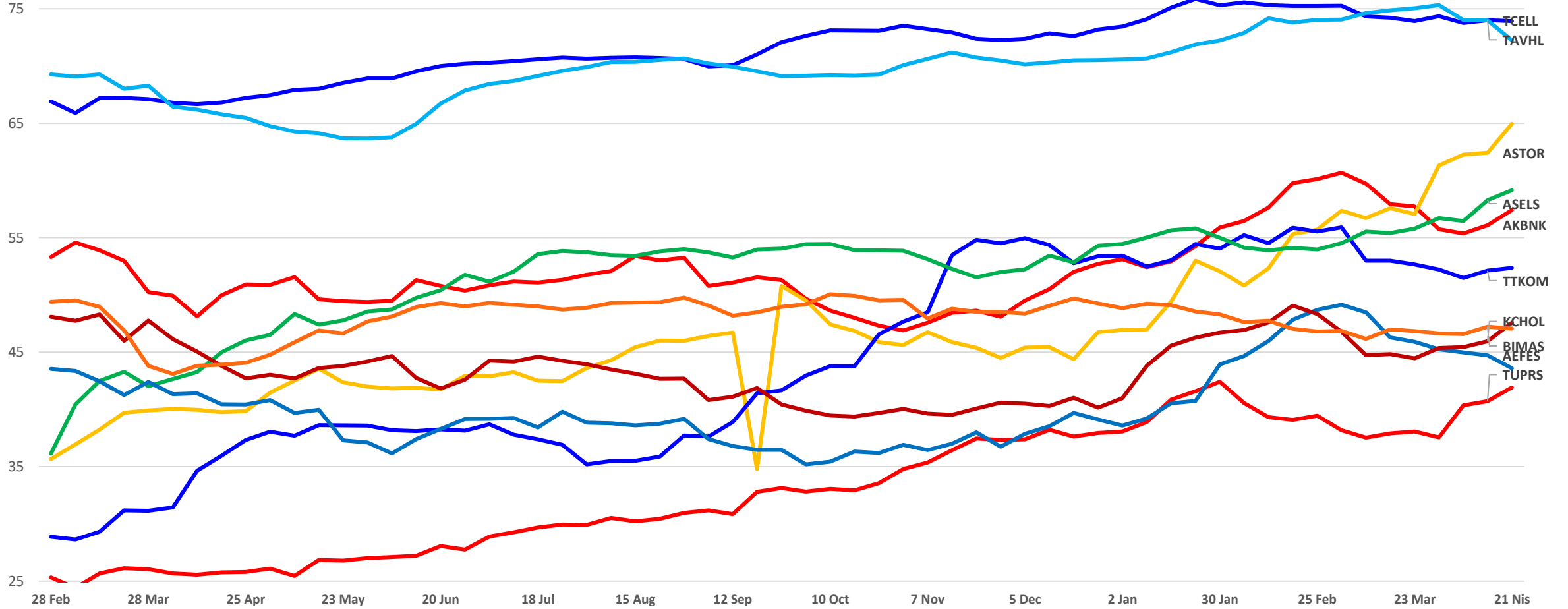
2026 ve 2027 TÜFE tahminlerimiz sırasıyla %27,5 ve %21. Politika faiz oranının 2026 sonunda %34'e ve 2027 sonunda %24'e gerilemesini öngörüyoruz. Bankalar ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), faiz indirim döngüsünden en çok faydalanacak sektörler olacak. 2027'deki genel seçimler öncesinde makro ihtiyati tedbirlerin gevşetilmesi, bankaların kârlılığını daha da destekleyebilir. Kapsamımızdaki bankalar için **2026 ve 2027'de hisse başına kârda sırasıyla %35 ve %56 büyüme öngörüyoruz**. Bankaların açıkladığı reel özsermaye kârlılığı oranlarının **2027 yılından itibaren %5-%8 aralığında gerçekleşmesini bekliyoruz**. Uzayan savaş ve petrol şoku ile olası yeni bir iç siyasi şok; enflasyonun yükselmesine, faiz indirimlerinin ertelenmesine veya artış dönemine geri dönülmesine yol açabilecek temel risk faktörleri. Mart ortasında model portföyümüzde faize duyarlı hisselerin ağırlığını, Akbank (AKBNK.IS) ve Emlak GYO (EKGYO.IS) çıkararak azalttık. Ateşkes sonrasında geçtiğimiz hafta Akbank'ı portföye geri ekleyerek bankacılık sektörü ağırlığımızı yeniden arttırdık.

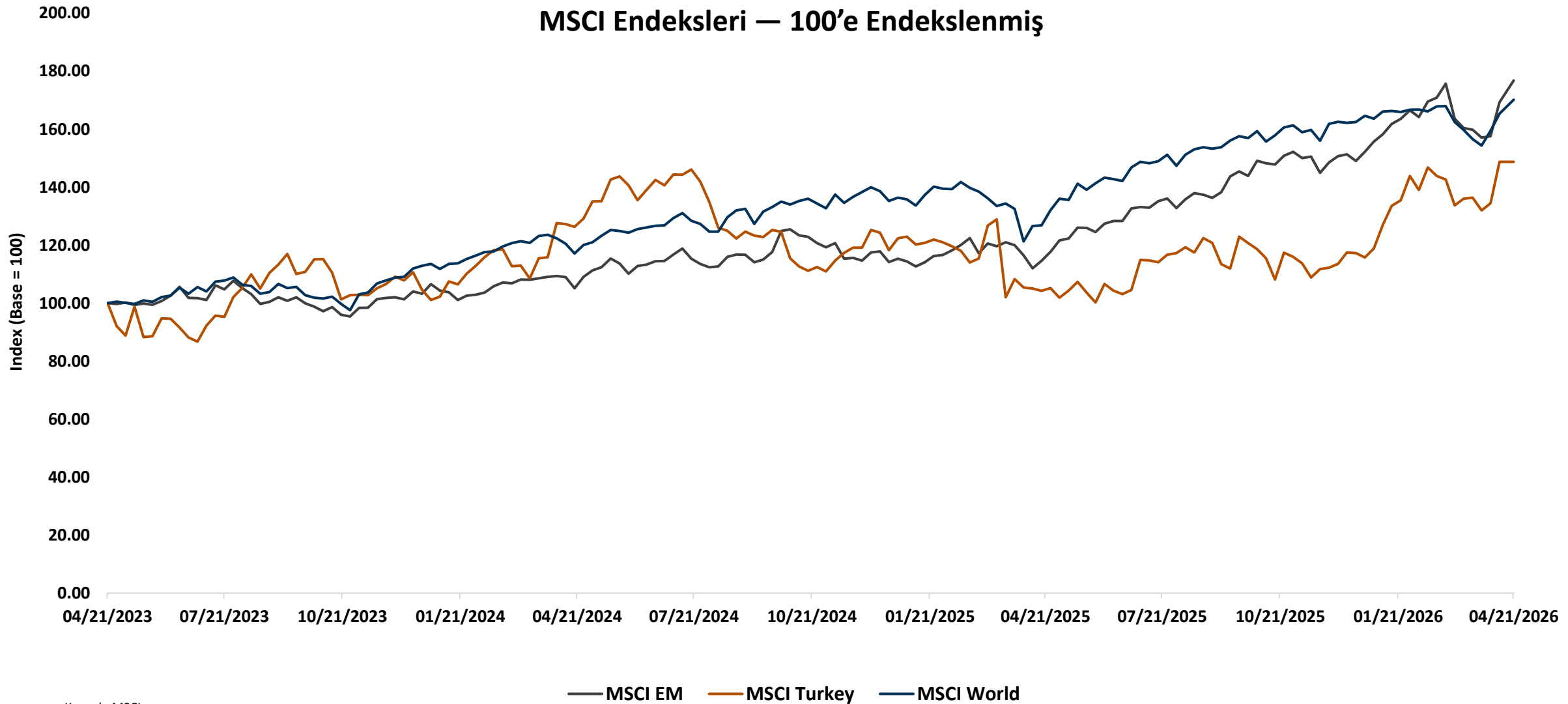
Türk Hisse Senetlerine Aylık Yabancı Akışları (\$ mn)





BIST 30 İlk 10 Hisse — Yabancı Sahiplik Oranı (%) Haftalık

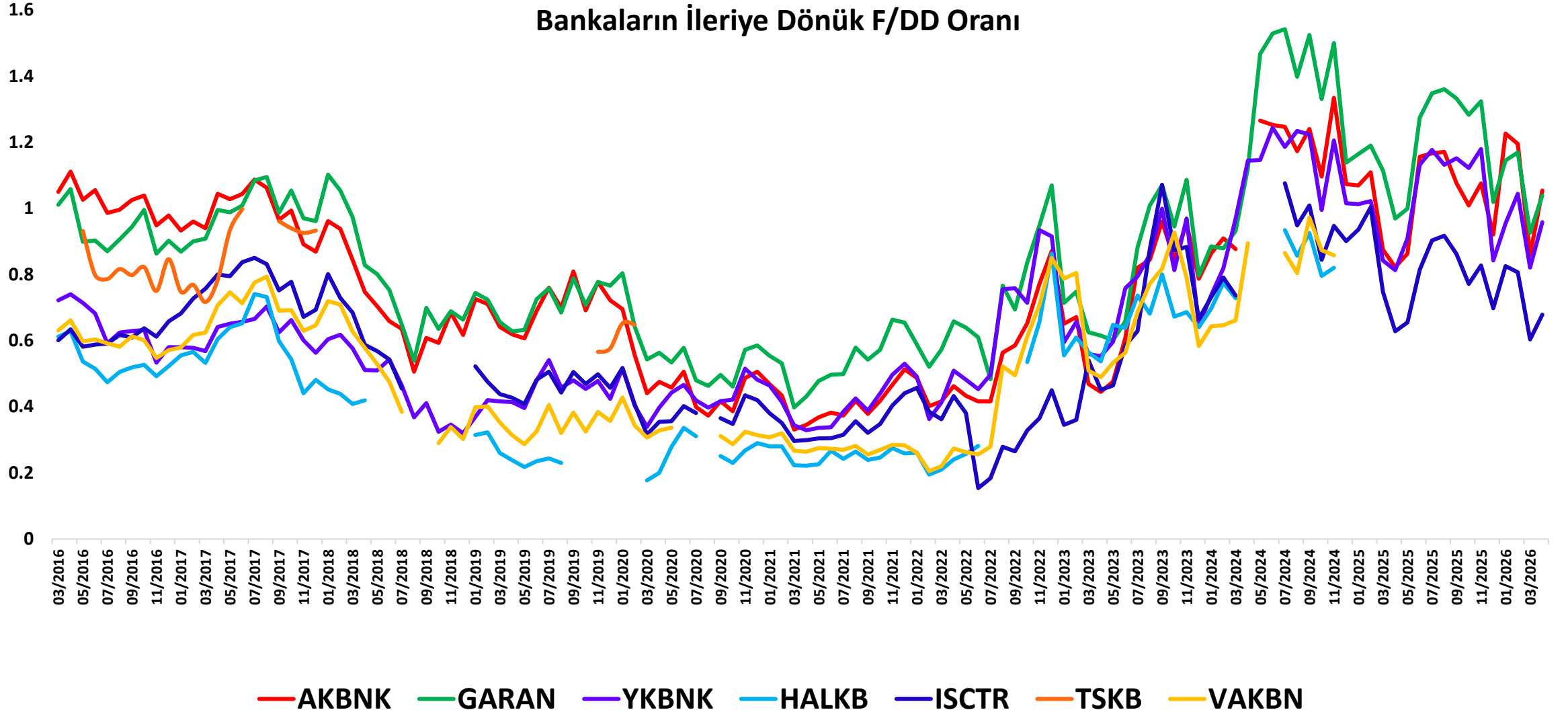




Kaynak: MSCI



Bankaların İleriye Dönük F/DD Oranı



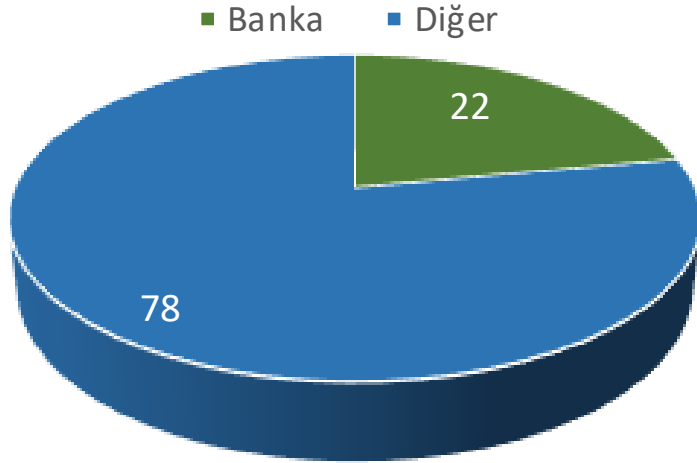
	2024	2025	2026T	2027T
GSYİH büyüme, %	3.3	3.6	2.7	4.2
TÜFE (yıl sonu), %	44.4	30.9	27.5	21.0
TÜFE (ortalama), %	58.5	34.9	30.0	22.3
Cari Denge / GSYİH (%)	-0.8	-1.6	-2.7	-2.1
Para Piyasası Faizi, %	47.5	38.0	34.0	24.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	29.5	28.9	30.0	26.0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	8.2	7.4	7.8	7.6
TL/Dolar (ortalama)	32.8	39.5	46.5	55.0
TL/Dolar (yıl sonu)	35.2	42.9	50.8	59.0
TL/Euro (ortalama)	35.5	44.7	54.5	64.1
TL/Euro (yıl sonu)	36.7	50.5	59.4	68.4
Avro/Dolar (ortalama)	1.08	1.11	1.17	1.17
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.04	1.17	1.17	1.16

Kaynak: İş Yatırım

En Çok Önerilenler Listesi						2026T			Girişten	
Hisse	Giriş	Fiyat(TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Piyasa Değeri(TRY)	Get.Pot.(%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ağırlık(%)	İtibaren Rel.%
AKBNK	14/04/2026	79.25	107.00	412,100	35%	5.10	1.08	-	11	0.4%
AKSEN	16/10/2025	79.00	117.50	96,881	49%	27.09	1.42	7.73	14	18.7%
ASELS	16/01/2025	396.50	450.00	1,808,040	13%	30.97	5.70	28.71	12	249.2%
ASTOR	20/10/2025	207.90	282.00	207,484	36%	22.90	4.41	12.65	12	58.8%
ENJSA	12/03/2026	117.20	164.22	138,421	40%	40.02	1.31	4.17	14	-4.4%
GARAN	08/07/2024	139.40	195.00	585,480	40%	4.02	1.03	-	11	-7.0%
MPARK	23/12/2025	463.00	514.51	88,439	11%	14.33	7.26	5.49	14	-1.4%
TUPRS	09/04/2026	263.00	338.00	506,747	29%	8.60	1.24	4.21	12	-1.7%

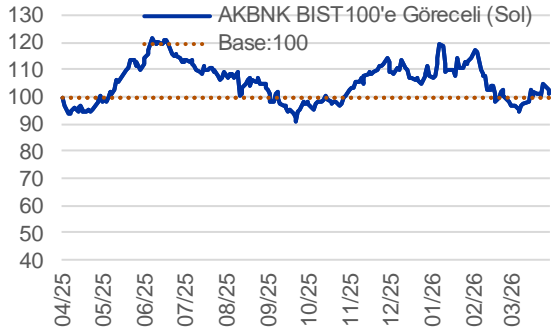
En Çok Önerilenler Listesi Getiri Tablosu		
Yıllar	TL Performans	Göreceli Performans
2006	27.0%	29.0%
2007	48.0%	4.0%
2008	-49.0%	5.8%
2009	211.0%	59.0%
2010	50.0%	20.0%
2011	-18.7%	4.6%
2012	84.7%	21.1%
2013	-4.7%	9.2%
2014	47.5%	17.6%
2015	-14%	4.4%
2016	18%	7.7%
2017	65%	11.4%
2018	-5.8%	19.0%
2019	62.9%	27.1%
2020	60%	22.0%
2021	38.9%	10.4%
2022	183.4%	-4.5%
2023	74.6%	28.7%
2024	46.3%	11.2%
2025	28.2%	11.9%
2026	22.3%	-3.9%

Model Portfföy Sektör Ağırlıkları





AKBNK		AL	
Fiyat ₺	79.25	3A Hac.mn ₺	216.8
Hedef Fiyat ₺	107.00	Yılıçi Rel.	-8%
Getiri Pot.	35%	Yabancı	57%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T
Net Kar	57,247	80,771	144,295
Net Faiz Geliri	101,215	180,344	254,173
Mevduat	2,071,580	2,427,265	3,312,487
Özsermaye	310,158	382,342	514,521
Oranlar	2025G	2026T	2027T
F/K	7.2	5.1	2.9
PD/DD	1.3	1.1	0.8
PD/Mevduat	0.2	0.2	0.1
PD/Net Faiz Geliri	4.1	2.3	1.6
Özserm. Karlılık	21%	23%	32%
Büyümler	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%
Net Kar	41%	79%	50%
Özsermaye	23%	35%	30%
Net Faiz Geliri	78%	41%	45%
Mevduat	17%	36%	39%



AKBANK (AKBNK.IS)

Yatırım Teması

2026 kâr tahminlerimizde yaptığımız %11'lik aşağı yönlü revizyona rağmen, 2027 yılında devreye girecek daha güçlü faiz indirim döngüsünün marjlarda hızlı bir toparlanma sağlayacağı beklentimiz doğrultusunda, 2027–29 kâr tahminlerimizi %5 yukarı yönlü revize ediyoruz. Akbank'ın iyileşen marj dinamikleri, artan bilanço kaldıraç kullanımı ve güçlü maliyet verimliliği sayesinde 2027 sonrasında %30'un üzerinde özsermaye getirisi üretmesini bekliyoruz. Aktif kalitesi tarafında, takipteki kredi girişleri sektör ortalamalarına paralel seyrederken, güçlü karşılık oranları ve görece düşük ikinci aşama kredi portföyü bankanın makro koşulların iyileşmesi ve büyümenin hızlanmasıyla birlikte daha dayanıklı bir performans sergilemesini destekleyecektir. Akbank, faiz indirim döngüsünden faydalanma açısından iyi konumlanmış olup, özellikle son dönemde toplam TL fonlama içinde payı artan mevduat dışı kısa vadeli TL kaynakların, aktiflere kıyasla daha hızlı yeniden fiyatlanması marjlara ek destek sağlayacaktır.

Bankanın ücret/komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerine oranı 1'in üzerinde olup, bu metrikte sektör lideridir. Bu durum, bankanın güçlü maliyet disiplini ve yapısal olarak sağlam ücret/komisyon gelir tabanını ortaya koymaktadır. Görece düşük maliyet ve karşılık yükü ile birlikte değerlendirildiğinde, Akbank kısa vadede %30'un üzerinde sürdürülebilir özkaynak karlılığı üretebilecek en güçlü adaylardan biri olarak öne çıkmaktadır.

Değerleme

Daha yüksek özsermaye maliyeti varsayımları ve 2026 kâr tahminlerimizdeki sınırlı aşağı yönlü revizyonlar doğrultusunda hedef fiyatımızı 115 TL'den 107 TL'ye indiriyoruz. Akbank, 2027 tahmini kârına göre 2,86x F/K ve 2027 tahmini defter değerine göre 0,8x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. 2026 yılındaki geçici kârlılık zayıflığının ardından bankanın 2027 itibarıyla yeniden güçlü bir kâr büyüme patikasına girmesini bekliyoruz.

Riskler

Yatırım tezimize yönelik başlıca riskler, olumsuz makroekonomik gelişmeler ve artan regülasyon baskısı olup, her iki unsur da marjlar, aktif kalitesi ve genel kârlılık üzerinde baskı yaratabilir.

AKSEN		AL	
Fiyat ₺	79.00	3A Hac.mn ₺	13.2
Hedef Fiyat ₺	117.50	Yılıçi Rel.	-14%
Getiri Pot.	49%	Yabancı	5%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T
Net Kar	4,656	4,043	7,571
Satışlar	54,041	52,455	67,094
FAVÖK	17,235	21,180	30,285
Net Borç	60,624	69,186	85,036
Oranlar ₺	2025G	2026T	2027T
F/K	23.5	27.1	14.5
FD/FAVÖK	9.5	7.7	5.4
FD/Satışlar	3.03	3.12	2.44
Aktif Karlılık	3%	2%	4%
Özserm. Karlılık	6%	5%	9%
Net Borç/FAVÖK	2.78	3.27	2.81
Net Borç/Özserm	0.80	0.90	1.01
Büyüme %	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%
Net Kar	-13%	87%	18%
FAVÖK	23%	43%	21%
Satışlar	-3%	28%	7%

AKSA ENERJİ (AKSEN.IS)

Yatırım Teması

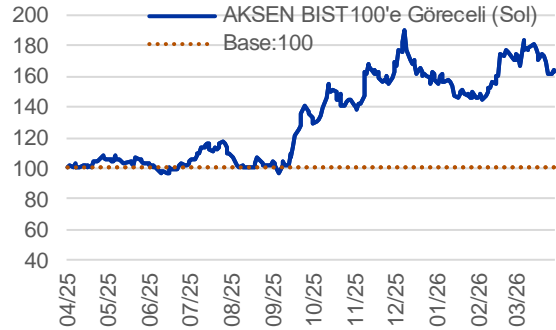
AKSEN'in i.) bu sene düşük elektrik fiyatı beklentimize rağmen düşük Türkiye payı ii.) yurtdışındaki alım garantili anlaşmalar ile öngörülebilir nakit akış iii.) agresif kurulu güç artışı ve FAVÖK büyümesi sebebiyle beğenmeye devam ediyor ve bu sene de pozitif ayrışacağına inanıyoruz. Bu sene 1060MW kurulu güç artışı ile yıl sonu FAVÖK'ün 417 mn USD'ye ulaşarak %32 büyümesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısı gelecek yenilenebilir enerji kapasitelerinin yanı sıra geçen sene 87 mn USD olan Türkiye FAVÖK'ünün ise bu sene 37 mn USD ile sınırlı kalmasını öngörüyoruz.

Değerleme

AKSEN için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede herhangi bir değişikliğe gitmiyor, güncel makro tahminlerimizi ve kullandığımızda 117.5TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

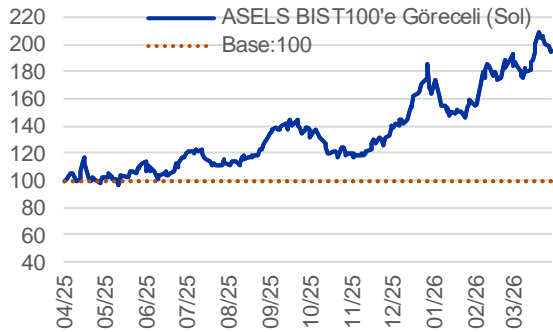
Riskler

Kur şoku, kapasite artışlarının gecikmesi





ASELS				AL
Fiyat ₺	396.50	3A Hac.mn ₺		277.8
Hedef Fiyat ₺	450.00	Yılıçi Rel.		34%
Getiri Pot.	13%	Yabancı		59%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T	
Net Kar	38,488	66,000	87,898	
Satışlar	230,067	272,767	333,333	
FAVÖK	60,344	71,749	88,013	
Net Borç	17,760	20,312	25,435	
Oranlar ₺	2025G	2026T	2027T	
F/K	-	31.0	23.3	
FD/FAVÖK	34.1	28.7	23.4	
FD/Satışlar	8.95	7.55	6.18	
Aktif Karlılık	8%	11%	12%	
Özserm. Karlılık	14%	19%	22%	
Net Borç/FAVÖK	0.23	0.28	0.29	
Net Borç/Özserm	0.06	0.06	0.06	
Büyüme %	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%	
Net Kar	71%	33%	32%	
FAVÖK	19%	23%	13%	
Satışlar	19%	22%	13%	



ASELSAN (ASELS.IS)

Yatırım Teması

Aselsan, artan jeopolitik gerilimlerle birlikte savunma harcamalarının yükseliş trendine girdiği bir dönemde, önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekleyecek rekor bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. Türkiye'nin lider savunma elektroniği şirketi ve yeni nesil muharip uçaklardan savaş gemilerine uzanan milli platformların birincil faydalı yük tedarikçisi konumuyla Aselsan, Türk savunma sanayinin hem yurt içinde hem de uluslararası alanda büyümesine liderlik etmektedir. Radar, elektronik harp, elektro-optik, güdüm ve hava savunma sistemlerindeki ileri teknoloji kapasitesi, şirketi ülke tarihinin en büyük savunma programlarından biri olan Çelik Kubbe milli hava savunma mimarisinin merkezine taşımaktadır. 1,5-2 milyar dolar yatırımla hayata geçecek Oğulbey Teknoloji Üssü, tamamlandığında Avrupa'nın en büyük hava savunma üretim tesisi olma özelliği taşıyacak. Şirketin toplam üretim kapasitesini ikiye katlayacak olan yatırımın 2028 yılı sonunda büyük ölçüde tamamlanması, 2026 yılı ortasında ise ilk fazın üretime başlaması planlanmaktadır.

Değerleme

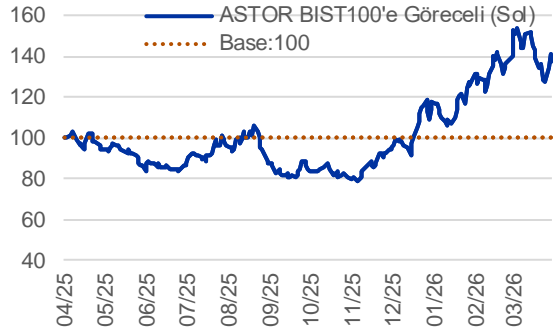
Orta Doğu'daki son gelişmelerin ardından hem uluslararası hava savunma siparişlerinde hem de Çelik Kubbe yatırım zaman çizelgesinde hızlanma bekliyoruz. Bu doğrultuda 2026 yılı yeni sipariş alım tahminimizi 10,6 milyardan 11,7 milyar dolara yükseltiyor, güncellenmiş makro tahminlerimizi modelimize yansıtıyor ve ASELS için hisse başına hedef fiyatımızı 402TL'den 450TL'ye revize ediyoruz.

Riskler

Beklenenin altında nakit dönüşümü, tedarik zinciri sorunları, beklenenin altında yurt içi savunma harcamaları ve TL'de beklenenin üzerinde reel değerlenme temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Önemli milli platformlarda seri üretime geçişin beklenenden hızlı gerçekleşmesi, beklenenin üzerinde uluslararası yeni iş alımı ve tahsilatlarda ilave hızlanma ise yukarı yönlü risk faktörleri arasında yer alıyor.



ASTOR				AL
Fiyat ₺	207.90	3A Hac.mn ₺		148.3
Hedef Fiyat ₺	282.00	Yılıçi Rel.		40%
Getiri Pot.	36%	Yabancı		66%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T	
Net Kar	9,803	10,242	11,458	
Satışlar	45,892	55,633	67,667	
FAVÖK	14,685	17,841	21,386	
Net Borç	-10,104	-9,626	-9,665	
Oranlar ₺	2025G	2026T	2027T	
F/K	23.9	22.9	20.5	
FD/FAVÖK	15.4	12.6	10.5	
FD/Satışlar	4.92	4.06	3.33	
Aktif Karlılık	17%	15%	15%	
Özserm. Karlılık	26%	21%	20%	
Net Borç/FAVÖK	-0.54	-0.54	-0.45	
Net Borç/Özserm	-0.24	-0.18	-0.16	
Büyüme ₺	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%	
Net Kar	4%	12%	5%	
FAVÖK	21%	20%	13%	
Satışlar	21%	22%	14%	



✦ ASTOR ENERJİ (ASTOR.IS)

Yatırım Teması

İhracat gelirleri, 2025 yılında şirketin toplam gelirlerinin %40'ını oluştururken 2026 yılında bu oranın %52'ye çıkması hedefleniyor. Orta-uzun vadede ise artan kapasite ve yurtdışı siparişlerinin bakiye siparişlerdeki oranındaki artış ile birlikte şirketin ihracat oranının büyümeye devam etmesini bekliyoruz. ASTOR'u cazip kılan faktörler: gelecekteki yatırımlar için kaynak oluşturacak orta vadede güçlü öngörülebilir ve büyüyen nakit akımı, dolar bazlı iş modeli, verimli ve rekabetçi üretimi ve sağlam bilanço yapısı olarak sayılabilir. Dünya genelinde artan enerji altyapı yatırımları ihtiyacına ek olarak ABD pazarından alınan büyük montanlı siparişler, küresel tedarik darboğazları, ve kapasite kısıtlarının sebep olduğu uzun teslimat süreleri göz önüne alındığında, şirketin verimli, büyük, esnek ve düşük maliyetli bir üretici olarak oldukça sağlam bir iş modeline ve güçlü bir pazar konumlanmasına sahip olduğu görülmekte.

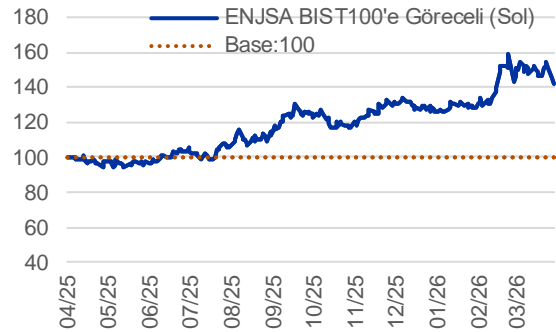
Değerleme

Şirketin İspanya'da yapmayı planladığı 10MVA kapasiteli dağıtım trafosu yatırımının etkisi ve modelimizi ileri taşımamız sonrası hedef fiyatımızı 282TL'ye yükseltiyoruz. ASTOR, yabancı benzerlerinin medyan 2026T 18,9x olan FD/FAVÖK çarpanına göre iskontolu işlem görmeye devam ediyor.

Riskler

Finansal yatırımların bilançodaki artan payı net kara geçtiğimiz çeyreklerde olumlu etki etti. Yatırım gelirlerindeki çeyreklik dalgalanma net kar görünümünü etkileyebilir. Bunun yanı sıra elektrik dağıtım / perakende müşterilerinden alacaklarında yaşanabilecek olası sıkıntılar risk teşkil edebilir. Ek olarak uzun vadede; sektördeki yüksek rekabet, ihracat pazarlarındaki vergi uygulamaları, hammadde ve navlun fiyatlarında olası artışlar marjda aşağı yönlü baskı uygulama potansiyeli taşıırken elektrik tüketimindeki yavaşlama da satış projeksiyonlarını aşağı çekebilir.

ENJSA		AL	
Fiyat ₺	117.20	3A Hac.mn ₺	8.7
Hedef Fiyat ₺	164.22	Yılıçi Rel.	6%
Getiri Pot.	40%	Yabancı	32%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T
Net Kar	4,043	3,910	6,890
Satışlar	297,158	319,347	319,712
FAVÖK	55,178	54,943	55,635
Net Borç	80,729	105,816	124,244
Oranlar ₺	2025G	2026T	2027T
F/K	38.7	-	22.7
FD/FAVÖK	4.2	4.2	4.1
FD/Satışlar	0.77	0.72	0.72
Aktif Karlılık	1%	1%	2%
Özserm. Karlılık	3%	3%	6%
Net Borç/FAVÖK	1.15	1.93	2.23
Net Borç/Özserm	0.66	0.88	1.03
Büyümler ₺	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%
Net Kar	-3%	76%	19%
FAVÖK	0%	1%	0%
Satışlar	7%	0%	2%



ENERJISA (ENJSA.IS)

Yatırım Teması

ENJSA'nın i.) defansif iş modeli ii.) enflasyon üstü öngörülebilir reel getirisi sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz.

Savaş riskinden kaynaklı enflasyon beklentilerinin arttığı bir ortamda düşük betası ve olası yüksek enflasyon senaryosuna karşı defansif yapısı ile piyasadan pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Şirket, şu anda 2.5x FD/DVT çarpanıyla işlem görüyor.

Değerleme

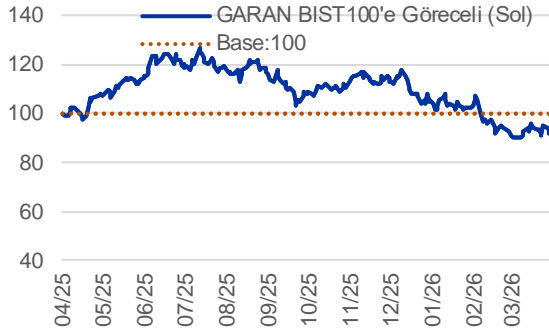
Güncellediğimiz makro tahminlerimiz ile varlık tabanı tahminimizi de yukarı taşıdık. Böylece enflasyon beklentimizin üstünde %39 artış ile bu yılın sonunda varlık tabanının 117 milyar TL'ye (önceki: 113 milyar TL) ulaşmasını öngörüyoruz. ENJSA için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede ulaştığımız 12 aylık hedef fiyatımızı 164TL/hisse ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Riskler

Reel faizlerdeki düşüşün gecikmesi net kar üzerinde baskı uygulayabilir



GARAN		AL	
Fiyat ₺	139.40	3A Hac.mn ₺	112.9
Hedef Fiyat ₺	195.00	Yılıçi Rel.	-21%
Getiri Pot.	40%	Yabancı	9%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T
Net Kar	110,605	145,612	216,817
Net Faiz Geliri	165,312	260,443	372,756
Mevduat	2,563,506	3,396,773	4,543,597
Özsermaye	444,370	567,860	755,555
Oranlar	2025G	2026T	2027T
F/K	5.3	4.0	2.7
PD/DD	1.3	1.0	0.8
PD/Mevduat	0.2	0.2	0.1
PD/Net Faiz Geliri	3.5	2.2	1.6
Özserm. Karlılık	29%	29%	33%
Büyümler	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%
Net Kar	32%	49%	33%
Özsermaye	28%	33%	30%
Net Faiz Geliri	58%	43%	37%
Mevduat	33%	34%	32%



✦ GARANTI BANKASI (GARAN.IS)

Yatırım Teması

Garanti, daha dengeli kârlılık yapısıyla oynaklığın yüksek olduğu mevcut durumda ön plana çıkmaktadır. Güçlü ve dayanıklı ücret/komisyon gelir tabanı, yapısal olarak daha yüksek net faiz marjı görünümü ve güçlü diğer gelir üretim kapasitesi, bankanın hem sektör hem de benzerleri arasında en yüksek özkaynak karlılık seviyesine ulaşmasını sağlamaktadır. Banka, aktif kompozisyonunda kredilere daha yüksek ağırlık verirken, bu krediler içerisinde tüketici, kredi kartları ve perakende KOBİ segmentlerine daha fazla yönelim göstermektedir. Bu yapı, geniş bir vadesiz mevduat tabanı ve düşük maliyetli, daha istikrarlı vadeli mevduatlar ile desteklenmekte, ayrıca etkin şekilde sağlanan yabancı kaynaklarla tamamlanmaktadır. Sektörde en düşük kaldıraç oranına sahip olmasına rağmen Garanti, kârlılık tarafında en yakın rakibine kıyasla belirgin şekilde daha iyi performans sergilemektedir.

Net faiz marjında yaklaşık 40 baz puan genişleme öngörüyoruz (önceki 60 baz puan beklentimizden aşağı revize edilmiştir). Tahminimiz %5,6 seviyesinde swaplara göre düzeltilmiş net faiz marjına işaret etmektedir. Bu doğrultuda 2026 özkaynak karlılık beklentimizi %32'den %29'a indiriyoruz. Bununla birlikte, 2027–29 tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyor ve Garanti'nin 2027 itibarıyla özsermaye maliyetinin üzerinde getiri üretmesini bekliyoruz; bu da orta vadeli yatırım hikâyesini desteklemektedir.

Değerleme

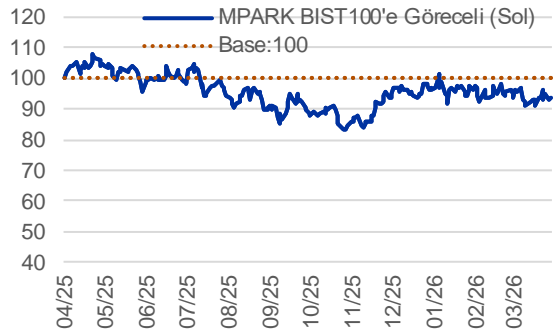
Daha yüksek risksiz faiz varsayımlarına bağlı olarak artan özsermaye maliyeti nedeniyle hedef fiyatımızı 205 TL'den 195 TL'ye indiriyoruz. Garanti'nin çekirdek kârlılık açısından sektör liderliğini sürdüreceğini düşünüyoruz. Hisse, 2027 tahmini kârına göre 2,7x F/K ve 2027 tahmini defter değerine göre 0,77x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Riskler

Yatırım tezine yönelik temel riskler, olumsuz makroekonomik gelişmeler ve artan regülasyon baskısı olup, bu unsurlar marjlar, aktif kalitesi ve genel kârlılık üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.



MPARK				AL
Fiyat ₺	463.00	3A Hac.mn ₺		6.6
Hedef Fiyat ₺	514.51	Yılıçi Rel.		-4%
Getiri Pot.	11%	Yabancı		47%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T	
Net Kar	7,886	6,977	8,510	
Satışlar	70,244	74,943	79,284	
FAVÖK	19,544	20,682	22,051	
Net Borç	25,499	26,474	21,712	
Oranlar \$	2025G	2026T	2027T	
F/K	12.7	14.3	11.7	
FD/FAVÖK	5.8	5.5	5.1	
FD/Satışlar	1.62	1.51	1.43	
Aktif Karlılık	50%	63%	72%	
Özserm. Karlılık	69%	52%	59%	
Net Borç/FAVÖK	0.61	1.28	0.98	
Net Borç/Özserm	0.34	1.92	1.45	
Büyüme %	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%	
Net Kar	-12%	22%	3%	
FAVÖK	6%	7%	4%	
Satışlar	7%	6%	4%	



MLP Sağlık (MPARK.IS)

Yatırım Teması

MLP Sağlık'ın yatırım teması, yapısal olarak dayanıklı talep dinamikleri ve güçlü, ölçeklenebilir iş modeli ile desteklenmektedir. Şirket, kapasite artışının temel büyüme unsuru olduğu bir model ile faaliyet göstermekte olup, yönetim mevcut genişleme alanlarının da desteğiyle yıllık yaklaşık %5 kapasite artışı hedeflemektedir. Sağlık hizmetlerine yönelik talebin defansif yapısı, daha görünür fiyatlandırma mekanizması ve şirketin operasyonel verimliliği, gelir görünümünü ve marj dayanıklılığını desteklemektedir. Finansal tarafta ise, geçen yılın yüksek seviyedeki yatırım harcamalarının (satışların ~%10'u seviyesine) normalleşmesi ve güçlü kârlılık, kademeli bir borçluluk azalım sürecini desteklemektedir. Şirketin ağırlıklı olarak döviz cinsinden borç yapısı göz önüne alındığında, bilanço dinamiklerindeki iyileşmenin önümüzdeki dönemde net kâra da olumlu yansımaları bekliyoruz.

Değerleme

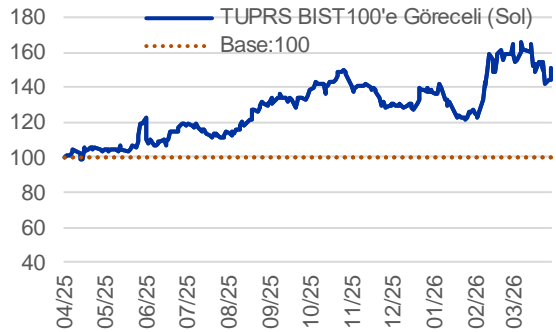
AL önerimizi TL684/hisse hedef fiyat ile sürdürüyoruz. Hisse, 2026T 5.2x FD/FAVÖK (IFRS-16 hariç) çarpanı ile işlem görmektedir. Ocak ayında uygulanan yaklaşık %30'luk SGK tarife artışı ve Türk Tabipler Birliği tarafından yapılan yaklaşık %17'lik fiyat güncellemesi, gelir görünümünü desteklemiştir. Yılın ikinci yarısında Türk Tabipler Birliği tarafından ek bir fiyat ayarlaması beklenmektedir. Artan enflasyonist baskılar ve regülasyon kaynaklı maliyet artışları, daha yüksek ölçekli fiyat güncellemelerini beraberinde getirebilir ve bu durum hisse için pozitif bir katalist oluşturabilir.

Riskler

i) Regülasyon kaynaklı değişiklikler, özellikle artan hekim maliyetleri üzerinden marjlar üzerinde beklenenden daha fazla baskı yaratabilir. ii) SGK ve Türk Tabipler Birliği fiyat ayarlamalarının reel bazda enflasyonun altında kalması, fiyatlandırma desteğini sınırlayabilir. iii) Hastane açılışlarında gecikmeler veya yeni kapasitenin beklenenden yavaş devreye girmesi büyüme ve marjlar üzerinde baskı oluşturabilir. iv) Tamamlayıcı sağlık sigortası sistemine yönelik olası regülasyon değişiklikleri veya bu segmentte artan rekabet aşağı yönlü riskler yaratabilir.



TUPRS				AL
Fiyat ₺	263.00	3A Hac.mn ₺		207.7
Hedef Fiyat ₺	338.00	Yılıçi Rel.		17%
Getiri Pot.	29%	Yabancı		42%
Mutlak Değer ₺	2025G	2026T	2027T	
Net Kar	25,001	66,641	49,790	
Satışlar	1,050,429	1,243,486	972,107	
FAVÖK	79,458	120,695	86,786	
Net Borç	-72,680	-82,745	-66,815	
Oranlar \$	2025G	2026T	2027T	
F/K	22.9	8.6	11.5	
FD/FAVÖK	6.4	4.2	5.9	
FD/Satışlar	0.48	0.41	0.52	
Aktif Karlılık	3%	9%	7%	
Özserm. Karlılık	5%	14%	11%	
Net Borç/FAVÖK	-0.72	-0.69	-0.77	
Net Borç/Özserm	-0.16	-0.18	-0.15	
Büyümler ₺	26/25%	27/26%	25/28 CAGR%	
Net Kar	167%	-25%	26%	
FAVÖK	52%	-28%	3%	
Satışlar	18%	-22%	-3%	



✦ TÜPRAŞ (TUPRS.IS)

Yatırım Teması

İran Savaşı sonrası Hürmüz Boğazı geçişlerinde yaşanan aksamalar, Körfez'deki rafineri kapasitesinin zarar görmesi ve Ukrayna'nın Rus rafinerilerine yönelik saldırıları orta distilat marjlarında keskin bir yukarı yönlü hareket yarattı. Savaşın hızlıca noktalandığı senaryoda dahi bölgesel rafinaj kapasitesinin savaş öncesi seviyelere dönmesi, risk primlerinin gerilemesi ve yüksek sezona girilirken Avrupa stoklarının yeniden tesis edilmesi en az birkaç çeyrek sürebilir. Akdeniz'in en yüksek kompleksiteye sahip rafinerileri arasında yer alan Tüpraş, çeşitlendirilmiş tedarik ağı sayesinde ham petrol tedarikinde ciddi bir risk taşıyor. Regüle tarifeye bağlı doğalgaz maliyetleri Avrupalı emsallere kıyasla daha avantajlı bir yapı sunuyor. Kayda değer bir talep düşüşü öngörmediğimiz Türkiye akaryakıt pazarında baskın konumda olan ve büyük bakımlarını tamamlayan şirket 2026 yılını %95-%100 kapasite kullanım oranıyla tamamlamayı hedefliyor.

Değerleme

2026 FAVÖK tahminimizi %51'lik artışla 2,4 milyar dolara, net kar tahminimizi %79 artışla 1,3 milyar dolara yükseltmiştik. 1Ç26'da düşük sezonsallık ve marj artışının kısmi yansıması nedeniyle çeyreklik etkinin görece sınırlı kalmasını beklerken, ilerleyen çeyreklerde ürün piyasası sıkılığının mevsimsel güçlü talep ve düşük stok seviyeleriyle birleşmesi sayesinde ortalamamızın üzerinde karlılık ve güçlü yıllık büyümler öngörüyoruz. Şirketin 2027 yılında hisse başına %11'lik verimle 28 TL temettü dağıtmasını bekliyoruz. TUPRS için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 338 TL seviyesinde bulunuyor. TUPRS 4,0x 2026T düzeltilmiş FD/FAVÖK ile emsallerine kıyasla %24 iskontoyla işlem görüyor.

Riskler

Orta distilat ürün marjlarında beklenenden daha hızlı normalleşme ile Avrupa'da rafine ürün talebinde daralma değerlememiz için aşağı yönlü temel riskleri oluşturuyor. Ürün marjlarındaki normalleşmenin 2027'ye sarkması, savaş sonrası risk primlerinin ürün marjlarında beklenenden yüksek bir baz oluşturması ve hasarlı rafineri kapasitesinin yeniden devreye girmesinde yaşanabilecek gecikmeler yukarı yönlü temel riskleri oluşturmaktadır.

✦ TÜRK HAVA YOLLARI (THYAO.IS)

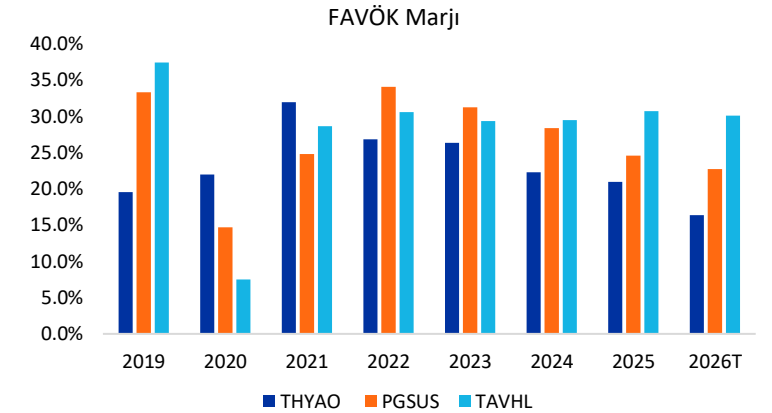
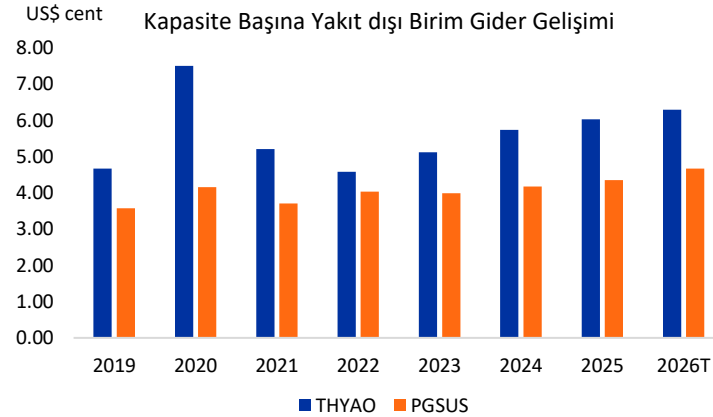
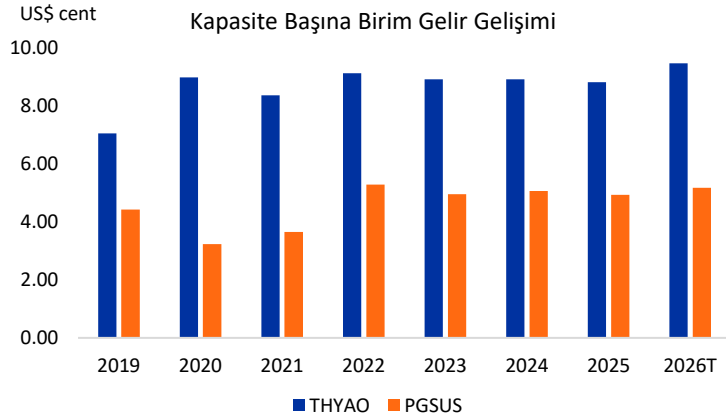
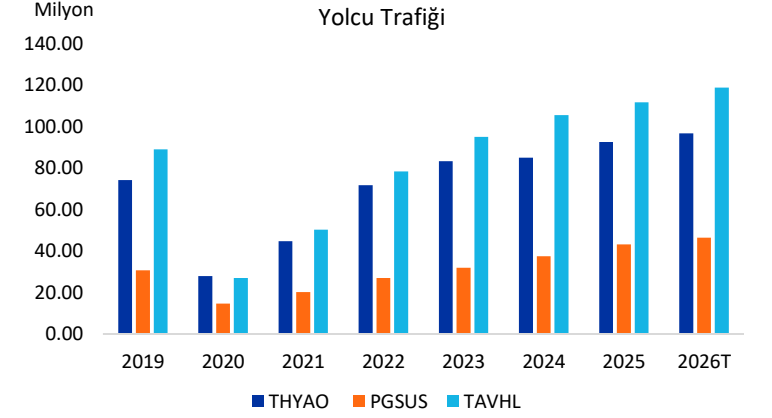
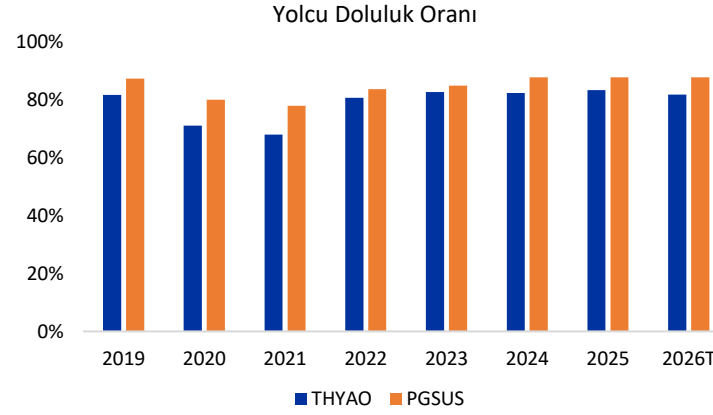
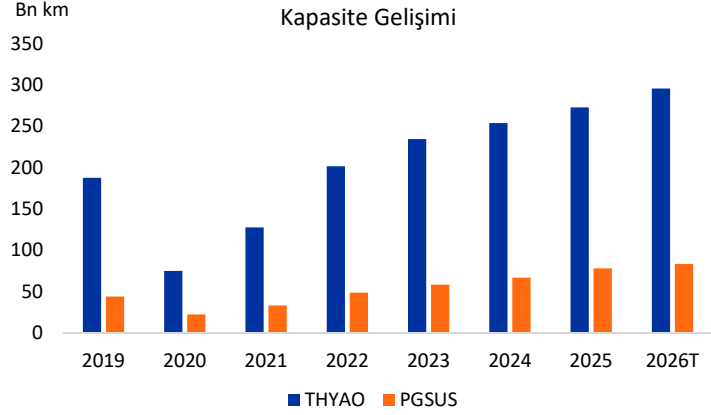
- Türk Hava Yolları için 2026 'da %8 kapasite büyüme tahminimizi korumakla birlikte bilet fiyatlarındaki artış kaynaklı yolcu doluluk oranında 1.5 yüzde puan düşüş öngörüyoruz. Brent fiyatı tahminimizin önceki 70 dolardan 85 dolara yükselmesi sonucu THY'nin toplam birim giderlerinde (CASK) dolar bazında %11 artış ve birim gelirlerinde (RASK) ise %8 artış modelliyoruz. Uzun mesafe uçuşları sağlayan geniş gövde uçak sahipliği, geniş uçuş ağı ve görece fiyat artışlarına dirençli business yolcu segmentinin THY için avantaj olabileceğini düşünüyoruz. Bunun yanı sıra, THY'nin pandemi sırasında olduğu gibi yine kargo operasyonlarından artan navlun ve sigorta maliyetleri nedeniyle fayda sağlayacağını düşünüyoruz. 2026 için %6 kargo hacim büyüme tahminimizi koruyor ancak kargo birim gelirlerinde sene başındaki yatay tahminimizi orta tek haneli artış olarak revize ediyoruz. Tüm bunlar ışığında THY'nin 2026'da yıllık %16 artış ile 28 milyar dolar konsolide satış geliri, %7 düşüşle 5.3 milyar dolar FAVKÖK elde edeceğini hesaplıyoruz. FAVKÖK marjının 2025'deki %23.7'den 2026'da %18.9'a gerileyeceğini öngörüyoruz. 1 yıllık ileriye dönük hedef 6.5x FAVÖK çarpanı ile değerlediğimiz THYAO için hisse başına 455TL hedef fiyatımızla yüksek getiri potansiyeli nedeniyle AL tavsiyemizi koruyoruz.

✦ PEGASUS HAVA YOLLARI (PGSUS.IS)

- Pegasus Hava Yolları için 2026'da önceki %7 kapasite büyüme tahminimizi koruyor, ancak dış hattın toplam kapasitede payının 2025'deki %84'den 2026'da %82'ye gerileyeceğini modelliyoruz. 2026 için yatay yolcu doluluk oranı öngörüyoruz. Pegasus Hava Yolları'nın yüksek hedge oranı sayesinde artan yakıt fiyatlarına görece avantajlı konumda olduğunu düşünüyoruz. Brent fiyatı tahminimizin önceki 70 dolardan 85 dolara yükselmesi sonucu Pegasus Hava Yolları'nın toplam birim giderlerinde (CASK) Avro bazında %4 artış ve birim gelirlerinde (RASK) %2 artış modelliyoruz. 2026'da Pegasus Havayolları'nın toplam gelirini 3,69 milyar Avro (%8 yıllık artış) ve FAVÖK rakamını 840 milyon Avro (yatay) hesaplıyoruz. FAVÖK marjı 2025'deki %24.9'dan 2026'da %22.8'e gerileyeceğini hesaplıyoruz. 1 yıllık ileriye dönük hedef 6.0x FAVÖK çarpanı ile değerlediğimiz PGSUS için hisse başına 235TL hedef fiyatımız ile TUT tavsiyemizi yineliyoruz.

TAV HOLDİNG (TAVHL.IS)

- TAV Holding'in toplam yolcu sayısının 2026'da %6 artışla 119 milyona ulaşacağını tahmin ediyoruz. Petrol fiyatındaki artış TAV'ın maliyetlerini etkilemese de, dolaylı yoldan yolcu talebini olumsuz etkileme riski taşıyor. Savaşın özellikle havacılık sektörünün mevsimsel olarak en güçlü olduğu 3. Çeyreğe uzaması yolcu sayısı tahminimiz açısından risk oluşturuyor. İsrail ve Ortadoğulu yolcuların savaş öncesi çok rağbet ettiği ülkeler arasında olan Gürcistan TAV'ın portföyünde savaştan en olumsuz etkilenen havalimanı oldu. Bir diğer gelişmede Kazakistan devletinin ülkede havacılığı desteklemek için havayollarına düşük fiyatlı yakıt sağlamaya başlamasının 1Ç26 itibarıyla TAV'ın Almati Havalimanı gelirleri ve karlılığı üzerindeki olumsuz etkilemesi oldu. Bu gelişmenin olumsuz etkilerini şirketin 1Ç26 finansal sonuçlarında göreceğimizi tahmin ediyoruz. Şirket bu kaybı telafi etmek için otoritelerle yolcu tarifelerinde artış görüşmeleri yapmakta. TAV her ne kadar önümüzdeki beş yılda Almati Havalimanında yakıt gelirlerinin payını düşürmeyi planlasa da bunu beklenenden erken olmasını değerlememiz açısından olumsuz olarak yorumluyoruz. TAV Holding'in 2026'da konsolide cirosunun yıllık yatay kalarak 1.81 milyar (önceki: 1.95 milyar) Avroya, FAVÖK rakamının ise %3 düşüşle 545 milyon (önceki: 620 milyon) Avroya ulaşacağını tahmin ediyoruz. TAVHL için hisse başına hedef fiyatımız yolcu sayısının dış hattan iç hata kayması sonucu gerileyen ortalama yolcu tarifeleri ve kar marjları ile Almati Havalimanı yakıt geliri kaybı ve marj düşüş projeksiyonları nedeniyle önceki 512.60TL'den 406.70TL'ye indiriyor, yüksek getiri potansiyeli nedeniyle uzun vadede AL tavsiyemizi koruyoruz. TAV, hisse başına 1,805 TL'lik ilk taksit 21 Temmuz'da, hisse başına 1,805 TL'lik ikinci taksit ise 22 Eylül'de olmaz üzere temettü dağıtımını gerçekleştirecek (toplam temettü verimi %1.2).



Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr. Tem.V	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027															
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K-\$	PD/DD-\$	FD/FAVÖK	ROE-\$	ROA-\$																				
DOAS	183.50	40,370	220.10	236.20	20	TUT	A	0.54	-7.6	11	39.5	20	13%	83%	5%	1,749	4,374	283,566	301,433	13,694	16,677	81,610	81,161	26.1	10.4	0.6	0.6	5.4	4.4	2%	5%	1%	3%											
FROTO	102.3	358,981	152.50	166.96	49	AL	A	-6.1	-14	42.3	17.7	41	5%	56%	15%	30,684	34,054	1,093,397	1,203,736	50,001	65,370	199,423	195,816	13.2	11.9	2.0	2.1	10.4	7.9	15%	17%	6%	7%											
TOASO	293.00	146,500	442.45	480.00	51	AL	A	3.17	-5.2	27.2	24.1	30	7%	78%	10%	14,216	28,188	494,830	587,461	17,870	32,737	77,744	93,090	11.6	5.9	2.1	1.8	11.4	6.2	18%	33%	6%	10%											
TTRAK	481.00	48,132	639.99	710.00	33	TUT	A	5.95	-2.7	3.45	24.9	28	7%	76%	0%	-2,052	3,076	55,366	73,382	3,628	8,095	19,231	22,290	-	17.7	2.8	2.4	17.7	7.9	15%	7%													
Otomotiv																																			13.2	11.2	2.1	1.9	10.9	7.1	15%	16%	6%	7%

Yurtiçi otomotiv talebinde gerileme

- Mart ayında yurtiçi toplam hafif araç pazarı devam eden araç satış kampanyalarına rağmen Şubat ayı sonundan itibaren artan jeopolitik riskler nedeniyle yıllık bazda %13 daralma kaydederek Ocak -Mart dönemi kümülatif hafif araç satışlarını yıllık bazda %4 düşüşle 265 bin adete taşıdı. Hafif araç pazarı Mart'ta kaydettiği yıllık %13 düşüşe rağmen 10 yıllık tarihsel ortalamasının %42 üzerinde kaldı. 1Ç26'de binek araç satışları yıllık %6 daralırken, hafif ticari araç satışları ise %4 artış gösterdi. Elektrikli otomobillerin toplam binek araçlarda aldığı pay ise 1Ç25'deki %13'den 1Ç26'da %18.2'e yükseldi. 4Ç25'deki yerli araçlara avantaj sağlayan ÖTV düzenlemesinin de etkisiyle ithal araçların toplam hafif araçlardaki payı 1Ç25'deki %70'den 1Ç25'de %66.7'e geriledi. Jeopolitik belirsizlikler, petrol fiyatlarındaki artış ve enflasyondaki düşüş trendindeki yavaşlama ile faiz indirim döngüsündeki ötelenme nedeniyle 2026 toplam yurtiçi hafif araç pazarının %5 düşüşle 1.3 milyon (önceki 1.4 milyon) adete gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Faizlerdeki indirim ve jeopolitik risklerdeki azalma beklentileri nedeniyle otomotiv talebinin 2Y26'da 1Y26'a kıyasla daha iyi olacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan artan rekabet koşulları nedeniyle 2026 yılında markaların kar marjlarında 2025'e kıyasla gerilemesini ve pandemi önceki seviyelere yakınsamasını bekliyoruz.

Otomotiv ihracatında Mart'ta sert fren

- Türkiye'nin en önemli ihracat pazarı Avrupa'da ise Mart ayında yenilenen vergi avantajları ve teşvikleri ile yükselen yakıt fiyatlarının da etkisiyle özellikle elektrikli araçlara artan talep sonucu binek araç satışları %12.5 artış gösterirken, 1Ç26 kümüle artışını yıllık bazda %4'e taşıdı. Elektrikli araçların payı ise 1Ç25'deki %15.2'den 1Ç26'de %19.4'e yükseldi. Diğer taraftan Türkiye otomotiv sanayi hafif araç ihracatı Mart ayındaki sert %26'lık düşüşün de etkisiyle 1Ç26'de %15 geriledi. 1Ç26'de binek araç ihracatı elektrikli modellerin eksikliği ve Çinli oyuncuların rekabet üstünlüğü neticesinde yıllık %29 düşüş gösterirken, hafif ticari araç ihracatı %5 büyüme gösterdi. İhracattaki düşüş sanayinin kapasite kullanım oranını da 1Ç25'deki %65'den 1Ç26'da %60'a gerilemesine neden oldu. Avrupa pazarında özellikle binek araç segmentindeki Çinli oyuncuların liderliğindeki artan rekabet, değişen talep ve teknoloji dönüşümüne ek olarak jeopolitik risklerin tetiklediği ekonomik belirsizlikler 2026'da sektörün ihracatında belirleyici olacak. Çinli oyuncuların Avrupa ticari araç pazarındaki rekabette yer almaması nedeniyle yerli ticari araç üreticilerinin binek araç üreticilerine kıyasla daha avantajlı olduğunu düşünüyoruz.

 **Ford Otosan (FROTO.IS)**

- Ford Otosan 1Ç26'de Türkiye ihracat hacimlerinde %7 düşüş, Romanya ihracat hacimlerinde ise %16 artış ve Türkiye iç pazar toplam satış adetlerinde ise %20 düşüşle 2026 yılına başladı. 1Ç26'da Jeopolitik risklerin de etkisiyle Avrupa'daki ekonomik zayıflık Türkiye ihracatını olumsuz etkilerken, Avrupa'da elektrikli binek araçlara olan talep artışı Romanya ihracatını olumlu etkiledi. İç pazarda ise Focus modelinin bu yıl olmaması ve artan rekabet koşulları şirketin satışlarında düşüşe neden oldu. Şirket sene başında 2026 yılı için 390 -420 bin adet Türkiye ihracat hacmi, 190 -210 bin adet Romanya ihracat hacmi ile 90 – 100 bin adet iç satış hacmi beklentilerini paylaşmıştı. Açıklanan zayıf 1Ç26 satış hacimleri ile devam eden jeopolitik risklerin gölgesindeki ekonomik belirsizlikler nedeniyle Ford Otosan için 2026'da 390 bin adet (yıllık %3 düşüş) Türkiye ihracat hacmi, 210 bin Romanya ihracat hacmi (yıllık %4 artış) ve 95 bin adet (yıllık %22 düşüş) öngörüyoruz. Artan rekabet koşulları ile bozulan fiyatlama disiplini, kapasite kullanım oranında düşüş, daha az kar marjına sahip elektrikli araçlarının payının yükselmesi ile görece daha az karlı Romanya operasyonlarının payının artması sonucu şirket beklentilerinden daha muhafazakar 2026'da reel bazda %3 ciro artışı (şirket: yüksek tek haneli) ve FAVÖK marjında 170 baz puan düşüşle FAVÖK rakamında yaklaşık %25 düşüş öngörüyoruz.
- Şirketin yakın zamanda Ford Trucks operasyonlarının Avrupa pazarındaki büyümesini desteklemek amacıyla planladığı yatırımlara ilişkin aldığı 31.4 milyar TL tutarındaki yatırım teşviğini olumlu buluyoruz.
- Yurtiçi pazar tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon, jeopolitik riskler gölgesinde artan ekonomik belirsizlik ve artan rekabet nedeniyle bozulan fiyatlama disiplini nedenleriyle 2026 yılı toplam satış hacmindeki (önceki:705 bin; yeni: 696 bin), ciro büyümesi (önceki %8 ; yeni: %3) ve FAVÖK marj (önceki: 10 baz puan düşüş yıllık ; 170 baz puan düşüş yıllık) beklentilerimizdeki aşağı yönlü revizyon nedeniyle FROTO hisseleri için hedef fiyatımız önceki 167 TL'den 152 TL'ye indiriyoruz. Ancak sağlıklı bilançosu, istikrarlı nakit akışları, Avrupa'daki güçlü pazar payı ve cömert temettü politikası nedeniyle hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin Kasım ayında 12.9 milyar TL tutarında 2. Taksit temettü ödemesi gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz (%3.6 temettü verimi).

✦ Tofaş Fabrika (TOASO.IS)

- 2026 yılında Stellantis Türkiye operasyonlarının tüm yıla konsolidasyonu, K0 hafif ticari araç modelinin yeni varyantları ve 4Ç26'de devreye girecek yeni K9 hafif ticari araç modelinin katkısıyla şirketin toplam satış hacminin %22 artışla 420 bin adete (yurtiçi: 350 bin + ihracat: 70 bin) ulaşacağını öngörüyoruz. 2026 için 142 bin adet üretim hacim tahminimiz %34 kapasite kullanım oranına işaret ediyor (2025 : %31). 2026'da şirketin reel bazda sırasıyla %22 ve %40 ciro ve FAVÖK büyümesi elde etmesini bekliyoruz. 2026 yılında şirket için %3 VÖK marjı beklentimiz şirketin %3-%4 öngörüsünün alt bandında bulunuyor. Tofaş Fabrika 2028 yılı için %5-%7 VÖK marjı beklentisini koruyor (İş Yatırım %5.3). 2027 yılında K0 modelinin Kuzey Amerika'ya ihracat katkısı ile K9 modelinin tüm yıla katkısı sonucu şirketin toplam üretiminin 236 bin adete ve KKO'nın ise %56'a yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- TOASO için hisse başına hedef fiyatımızı 2026 yurtiçi pazar tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon, jeopolitik riskler gölgesinde artan ekonomik belirsizlik ve artan rekabet nedeniyle bozulan fiyatlandırma koşulları nedenleriyle şirketin KKO tahminlerimizdeki düşüş (2026-2028 ortalamasında 10 baz puan düşüş) nedeniyle önceki 480TL'den 442 TL'ye indiriyoruz. Hedef fiyatımızın cazip bir yükseliş potansiyeli sunması nedeniyle TOASO hisseleri için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Tofaş Fabrika'nın, Stellantis'in Türkiye operasyonlarının satın alınmasının ardından iç pazardaki güçlü konumu, satın alınanın yaratacağı potansiyel gelir ve maliyet sinerjilerinin olumlu etkisi, yeni model yatırımlarıyla üretim ve satış hacmi artışı sayesinde KKO'da beklenen iyileşme ve artan ölçek ekonomisi nedeniyle karlılıktaki iyileşme ile bir dönüm noktasında olduğuna inanıyoruz. Mevcut Agea binek otomobil modelinin (üretim ömrü altı aylık bir uzatmanın ardından 1Y26'da sona eriyor) yerine geçecek potansiyel yeni bir binek otomobil modeli yatırımına ilişkin haberlerin, hissenin performansı için bir katalizör olacağına inanıyoruz.

✦ Doğu Otomotiv (DOAS.IS)

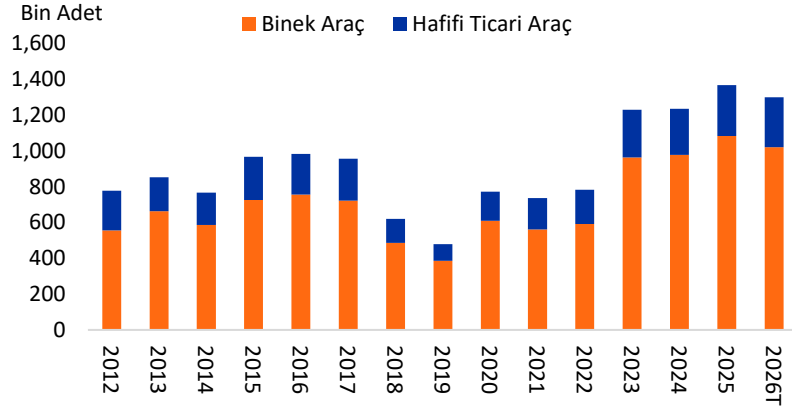
- Doğu Otomotiv, 2025'teki 1,41 milyon adede kıyasla 2026 yılı için toplam yurtiçi otomotiv (binek araç + hafif ticari araç + ağır ticari araç) pazarının 1,1 milyon adedin üzerinde (İş Yatırım: 1,3 milyon) gerçekleşmesini öngörürken ve 2025'teki ulaştığı toplam 163 bin satış adedine (Skoda hariç) kıyasla 2026 yılında yıllık %28 düşüşle 117 bin adet (İş Yatırım: 145 bin) toplam satış hacmi hedefliyor. Şirket 2026'da 5,2 milyar TL'lik yatırım harcaması bütçeliyor. Doğu Otomotiv için 2026'da zorlu iç pazar koşulları nedeniyle satış hacminde ~%10 daralma, reel bazda %13 ciro ve %27 FAVÖK düşüş tahminimiz bulunuyor.
- DOAS için hisse başına hedef fiyatımızı yurtiçi otomotiv pazar tahminimizdeki aşağı revizyon ve zorlu pazar koşullarının kar marjlarını baskı altında tutacağı beklentisiyle önceki 236 TL'den 220 TL'ye çekiyoruz. DOAS hisseleri için "TUT" tavsiyemizi koruyoruz. Şirket'in 13 Ağustos'ta 3.3 milyar TL ikinci taksit temettü ödemesi bulunuyor (temettü verimi %8).

✦ TÜRK TRAKTÖR (TTRAK.IS)

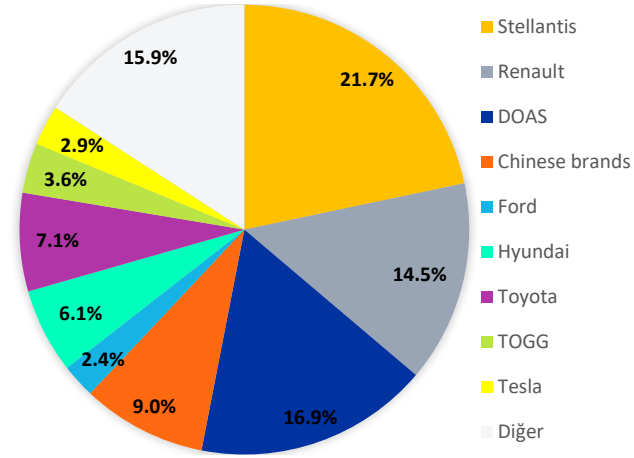
- Yurtiçi traktör pazarı hükümetin tarım sektörüne yönelik devam eden desteklerine rağmen 2025 yılındaki %36 düşüşün ardından 1Ç26'de de gıda enflasyonu, iklim krizi, yüksek girdi maliyetleri, düşük fiyat politikaları nedeniyle %59 daralma kaydetti. Tüm bunlara ek olarak jeopolitik risklerin yol açtığı artan petrol ve gübre fiyatlarının da yılın devamında traktör talebine ek baskı yaratacağını düşünüyor ve 2026 yurtiçi traktör pazar tahminimizi önceki 28 bin adetten 25 bin adete (Şirket: 27 bin - 33 bin) revize ediyoruz. Diğer taraftan son dönemde yağışlardaki artışın rekolteelerde artış sağlama potansiyeli tahminimiz için yukarı yönlü risk oluşturduğunu belirtmek isteriz.
- Türkiye'de 2025 sonuna kadar uzatılan Faz 3 traktörlerinin satışının 2025 yıl sonu itibarıyla resmen sona ermesinin ardından ihracat pazarları için çok önceden Faz 5 motor traktör üretimine geçmiş olan Türk Traktör'ün pazar payının 2025 yıl sonundaki %38.4'den 1Ç26 sonunda %44.7'e yükselmesini sağladı.
- 2026 yılında Türk Traktör'ün toplam satış hacmindeki %13 düşüş, KKO'da gerilme ve ihracatın toplam ciroda artan payı nedeniyle net satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında sırasıyla, yıllık bazda reel olarak %19 ve %43 düşüş öngörüyoruz.
- TTRAK için hisse başına hedef fiyatımızı yurtiçi traktör pazarı tahminimizdeki aşağı revizyon, zorlu pazar koşullarının, dezavantajlı ürün karmasının ve düşük KKO'nun neden olduğu aşağı yönlü faaliyet kar marj tahmin revizyonlarımız nedeniyle önceki 710TL'den 640 TL'ye indiriyor, hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin 2026 yılında temettü ödemesi gerçekleştirmeyeceğini belirtmek isteriz.



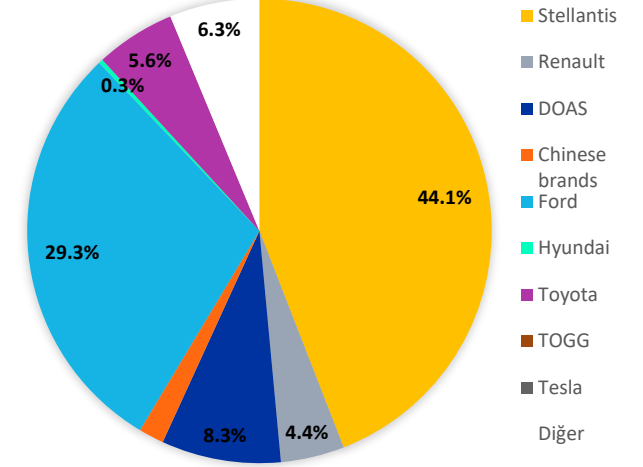
Yurtiçi hafif araç pazarında 2026'da %5 daralma



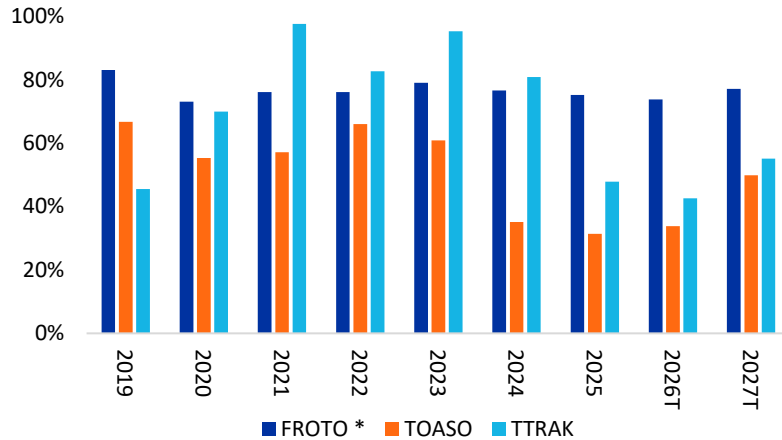
Stellantis birleşmesinden sonra Tofaş binek araçta pazar lideri



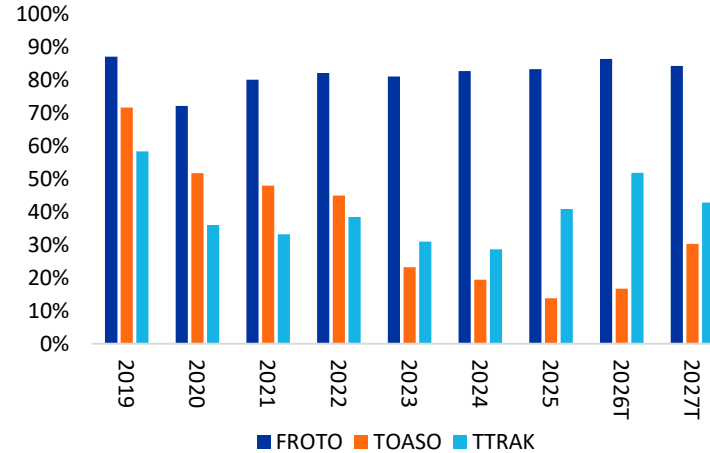
Tofaş ve Ford Otosan hafif ticari araç segmentini 2 lider oyuncusu



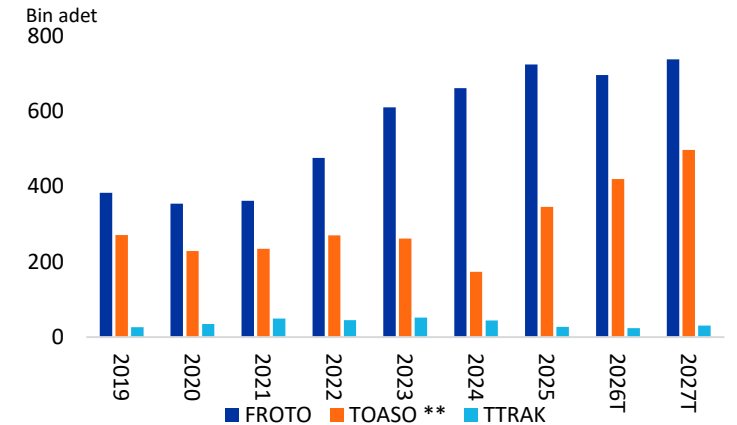
Tofaş Fabrika'nın KKO yeni modellerle artıyor



İhracatın satışlarda en yüksek payı Ford Otosan'da



Tofaş'da yeni projeler satış hacmini artırıyor



* 2023 yılından beri Türkiye ve Romanya toplam kurulu kapasite

Artık 2027 yılı için **çok daha güçlü bir toparlanma** öngörüyoruz. Bu beklenti şu unsurlarla desteklenmektedir:

- Yaklaşık 1.000 baz puanlık kümülatif faiz indirimi
- Fonlama maliyetlerinde daha hızlı normalleşme
- Düzenleyici çerçevede kademeli gevşeme

Buna bağlı olarak, **net faiz marjı genişlemesinin önemli ölçüde 2027 yılına kaydığını görüyoruz**. Bu çerçevede beklentilerimiz şu şekildedir:

2026 net faiz marjı genişlemesi: +70-80 baz puan (önceki beklenti: +150-200 baz puan)

2027 net faiz marjı genişlemesi: +150–250 baz puan

Bu görünümün, **özkaynak karlılığı ile özkaynak maliyeti arasındaki farkı** yeniden açarak sektörün yeniden değerlendirilmesi için temel katalizör oluşturacağını düşünüyoruz.

Faiz artışları, likidite sıkılaştırması ve makro-ihtiyati kısıtlamaların aynı anda devrede olduğu oldukça zorlu bir ortamda dahi bankalar kârlılık dayanıklılığını, güçlenen bilanço yapısını ve güçlü ücret ve komisyon geliri üretimini korumayı başarmıştır.

Sektörün **kâr tabanının artık geçmiş döngülere kıyasla yapısal olarak daha dirençli olduğunu** ve kârlılık oynaklığının azaldığını düşünüyoruz. 2026 yılı, yüksek fonlama maliyetleri ve buna bağlı spread daralması nedeniyle zorlu geçmeye devam edecektir. Bununla birlikte, **beklenenden güçlü ücret ve komisyon gelir büyümesinin bu baskıyı kısmen dengelemesini** ve aşağı yönlü risklere karşı koruma sağlamasını bekliyoruz.

Son iki yılda yaşanan makro oynaklık, dezenflasyon patikasını geciktirmiş ve kârlılığın normalleşme sürecini ötelemiştir. Ancak bu gelişmeler sektörün yapısal hikâyesini bozmuş değildir.

2026: Karlılıkta dip seviye

2027: Karlılıkta hızlanma ve yeniden değerlendirme

2027 yılında özkaynak kârlılığı ile özkaynak maliyeti arasındaki farkın belirgin şekilde pozitif dönüşüyle birlikte, çarpan genişlemesi için net bir alan oluşturduğunu düşünüyoruz.

Piyasa hâlen 2026'daki zayıf görünümü fiyatlamakta, 2027'de beklenen toparlanmayı ise yeterince yansıtmamaktadır. Bu da mevcut seviyeleri cazip bir giriş noktası haline getirmektedir.

Yapı Kredi (AKBNK.IS)

- Yapı Kredi, fonlama yapısında swap, bankalararası para piyasası ve repo gibi faiz indirim döngüsüne daha hızlı tepki veren mevduat dışı kaynakların ağırlığını artırmıştır. Bu görünüm, son iki çeyrekte daha uzun vadeli kredi büyümesindeki artışla da desteklenmiş olup, faiz indirim sürecinin yeniden başlaması halinde bankayı düşen fonlama maliyetlerinden faydalanabilecek bir konuma taşımaktadır. Bu hikâye kısa vadede ötelenmiş olsa da, kalıcı bir faiz indirim döngüsü başladığında Yapı Kredi'nin net faiz marjını daha belirgin iyileştirebilecek bankalardan biri olduğunu düşünüyoruz. Banka aynı zamanda güçlü bir ücret-komisyon üreticisi olup, ücret gelirleri faaliyet giderlerinin önemli bir kısmını karşılamaktadır. Aktif kalite tarafında ise eski sorunlu kredi oluşumu belirgin şekilde gerilemiş ve kârlılık üzerindeki baskı azalmıştır; ancak görece yüksek yakın izlemedeki ve yeniden yapılandırılmış kredi portföyü izlenmesi gereken temel alan olmaya devam etmektedir. Yapı Kredi, toplam fonlama kompozisyonunda kısa vadeli TL mevduat dışı kaynakların payını artırmış olması nedeniyle faiz indirim döngüsüne iyi konumlanmıştır. Bu yapı, indirim sürecinin yeniden başlaması halinde daha yüksek marj toparlanması potansiyeli sunarken, beklenen faiz patikasının gecikmesi durumunda kısa vadede daha sınırlı destekleyici olabilir.

Vakıfbank (VAKBN.IS)

- VakıfBank son iki yılda çekirdek kârlılık tabanını belirgin şekilde iyileştirirken bilançosunda kaldıracı azaltmış, düşük getirili kredileri daha yüksek getirili kalemlerle değiştirerek ve fonlama kompozisyonunu iyileştirerek hem TL hem de yabancı para tarafta temel kredi-mevduat spreadlerini güçlendirmiştir. Geniş TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü sayesinde banka bugüne kadar yüksek enflasyon ortamından olumlu faydalanmış olup, bu etkinin 2026 yılında da devam edebileceğini düşünüyoruz. VakıfBank aynı zamanda sektörün en güçlü karşılık tamponuna sahip bankalarından biri olup, sorunlu kredi girişlerinin artması halinde fazla karşılıkların bir kısmını çözme esnekliğine sahiptir; bu nedenle aktif kalitesinde belirgin bir bozulma beklemiyor, mevcut tamponların olası risklere karşı önemli koruma sağladığını düşünüyoruz. Enflasyondaki yavaşlamanın oldukça kademeli gerçekleşmesi halinde, 2026 yıl sonuna doğru TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyünden anlamlı katkı sağlanabileceğini not ediyoruz; söz konusu portföyün %2 enflasyon varsayımıyla değerlendiriliyor olması da mevcut seviyelere kıyasla yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

Halkbank (HALKB.IS)

- Kârlılık toparlanıyor olsa da, bankanın düşük kârlılık-düşük sermaye döngüsünden tam olarak çıkabilmesi için zamana ihtiyaç duyduğunu düşünüyoruz. Ağırlıklı olarak mevduata dayalı fonlama yapısını uluslararası borçlanmalarla çeşitlendirme çabası, yalnızca daha düşük maliyetli kaynak ve daha iyi spread sağlamakla kalmayıp bilanço yapısını da daha dengeli hale getirecektir. Bu nedenle Halkbank'ın özkaynak kârlılığının önümüzdeki yıllarda kademeli iyileşmesini bekliyoruz. Çekirdek gelirlerdeki toparlanmaya ek olarak, artan uluslararası fonlamanın kredi kompozisyonunu daha da çeşitlendirmesiyle ücret-komisyon gelirlerinde de ivmelenme öngörüyoruz. Halkbank açısından temel konu, görece sınırlı ilave karşılık tamponu nedeniyle aktif kalitesinin korunmasıdır. Bu unsur, 2026 yılında risk maliyeti üzerinde baskı yaratabilir.

TSKB (TSKB.IS)

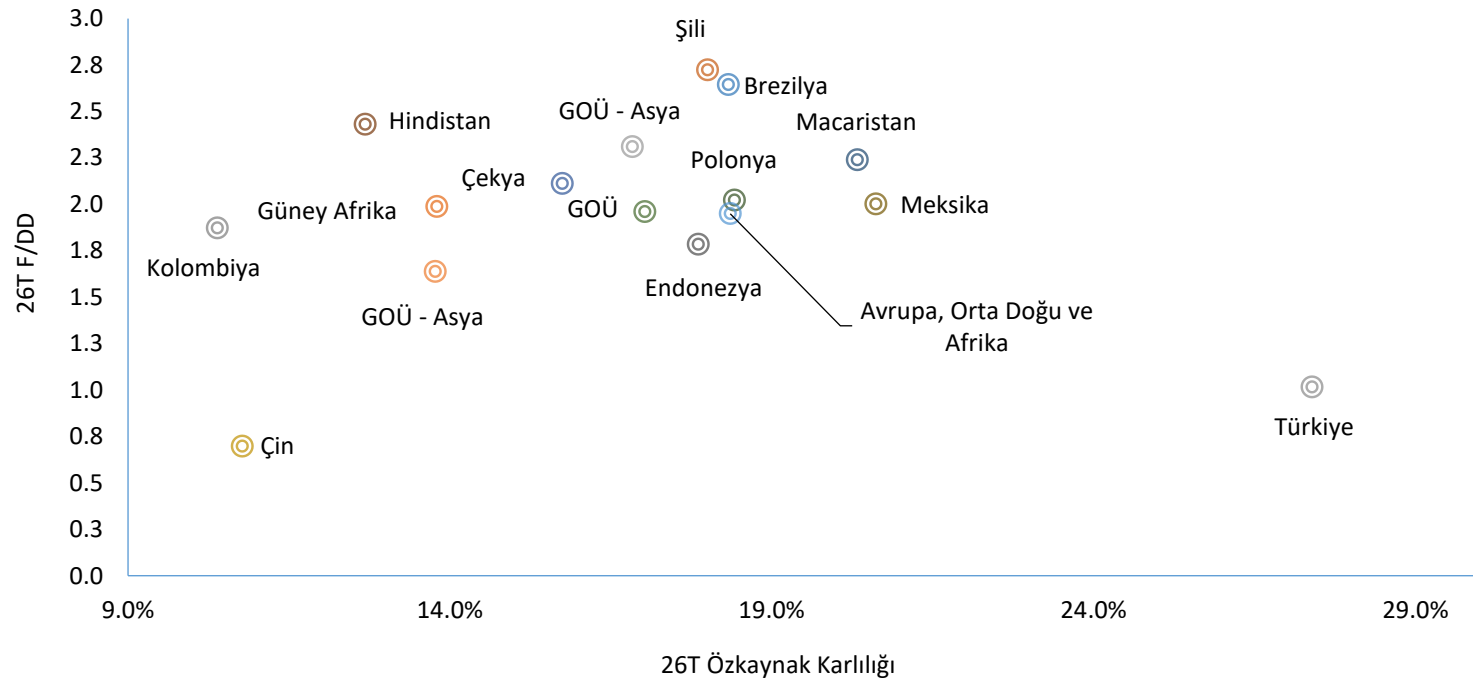
- TSKB'nin marjlarının yüksek bazdan 4,5% seviyelerine doğru normalleşmesini, kaldıraç tarafının ise artmasını bekliyoruz. Bu iki unsur özkaynak kârlılığı üzerinde doğal olarak etkili olacaktır; ancak bankanın 2026 ve sonrasında %30 civarında özkaynak kârlılığı üretmeye devam edebileceğini düşünüyoruz. Güçlü maliyet verimliliği ve görece düşük karşılık yükü, kârlılığı destekleyen temel unsurlar olmaya devam edecektir. Ücret-komisyon tarafında ise büyüme büyük ölçüde sermaye piyasası aktivitesine bağlıdır. Halka arzlar ve danışmanlık gelirleri burada ana katalizörler olurken, bunun dışında ücret tabanı ağırlıklı olarak gayrinakdi kredi faaliyetlerinden elde edilen gelirlerle desteklenmektedir.

Albaraka (ALBRK.IS)

- Üst gelir marjlarının 1Y26 boyunca baskı altında kalmasını, toparlanmanın ise faiz indiriminin yaz ortasında başlaması halinde yıl sonuna doğru belirginleşmesini bekliyoruz. Gayrimenkul projelerine ilişkin yıl sonu yeniden değerlemeleri, özellikle enflasyon üzeri değerlendirme kazançlarının sürmesi halinde, önemini koruyacaktır. Albaraka son iki yılda aktif kalite sorunlarını yönetme konusunda önemli ilerleme kaydetmiş olup, banka artık iki yıl öncesine kıyasla ekonomik yavaşlamaya daha az hassas görünmektedir. Bu nedenle karşılık tarafında daha sınırlı baskı bekliyoruz. Öte yandan, altın ve yatırım fonu yeniden değerlemelerinden beslenen güçlü alım-satım geliri tabanının önümüzdeki dönemde de kârlılığı desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.



2026T F/DD & 2026T Özkaynak Karlılığı



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pı	1A Rel.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	ROE					
AKGRT	7.22	11,639	9.68	11.00	34	AL	A	-8.1	-16	2.39	28	32	11%	69%	-7%	4,036	5,167	11,823	16,320	2.9	2.3	1.0	0.7	41%	37%
ANHYT	111.90	48,117	197.48	179.07	76	AL	A	-1.7	-9.7	3.25	15.1	18	6%	55%	10%	8,382	11,624	17,701	24,887	5.7	4.1	2.7	1.9	55%	55%
AGESA	235.50	42,390	397.50	382.66	69	AL	A	8.7	-0.2	1.96	19.9	65	4%	35%	7%	7,565	10,115	15,894	23,027	5.6	4.2	2.7	1.8	59%	52%
ANSGR	28.58	57,160	49.88	37.83	75	AL	A	6.28	-2.4	5.32	34.7	11	5%	25%	-6%	16,991	20,646	50,474	63,315	3.4	2.8	1.1	0.9	37%	36%
TURSG	14.06	140,600	22.43	18.25	60	AL	A	5.63	-3	13.5	18.9	7	3%	26%		26,022	28,941	64,680	77,123	5.4	4.9	2.2	1.8	45%	41%

Sigorta

5.4 4.1 2.2 1.8 45% 41%

✦ Enflasyon üstü prim büyümesi ve güçlü yatırım gelirleri

- Hayat dışı sigorta şirketleri açısından 2025 yılının genel olarak olumlu geçtiğini söyleyebiliriz. Yıl boyunca yüksek seyreden faiz ortamının desteğiyle şirketler güçlü yatırım gelirleri elde ederken, net kârın ana destekleyicisi yatırım tarafı olmuş, teknik kârlılık ise görece daha zayıf kalmıştır. Yüksek faiz ortamı sigorta şirketleri açısından yatırım gelirlerini desteklediği için genel olarak olumlu algılansa da, aynı zamanda gider oranı ve hasar oranı üzerinde de baskı yaratabilmekte; bu durum kombine oran ve dolayısıyla teknik kârlılık üzerinde olumsuz etkiye neden olabilmektedir.
- 2026 yılı başındaki görünüm, faiz indirim döngüsünün beklentilerden daha yavaş ilerleyeceğine ve yıl başında öngörüldüğü ölçüde güçlü bir gevşeme sürecinin bu yıl gerçekleşmeyebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, sigorta şirketleri açısından yatırım gelirlerinin güçlü seyrini korumasını ve net kârın teknik taraftan ziyade yatırım gelirleri tarafından desteklenmeye devam etmesini bekliyoruz. Öte yandan, yıl içinde faiz indirim sürecine paralel olarak muallak hasar karşılıklarının iskontosunda kullanılan iskonto oranında gerçekleşebilecek düşüşler, karşılık giderlerini artırarak teknik kârlılık ve kombine oran üzerinde baskı yaratabilir.
- Prim üretimi tarafında ise 2026 yılında enflasyonun üzerinde büyümenin devam edeceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, prim büyümesinin hangi branşlardan kaynaklanacağı teknik kârlılık açısından belirleyici olmaya devam edecektir. Özellikle hasar oranı yüksek veya marjı görece düşük branşların büyüme içindeki payı, underwriting performansını sınırlayabilecek temel unsurlardan biri olacaktır.
- Hayat ve emeklilik şirketleri tarafında ise yılın başında, faiz indirim döngüsünün hız kazanacağı beklentisiyle daha olumlu bir görünüm taşıyorduk. Ancak bankacılık sektörüne benzer şekilde, bu şirketlerde de asıl hikâyenin daha çok 2027 yılına ötelendiğini düşünüyoruz. Buna rağmen, 2026 yılının da enflasyonun üzerinde prim büyümesi ve güçlü yatırım gelirleri sayesinde sektör açısından güçlü bir yıl olmaya devam edeceği görüşündeyiz.
- Emeklilik tarafında devlet katkısının %30'dan %20'ye indirilmesi, şirket finansalları üzerinde doğrudan oldukça sınırlı bir etki yaratmış olsa da, toplam fon büyüklüğünün beklenenden daha yavaş büyümesine neden olmuştur. Bununla birlikte, Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi devreye alınmadığı sürece devlet katkı oranında benzer nitelikte ilave bir aşağı yönlü değişiklik beklemiyoruz.

✦ Türkiye Sigorta (TURSG.IS)

- Türkiye Sigorta, 2026 yılına oldukça güçlü bir başlangıç yaptı. Kombine oranın %90 seviyelerine kadar gerilemesi, teknik tarafta oldukça güçlü bir performansa işaret etmektedir. Yılın kalan üç çeyreğinde, IBNR hesaplamalarında kullanılan iskonto oranındaki düşüşün de etkisiyle kombine oranda bir miktar normalleşme beklesek de, güçlü kalmaya devam edecek yatırım gelirlerinin desteğiyle 2026 yılının Türkiye Sigorta açısından kârlılık bakımından güçlü bir yıl olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz.

✦ Aksigorta (AKGRT.IS)

- Aksigorta ise Türkiye Sigorta'nın aksine yıla zayıf bir başlangıç yaptı. 2025 yılında yıllık bazda zayıf seyreden prim üretiminin bu yıl yeniden hız kazandığını görüyoruz. Ancak ilk çeyrekte büyümenin ağırlıklı olarak motor ve sağlık branşlarından gelmesi, hasar oranının ve dolayısıyla kombine oranın yükselmesine yol açarken, teknik tarafta da zayıf bir performans görülmesine neden oldu. Önümüzdeki dönemde prim dağılımının yüksek hasar oranına sahip segmentlerden daha dengeli branşlara doğru kısmen kaymasını, bunun da kombine oran ve teknik kârlılık tarafında toparlanmayı desteklemesini bekliyoruz. İlk çeyrek özelinde ise Orta Doğu'daki gerilim nedeniyle 10 yıllık devlet tahvili faizlerindeki yükseliş, şirketin portföyündeki devlet tahvillerinden zarar yazmasına neden oldu. Bu etkinin çeyreğe özgü kaldığını, faizlerin yüksek seyretmeye devam etmesiyle birlikte önümüzdeki çeyreklerde Aksigorta'nın daha güçlü yatırım gelirleri elde edeceğini ve bunun net kârı destekleyeceğini düşünüyoruz.

✦ Anadolu Sigorta (ANSGR.IS)

- Anadolu Sigorta ilk çeyrekte prim üretimi tarafında bir miktar zayıf kaldı, ancak diğer çeyreklerde bu alanda hızlanma bekliyoruz. İlk çeyrekte kombine oran bir miktar yüksek gelebilir; bunu daha çok mevsimsellik etkisi olarak değerlendiriyoruz. Artan gider oranı ve baskı altında kalan hasar oranı bu görünümde etkili olabilir. Yılın geri kalanında kombine oranın 106–107% bandına gerilemesini bekliyoruz. Güçlü yatırım gelirlerinin desteğiyle 2025 yılına benzer bir yıl öngörürken, net kârda enflasyonun üzerinde büyüme bekliyoruz.

✦ Anadolu Hayat (ANHYT.IS)

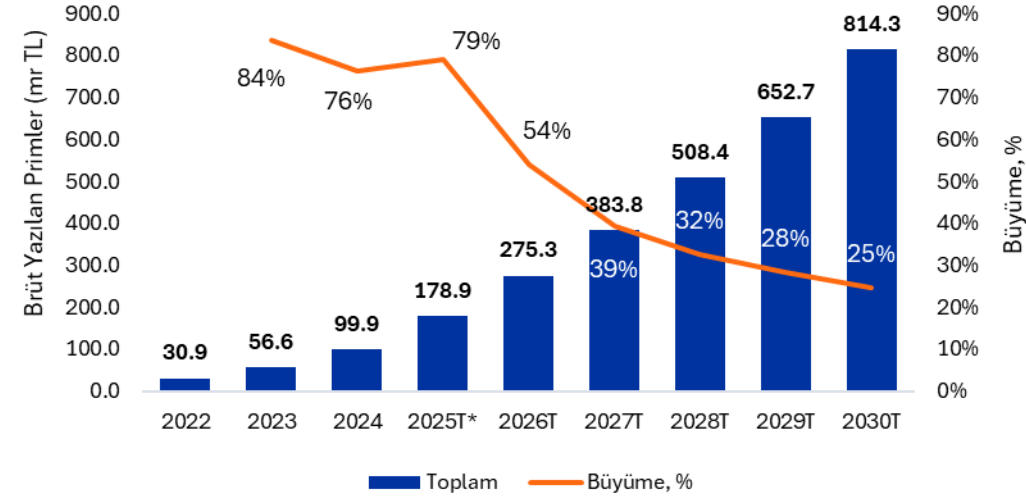
- Anadolu Hayat tarafında, emeklilik segmentinde teknik kârın ilk çeyrekte mevsimsellik nedeniyle çeyreklik bazda bir miktar gerilemesini beklesek de, hayat segmentinin güçlü seyrini koruduğunu düşünüyoruz. Faiz indirim hikâyesinin ötelenmesiyle birlikte teknik tarafta reel büyümenin 2026 yılında sınırlı kalabileceğini, daha güçlü yıllık büyüme görünümünün ise 2027 yılına kayabileceğini öngörüyoruz. Buna rağmen, güçlü yatırım gelirlerinin desteğiyle net kârda %44 büyüme ve %50'nin üzerinde özkaynak kârlılığı bekliyoruz.

✦ AgeSA (AGESA.IS)

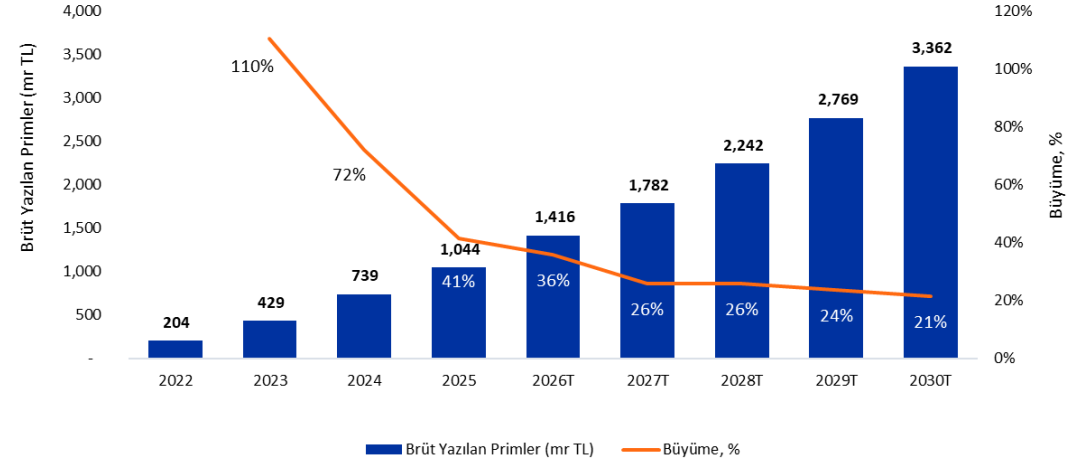
- AgeSA'da emeklilik giriş aidatlarının yıl geneline yayılmak yerine ilk çeyrekte daha fazla yansıtılması, emeklilik teknik zararında bir miktar iyileşme sağladı. Bu durum, net kâr tarafında AgeSA için ilk çeyrek görünümünü olumlu kılmaktadır. Yıl geneli için Anadolu Hayat'a benzer bir görünüm bekliyoruz. Güçlü yatırım gelirlerinin desteğiyle net kârda %41 büyüme ve %58 özkaynak kârlılığı öngörüyoruz.



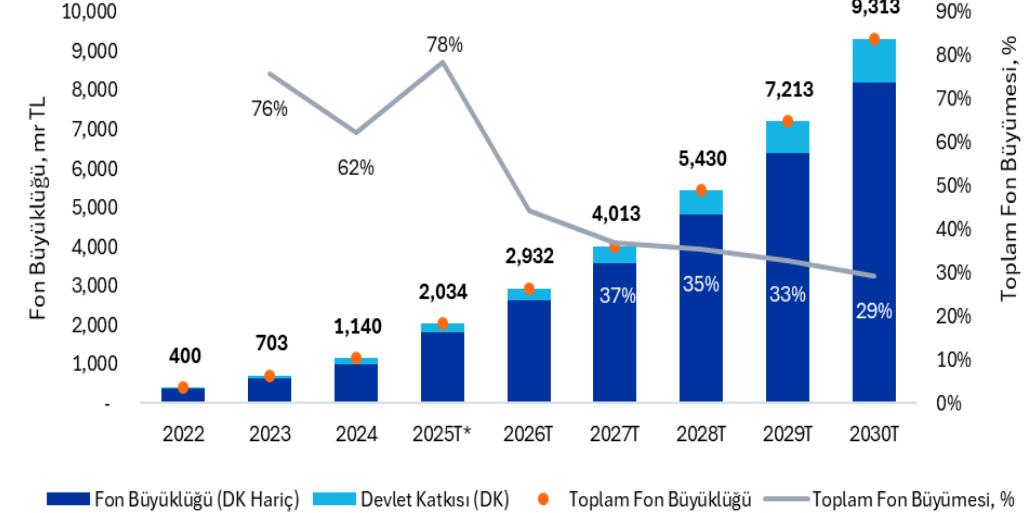
Toplam Hayat Prim Üretimi



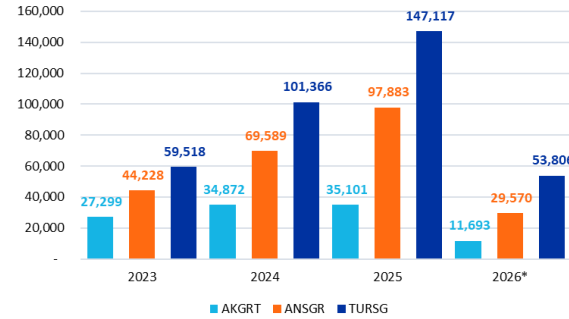
Toplam Hayat Dışı Prim Üretimi



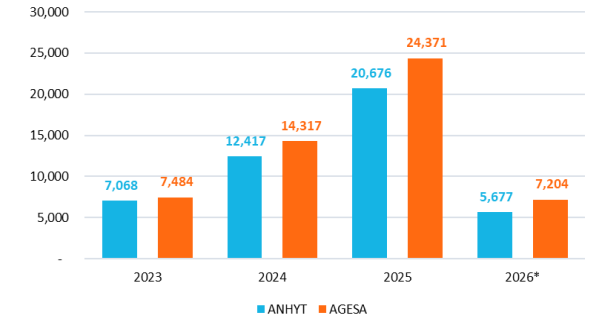
Toplam Emeklilik Fon Büyüklüğü



Hayat Dışı



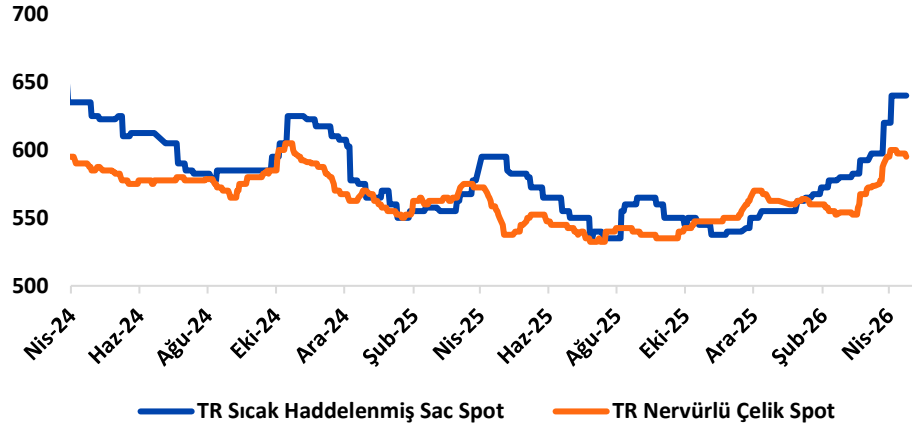
Hayat



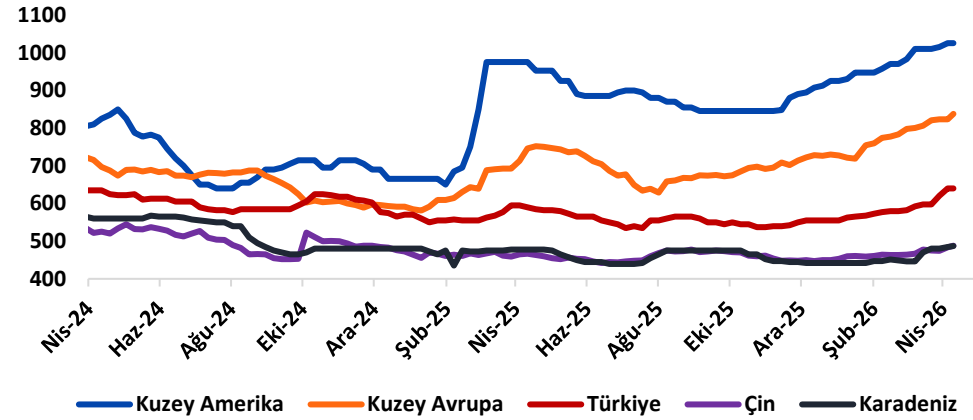
- Küresel ekonomik aktivitedeki zayıflık ve Çin'in yüksek ihracat hacimleri küresel çelik fiyatları üzerinde 2025 yılında da baskı oluşturmaya devam etti. Düşük marjlarla çalışan Çinli üreticiler 2025'te rekor seviyede yaklaşık 119 milyon tonluk ihracatla Asya ve Karadeniz piyasalarında fiyatlar üzerinde belirgin bir aşağı yönlü baskı oluşturdu.
- Fiyatlar cephesinde, sübvansiyonlar ve gümrük duvarlarının yoğunlaşmasıyla birlikte bölgesel farklılaşmalar giderek belirginleşmektedir. Avrupa'da çelik fiyatları 2025 yılında yaklaşık %25 artış kaydetti; bu yükselişin ardında 1 Ocak 2026 itibarıyla SKDM mali yükümlülüklerinin başlaması ve 1 Temmuz 2026'dan itibaren çelik ithalat kotalarının yaklaşık %45 daraltılmasıyla kota aşımı durumunda uygulanan gümrük vergisinin %25'ten %50'ye çıkarılması kararı yatmaktadır. ABD'de ise çelik fiyatları 2025 yılında yaklaşık %33 artış gösterdi; bu artışın temel nedeni, 2018'den bu yana %25 oranında yalnızca Türkiye gibi sınırlı sayıda ülkeyi kapsayan Section 232 gümrük vergilerinin 2025 itibarıyla tüm ithalatı kapsayacak biçimde genelleştirilmesi ve %50'ye yükseltilmesidir. Bu durum rekabet koşullarını tüm aktörler için eşitlemiş olsa da bölgeye ihracatı oldukça zorlaştırmıştır.
- Bununla birlikte, İran Savaşı ve Hürmüz Boğazı'nın kapanmasıyla çelik ticareti üzerinde ikincil etkilerin belirginleşmeye başladığını gözlemliyoruz. Her ne kadar bölgede yapılan çelik ticaretinin hacmi petrokimya ürünlerine kıyasla sınırlı olsa da, yükselen enerji fiyatları Asya'daki üreticilerin maliyetlerini artırırken, artan sigorta primleri ve navlun maliyetleri kargo sahiplerini coğrafi olarak yakın tedarikçileri tercih etmeye yönlendiriyor ve çelik ticaretinin bölgeselleşmesini hızlandırıyor. Bu dinamiğin etkileri halihazırda Türkiye pazarında hissediliyor. İran'daki tesislerin zarar görmesi, Asyalı üreticilerin enerji ve hammadde maliyetlerindeki artış, navlun ve sigorta maliyetlerinin fiyatlara yansımaları ile sıcak yassı çelik için Dahilde İşleme Rejimi'nde 2025 yılında başlayan uygulamaların gecikmeli etkisi ithalat baskısını hafifletti; yılbaşından bu yana sıcak yassı çelikte ton başına 80 dolar, inşaat demirinde ise 50 dolar fiyat artışı yaşandı. İthalat baskısının yassı ürünlerde daha yoğun hissedildiği göz önüne alındığında, konjonktür sıcak yassı üreticisi Erdemir için görece daha pozitif bir ortam oluşturuyor.



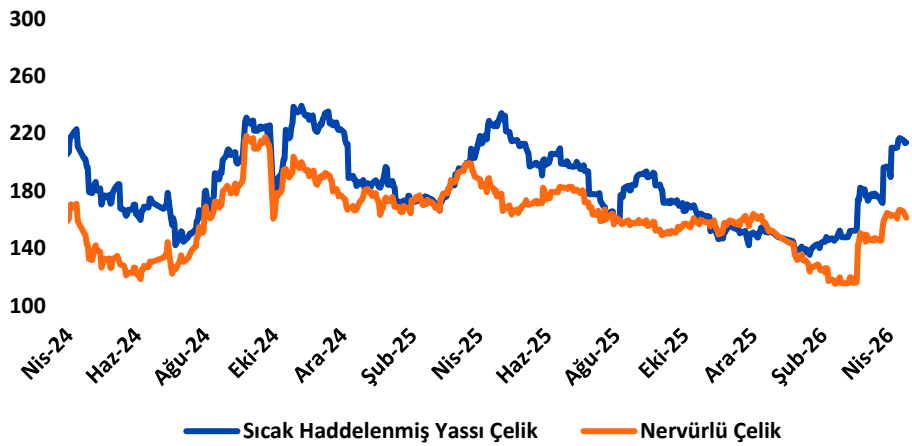
Yerel Çelik Fiyatları (dolar/ton)



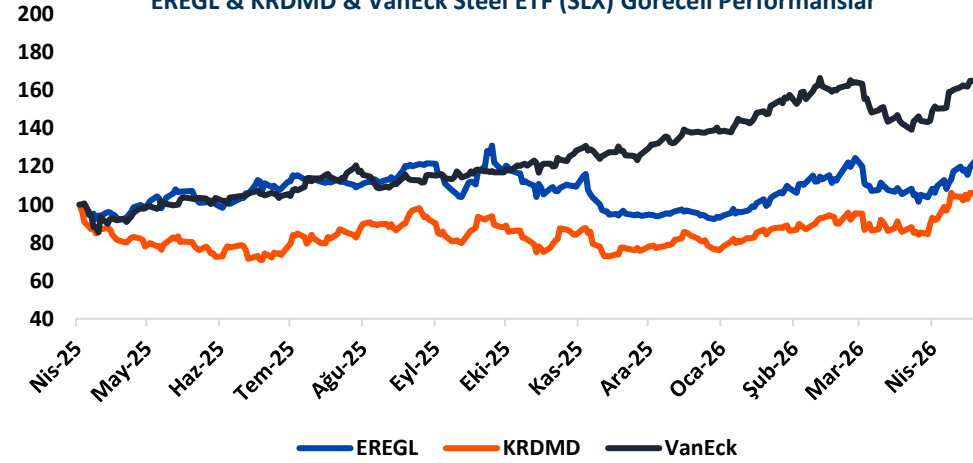
Küresel Yassı Çelik Fiyatları (dolar/ton)



Yerel Brüt Fiyat Makasları (dolar/ton)



EREGL & KRDM & VanEck Steel ETF (SLX) Göreceli Performanslar



Kaynak: Bloomberg & İş Yatırım Tahminleri



Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027																					
Hisse	Fiyat₺														Tem.V	Kar₺	Satışlar₺	FAVÖK₺	Özsermaye₺	F/K-\$	PD/DD-\$	FD/FAVÖK	ROE-\$	ROA-\$																										
ARCLK	115.20	77,844	159.24	161.91	38	AL	A	-0.8	-8.9	8.96	17.6	18	4%	43%	0.00%	-5,567	-241	665,787	676,973	40,642	44,152	80,278	77,575	-	-	1.1	1.1	6.9	6.3	-	-	-	-																	
Beyaz Eşya																																																		

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027				
Hisse	Fiyat₺														Tem.V	Kar₺	Satışlar₺	FAVÖK₺	Özsermaye₺	F/K-₺	PD/DD-₺	FD/FAVÖK	ROE-₺	ROA-₺									
AKCNS	214.00	40,970	260.56	203.35	22	TUT	D	5.68	-2.9	6.57	19.8	12	3%	45%	2.11%	432	1,611	31,298	31,452	4,296	5,056	31,378	32,243	-	28.7	1.5	1.4	10.5	8.9	1%	5%	1%	4%
OYAKC	24.28	118,041	38.92	35.10	60	AL	A	3.58	-4.9	12.5	19.9	6	5%	52%	4%	6,019	7,434	68,847	68,001	15,697	16,696	69,938	70,550	22.2	17.9	1.9	1.9	7.7	7.3	8%	11%	6%	8%
CIMSA	56.30	53,237	80.28	65.62	43	AL	A	14.7	5.37	13.3	45.1	12	3%	19%	3%	4,225	4,325	53,513	52,988	9,934	10,615	35,105	30,991	14.2	13.9	1.7	1.9	8.3	7.7	11%	13%	4%	4%
Çimento																						18.2	17.9	1.7	1.9	8.3	7.7	8%	11%	4%	4%		

📌 Sektörel Görünüm

- 1Ç26'da yıllık bazda yaklaşık %30 daralan çimento satışları yurtiçi çimento talebinde zayıflığa işaret etmektedir. TOKİ öncülüğünde yürütülen büyük ölçekli kamu yatırımlarının büyük ölçüde tamamlanmasıyla deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetlerinin normalleşmesi bu gerilemenin ana nedeni olarak öne çıkmaktadır. Deprem bölgesinde özel sektör yatırımlarının bir miktar destek sağlaması beklense de talebin daha kademeli ve zamana yayılan bir yapıda gerçekleşmesi tahmin ediliyor.
- Makroekonomik ve jeopolitik gelişmeler yurt içi talebi desteklemiyor. Yüksek seyreden enflasyon, para politikasında gevşeme sürecini geciktirerek konut talebini ve yatırım iştahını sınırlamaktadır. Aynı zamanda sıkı maliye politikası, deprem bölgesi dışındaki büyük ölçekli altyapı ve inşaat projelerinin ertelenmesine veya yavaşlamasına neden olarak çimento talebini baskılamaktadır. Buna ek olarak, başta İran kaynaklı gerilim olmak üzere artan jeopolitik riskler belirsizliği artırmakta ve maliyet şokları üzerinden inşaat faaliyetlerinde gecikmelere yol açmaktadır. Bu dinamikler, özellikle Suriye başta olmak üzere komşu ülkelerdeki yeniden inşa beklentilerini de zayıflatarak potansiyel yukarı yönlü senaryoları orta-uzun vadeye ötelemektedir.
- İhracat tarafı Türk çimento sektörü için yapısal bir denge unsuru olmaya devam etmekte olup, ABD'ye satışlar ana sürükleyici olmaya devam etmektedir. Ancak Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimler, AB'de devreye giren SKDM (CBAM) kapsamında artan regülasyon ve maliyet yükü ile Çin inşaat sektöründeki süregelen zayıflığın yarattığı küresel arz fazlası, ihracat hacimleri ve fiyatlama üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Bu nedenle kısa vadede ihracat performansında genele yayılan, anlamlı bir toparlanma öngörmemektedir.
- Fiyatlama tarafında son iki yılda enflasyonun altında kalan fiyat artışlarının ardından şirketlerin fiyatlama gücü sınırlı kalmakta ve bu durum ciro büyümesini baskılamaktadır. 2026'da önceki yıllara kıyasla görece daha iyi bir fiyatlama dinamiği öngörsek de fiyat artışlarının yine enflasyonun altında kalması beklenmektedir; bu da gelir büyümesi üzerinde baskının devam edeceğine işaret etmektedir.

- Maliyet tarafında ise İran savaşı kaynaklı gelişmeler sonrası yükselen petrol fiyatlarına paralel olarak yukarı giden petkok kömürü fiyatları üretim maliyetleri üzerinde baskı yaratmaktadır. Elektrik tarifelerinin görece yatay seyri ve alternatif yakıt kullanımındaki artış kısmi bir denge unsuru sağlasa da genel maliyet görünümünde özellikle yılın ikinci yarısında kötüleşme beklenmekte olup bu durum marjlar üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, fiyatlama tarafında beklenen görece iyileşmenin artan maliyet baskısını kısmen dengelemesi sonucu 2026 yılında FAVÖK marjlarının yıllık bazda genel olarak yatay seyretmesini öngörüyoruz.

OYAK Çimento (OYAKC.IS):

- OYAK Çimento'nun, deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerinin normalleşmesi ve olumsuz mevsimsellik etkisiyle 1Ç26'da yurt içi hacimlerde sert daralma sonucunda 2026'ya daha zayıf bir başlangıç yapması beklenmektedir. 2025 yılında güçlü hacimler ve çeşitlendirilmiş ürün karması performansı desteklemiş olsa da, zayıflayan yurt içi talep ve baskılanan fiyatların kısa vadede ciro üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturması beklenmektedir. Bununla birlikte, yılın geri kalanında şirketin zayıf başlangıcı büyük ölçüde telafi edeceğini ve 2026 yılı toplamında cironun yıllık bazda yatay ya da düşük tek haneli daralacağını öngörüyoruz.
- Şirketin geniş operasyonel ağı ve bölgesel çeşitliliği, talep zayıflığına karşı önemli bir tampon görevi görmektedir. Fiyatlama baskısı devam etmekte olup, fiyat artışları halen enflasyonun gerisinde kalmakla birlikte bu farkın kademeli olarak daralması beklenmektedir. Buna rağmen, OYAK Çimento'nun operasyonel verimlilik ve yüksek alternatif yakıt kullanımı (%25–30) sayesinde büyük ölçekli oyuncular arasında en yüksek marjlı şirket konumunu koruması beklenmektedir. İran savaşı kaynaklı gelişmeler sonrası artan petkok maliyetleri marjlar üzerinde aşağı yönlü risk oluştururken, genel olarak FAVÖK marjlarının yıllık bazda yatay seyretmesini öngörüyoruz.
- Stratejik açıdan, komşu ülkelerde (özellikle Suriye) olası yeniden inşa talebi orta vadeli bir potansiyel sunmaya devam etmekle birlikte, artan jeopolitik belirsizlikler bu alanda görünürlüğü sınırlamaktadır. Güçlü net nakit pozisyonu sayesinde şirket seçici inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirme esnekliğini korumaktadır.
- Kısa vadede kârlılık ivmesinin sınırlı kalması beklenmekle birlikte, OYAK Çimento'nun ölçeği, maliyet disiplini ve güçlü bilançosu sektördeki önde giden konumunu desteklemeye devam etmektedir. Hisse son 12 ay 7.3x FD/FAVÖK çarpanı ile sektör medyanı olan 9.2x'in altında iskontolu işlem görmektedir.

✦ Çimsa (CIMS.A.IS):

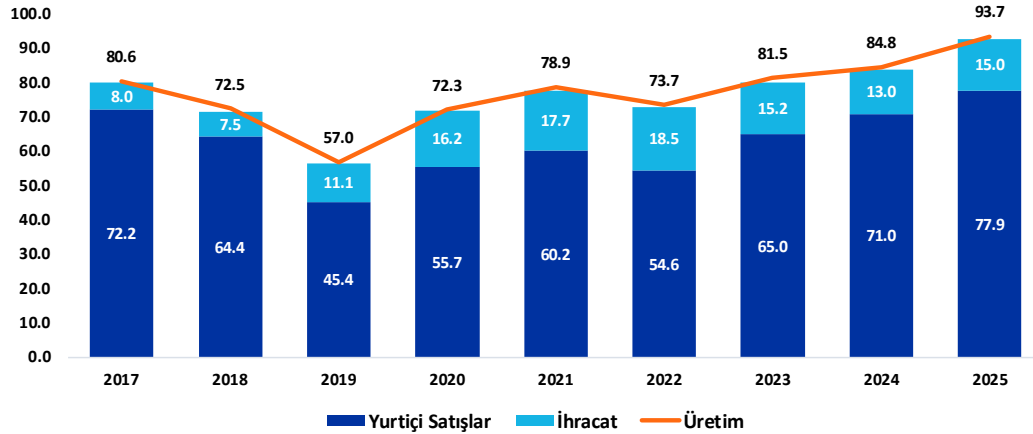
- Çimsa, zayıflayan yurt içi talep koşullarına rağmen, uluslararası faaliyetlerinin ağırlığı ve yüksek katma değerli ürün portföyü sayesinde 2026'ya görece dirençli bir operasyonel yapı ile girmektedir. Türkiye hacimlerinin zayıf inşaat aktivitesi nedeniyle baskı altında kalması beklenirken, ihracat odaklı iş modeli ve coğrafi çeşitliliği ciro tarafındaki aşağı yönlü riskleri sınırlayan önemli bir denge unsuru oluşturmaktadır. Uluslararası operasyonlar, özellikle Mannok, ABD faaliyetleri ve genişleyen ihracat kanalları, büyümenin ana sürükleyicisi olmaya devam ederken, Avrupa'daki zayıf talep ve küresel arz fazlası hacim ve fiyatlamada yukarı yönlü potansiyeli sınırlamaktadır. Bu doğrultuda, uluslararası katkının yurt içi zayıflığı dengelemesiyle konsolide gelirlerin yıllık bazda genel olarak yatay seyretmesini bekliyoruz.
- Kârlılık tarafında Çimsa, beyaz çimento ve CAC segmentlerindeki varlığı sayesinde yapısal olarak daha yüksek marjlara sahip olup benzerlerine kıyasla daha avantajlı bir konumdadır. Sektör genelinde fiyatlamada baskısı sürerken, güçlü ürün karması ve ihracat esnekliği daha dirençli bir marj yapısını desteklemektedir. Maliyet tarafında görünüm görece yönetilebilir kalırken, artan petkok fiyatları risk oluştursa da alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji entegrasyonu bu baskıyı kısmen dengelemektedir. Bu çerçevede, FAVÖK marjlarının yıllık bazda büyük ölçüde yatay seyretmesini ve benzerlerine kıyasla aşağı yönlü risklerin sınırlı kalmasını bekliyoruz.
- Genel olarak, Çimsa'nın farklılaşmış iş modeli, güçlü ihracat konumlanması ve yüksek katma değerli ürün portföyü, zorlu sektör koşullarında görece dayanıklılığını desteklemeye devam etmektedir.

✦ Akçansa (AKCNS.IS):

- Akçansa'nın 2026'ya görece dengeli bir operasyonel görünümle girdiğini düşünüyoruz. Mevsimselliğin olumsuz etkisine rağmen, görece güçlü bölgesel talep, iyileşen ürün karması ve daha iyi fiyatlamada performansı ciro tarafındaki aşağı yönlü riski sınırlamaktadır. Fiyatlamada iyileşmenin marjlara sınırlı bir destek sağlaması beklenirken, ertelenmiş vergi etkileri nedeniyle net kârın baskı altında kalmaya devam etmesi öngörülmektedir.
- Operasyonel tarafta disiplinli maliyet yönetimi ve alternatif yakıt kullanımına yönelik yatırımlar önemli destek unsurları olmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, fiyat artışlarının hâlen enflasyonun gerisinde kalması ve girdi maliyetlerindeki yukarı yönlü riskler kârlılıkta anlamlı bir toparlanmayı sınırlamaktadır. Bu çerçevede, 2026'nın zorlu geçmesini ve 2025'teki sert marj daralmasının ardından yalnızca sınırlı bir iyileşme görülmesini bekliyoruz. Genel olarak, hem ciro hem de marjların yıllık bazda yatay seyretmesini öngörüyoruz.

- Stratejik tarafta, Heidelberg Materials'ın Sabancı Holding'in pay satışına ön alım hakkı kapsamında karşılık vermesi, Heidelberg'in kontrol gücünü artırmayı ve Akçansa'yı global portföyüne daha güçlü entegre etmeyi hedeflemektedir. Her ne kadar bu gelişme şirketin stratejik değerini ortaya koymuş ve son dönemde hisse performansını desteklemiş olsa da, söz konusu değerlemenin büyük ölçüde fiyatlara yansıdığını düşünüyoruz. İşlemin tamamlanmasını takiben zorunlu çağrı sürecinin başlaması beklenirken, sürecin büyük ölçüde 2Y26'da tamamlanacağını öngörüyoruz.
- Zayıf sektör görünümü ve mevcut seviyelerde sınırlı yukarı yönlü potansiyel nedeniyle, Akçansa için önerimizi TUT olarak belirliyoruz.

Türkiye Çimento Üretim ve Satış Miktarı, mn ton



Hisse Kodu	Piyasa Değeri	Dolaşımdaki Pay		Günlük Hacim 3 Aylık Ort.	Kapasiteler (mn ton/yıl)		FD/FAVÖK	F/K	FD/Klinker	FD/Klinker
		Piyasa Değeri	Pay/Piyasa		Çimento	Klinker				
OYAKC	118,041	23,514	20%	12.51	24.0	12.6	7.3	13.5	8.5	25.9
CIMSA	53,237	23,994	45%	13.28	8.8	7.0	8.8	17.2	10.4	17.9
AKCNS	40,970	8,120	20%	6.57	9.0	7.0	11.9	56.4	5.7	13.6
NUHCM	37,553	7,116	19%	2.15	5.7	4.7	7.9	50.3	6.5	21.6
CMENT	29,727	806	3%	0.05	5.4	4.2	9.6	24.8	6.2	16.0
GOLTS	6,750	4,604	68%	1.48	5.1	3.2	13.5	18.2	2.8	9.5
BSOKE	57,440	14,544	25%	5.83	4.0	3.0	143.5	-477.2	20.1	7.2
LMKDC	17,622	4,721	27%	4.45	3.6	2.3	4.4	8.7	6.7	39.6
AFYON	5,560	2,723	49%	1.82	2.0	1.7	4.4	23.1	2.6	26.7
BUCIM	9,345	3,399	36%	1.24	2.9	1.4	10.3	-11.6	9.4	10.5
BTCIM	36,214	23,231	64%	15.48	1.8	1.4	30.7	-158.3	30.5	9.5
Medyan	36,214	7,116	27%	4.45	5.1	3.2	9.2	20.7	6.7	16.0
Ortalama	37,496	10,616	34%	5.90	6.6	4.4	10.9	26.5	10.0	18.0

Kaynak: TURKCEMENT, İş Yatırım

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr. Tem. V	5Y Dağ. %	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027				
Hisse	Fiyat ₺														Tem. V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K - \$	PD/DD - \$	FD/FAVÖK	ROE - \$	ROA - \$									
AKSGY	8.86	21,397	14.03	12.35	58	AL	A	5.48	-3.1	1.01	53.8	6	2%	14%	12%	6,828	5,984	6,373	6,526	4,316	4,407	61,783	65,351	3.5	4.0	0.4	0.4	5.6	5.5	12%	9%	10%	8%
EKGYO	21.16	80,408	33.75	34.16	59	AL	A	3.62	-4.8	68	48.3	26	3%	32%	17%	12,505	21,148	133,413	137,420	28,413	32,691	174,245	189,944	7.3	4.3	0.5	0.5	5.6	4.9	7%	12%	3%	5%
ISGYO	20.84	19,980	27.20	29.72	31	AL	A	0.24	-7.9	1.06	39	8	0%	n.a	6%	2,566	2,147	4,749	5,731	1,730	2,079	66,280	67,089	8.8	10.5	0.3	0.3	13.6	11.3	4%	3%	3%	3%
RGYAS	189.00	62,559	265.68	263.51	41	AL	A	20.9	11.1	4.75	15.9	56	1%	9%	2%	18,752	16,981	17,394	20,140	11,219	11,451	187,288	203,190	3.8	4.2	0.4	0.3	8.8	8.6	11%	9%	7%	6%
TRGYO	95.20	95,200	156.97	121.69	65	AL	A	12.2	3.07	2.78	20.7	21	4%	29%	7%	13,267	14,429	23,476	22,215	13,159	12,693	179,472	189,158	8.1	7.5	0.6	0.6	6.6	6.8	8%	8%	6%	7%

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

7.3 4.3 0.4 0.4 6.6 6.8 8% 9% 6% 6%

- 2025 yılında kaydedilen yüksek bazın ardından, 2026 yılı Ocak–Mart döneminde toplam konut satışları yıllık bazda %0,3 sınırlı daralma göstermiştir. İpotekli satışlar %31,5 oranında güçlü artış kaydederken, diğer satışlardaki %6,1’lik gerileme toplam performansı baskılamıştır. Yabancılar yapılan satışlar aynı dönemde %14,9 azalırken, Rusya vatandaşları en büyük alıcı grubu olmaya devam etmiştir.
- 2025 yılı boyunca devam eden faiz indirim döngüsü konut talebini desteklerken, 1Ç26 döneminde artan jeopolitik riskler ve yükselen petrol fiyatları görünüm üzerinde belirsizlik yaratmıştır. 22 Nisan’da politika faizinin sabit tutulması, para politikasındaki gevşeme sürecinin hız kesebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, kısa vadede konut talebi açısından aşağı yönlü risklerin arttığını değerlendiriyoruz.
- Konut Fiyat Endeksi Mart itibarıyla nominal olarak yıllık %26,4 artarken, reel olarak %4,5 gerilemiştir. Öte yandan, artan enerji maliyetlerinin inşaat maliyetleri üzerindeki yukarı yönlü etkisinin, önümüzdeki dönemde yeni konut projelerinde maliyet artışlarını beraberinde getirmesini ve buna bağlı olarak yeni konut fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmasını bekliyoruz.
- Perakende segmentinde, Ciro Endeksi Şubat ayında yıllık nominal %22,8 artarken, %8,73 reel düşüş kaydetmiştir. AVM ziyaretçi sayısı endeksi ise yıllık bazda yatay bir seyir izlemiştir. Segment genelindeki zayıf performansa rağmen, güçlü lokasyon ve kiracı karmasına sahip AVM’ler reel kira büyümesini koruyarak operasyonel performanslarını desteklemeyi sürdürmektedir.
- Ofis pazarında, 4Ç25 itibarıyla MİA’da birincil kiralar m² başına 30,9 dolar seviyesine ulaşırken, boşluk oranı %15 ile yatay seyretmiştir. Özellikle İstanbul’da sınırlı yeni arz, kira seviyelerini desteklemeye devam etmektedir.

✦ Akiş GYO (AKSGY.IS)

- Akiş GYO (AKSGY.IS), 2025 yılında AVM portföyündeki yüksek doluluk oranları ve güçlü ziyaretçi trafiğinin katkısıyla %3 reel ciro büyümesi kaydetmiştir. Kadıköy Sahrayıcedit konut projesi geliştirme aşamasında olup, kısa vadede gelir katkısı sağlaması beklenmemektedir. Düşük net borç seviyesi bilançoğu desteklerken, şirketin önümüzdeki dönemde net nakit pozisyonuna geçmesini bekliyoruz.
- Makro belirsizliklere rağmen, güçlü lokasyonlarda konumlanan yüksek kaliteli AVM portföyü sayesinde şirketin operasyonel dayanıklılığını korumasını bekliyoruz. Bu doğrultuda güncel makro görünümü yansıtarak, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 12,35 TL'den 14,03 TL'ye yükseltiyor, %58 yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, %52 NAD iskontosu ile işlem görmekte olup, bu oran 5 yıllık ortalama olan %34'ün altındadır.

✦ Emlak Konut GYO (EKGYO.IS)

- Emlak Konut GYO (EKGYO.IS), 2025 yılında güçlü operasyonel performansını sürdürerek gelirlerini yıllık %139 oranında artırmış ve yaklaşık 100 milyar TL seviyesine taşımıştır. Şirket, 8.044 adet bağımsız bölüm satışı gerçekleştirerek yıl sonu hedefini %35 oranında aşmış ve 104 milyar TL tutarında ön satış gelirin'e ulaşmıştır.
- 2026 yılında makro belirsizlikler konut talebi üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturabilecek olsa da, güçlü ön satışların teslimata dönüşmesi gelirleri destekleyecektir. Emlak Proje Planlama (EPP) ve Emlak Konut Asansör (EKA) olası halka arzları önemli katalistler olarak öne çıkarken, uluslararası projelerin orta-uzun vadede döviz bazlı gelirleri desteklemesi beklenmektedir.
- Şirketin net borcu 2025 yıl sonu itibarıyla 37.374mn TL (2024YS: 6.003mn TL) seviyesine yükselmiştir. Net borçtaki artış, net finansman giderlerini artırırken net kâr üzerinde baskı yaratmaktadır. Bununla birlikte, Net borç/FAVÖK rasyosu 1,70x (4Ç24: 0,95x) seviyesinde gerçekleşerek yönetilebilir bir kaldıraç düzeyine işaret etmektedir.
- Şirketin güncel proje stoku ve güncel makroekonomik varsayımlarımız doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 34,16 TL'den 33,75 TL'ye revize ediyor, %59 yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, %59 NAD iskontosu ile işlem görmekte olup, bu oran 5 yıllık ortalama olan %31'in üzerindedir.

✦ İş GYO (ISGYO.IS)

- İş GYO (ISGYO.IS), Altunizade Litus projesinde teslimatlara devam ederken, Kasaba projesi ile Eski Profilo AVM arsası üzerinde Artış İnşaat ile imzalanan arsa payı karşılığı hasılat paylaşımı ve kat karşılığı inşaat sözleşmesi kapsamında geliştirilen Avrupa Konutları Şişli 2 projesinde satış süreci devam etmektedir. Söz konusu proje kapsamında İş GYO'nun minimum 65mn dolar gelir elde etmesi beklenmektedir. Tuzla arsasında ise konut geliştirme faaliyetleri sürmektedir. 2025 yılında özellikle ofis ve ticari varlıklardan elde edilen reel kira gelirindeki artış, toplam kira gelirinde yıllık %21 reel büyüme sağlamıştır.
- Portföy optimizasyon stratejisi kapsamında gerçekleştirilen varlık satışları ile desteklenen şirketin net nakit pozisyonu 4Ç25 itibarıyla 1.385 mn TL seviyesine ulaşmıştır. Gelir üreten yeni varlıkların portföye eklenmesi, hem gelir yaratma kapasitesini hem de finansal görünümü güçlendirmiştir. Bununla birlikte, gerek konut satışlarındaki yavaşlama eğilimi, gerekse perakende endeksinde kaydedilen reel düşüş, 2026'nın ilk yarısında talep bazlı riskleri beraberinde getirmektedir.
- Şirketin değişen portföy yapısı ve güncel makro riskleri göz önünde bulundurarak 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 29,72 TL'den 27,20 TL'ye revize ediyor, %31 yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, %60 NAD iskontosu ile işlem görmekte olup, bu oran 5 yıllık ortalama olan %24'ün oldukça üzerindedir.

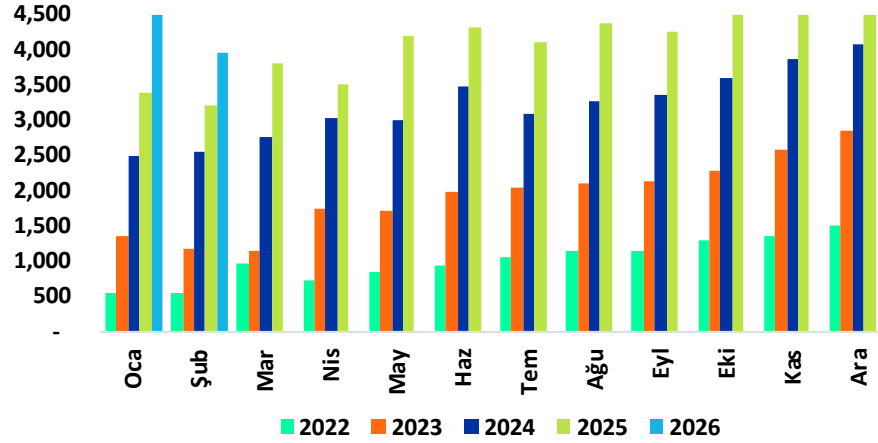
✦ Rönesans Gayrimenkul (RGYAS.IS)

- Rönesans Gayrimenkul (RGYAS.IS), coğrafi olarak çeşitlendirilmiş AVM portföyü sayesinde güçlü kira geliri üretimini sürdürmektedir. 2025 yılında %19 reel kira geliri büyümesi kaydeden şirketin performansı, güçlü kiracı karması ve yüksek doluluk oranı ile desteklenmiştir. Optimum Ankara ve İzmir AVM'lerinin tam konsolidasyona dahil edilmesiyle kira gelirlerindeki artışın 2026'da da devam etmesini bekliyoruz.
- MaltepePark projesinde satışlar devam ederken, Şubat 2026 itibarıyla konut tarafında 42 ünite satılmış ve satış oranı %19'a ulaşmıştır. Ofis tarafında henüz satış/kiralama gerçekleşmemiş olup, proje gelirlerinin ağırlıklı olarak 2026 sonrası dönemde finansallara yansması beklenmektedir. Şirketin Antalya ve Ümraniye'de de arsaları bulunmakta olup, Antalya'da AVM projesi planlanmaktadır.
- Şirketin net borcu 2025 sonunda 24.584mn TL olup, döviz bazlı yapı kur riski yaratmaktadır. Buna karşın 2,99x Net Borç/FAVÖK oranı yönetilebilir seviyededir. Hedef fiyatımızı hisse başı 263,51 TL'den 265.68 TL'ye revize ediyor, %41 artış potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse %53 NAD iskontosu ile işlem görmektedir (1 yıllık ortalama: %55).

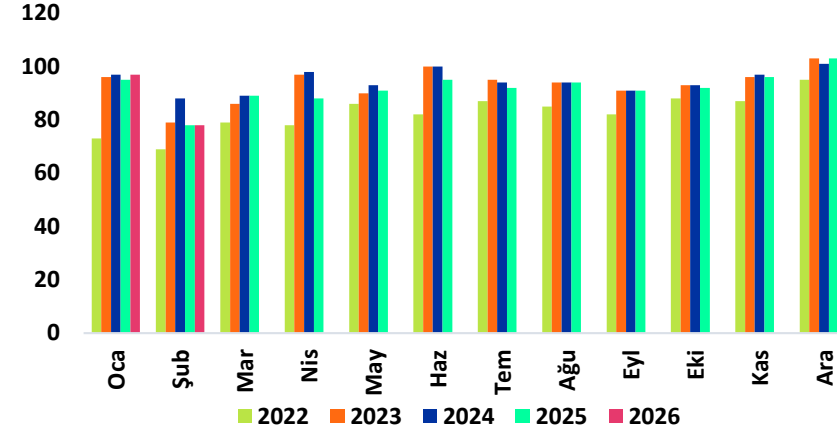
Torunlar GYO (TRGYO.IS)

- Torunlar GYO (TRGYO.IS), 2025 yılında güçlü reel kira gelirine rağmen zayıf konut satışları nedeniyle gelirlerinde yıllık %9 düşüş kaydetmiştir. 2026 yılı başında Forum Mersin ve Forum Kayseri AVM'lerinin satın alınması, gelir üreten varlık tabanını genişletmiş olup, kira gelirlerine 2026 yılında %20'nin üzerinde inorganik büyüme katkısı sağlaması beklenmektedir. Devam eden projelere ek olarak, 2026–2029 döneminde devreye girmesi planlanan otel yatırımlarının gelir çeşitliliğini desteklemesi beklenmektedir.
- 2025 yıl sonu itibarıyla 30.894 mn TL net nakit pozisyonu, şirketin sağlam bilanço yapısını güçlü şekilde desteklemektedir. Bu finansal esnekliğe ek olarak, Torunlar GYO'nun yüksek kaliteli ticari gayrimenkul portföyü ve kademeli olarak devreye alınması beklenen konut ile otel projeleri, operasyonel çeşitlilik ve sürdürülebilir gelir üretimi açısından değerlendirildiğinde, şirketi emsallerine kıyasla daha güçlü ve avantajlı bir konuma taşımaktadır.
- Şirketin yeni AVM satın alımlarının yaratması beklenen gelir potansiyelinin yanı sıra makro varsayımlarımızdaki değişiklikleri de yansıtarak, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 121,69 TL'den 156,97 TL'ye yükseltiyor, %65 yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %27 iskontolu işlem görmekte olup, 5 yıllık tarihsel ortalama iskontosu %30 seviyesindedir.

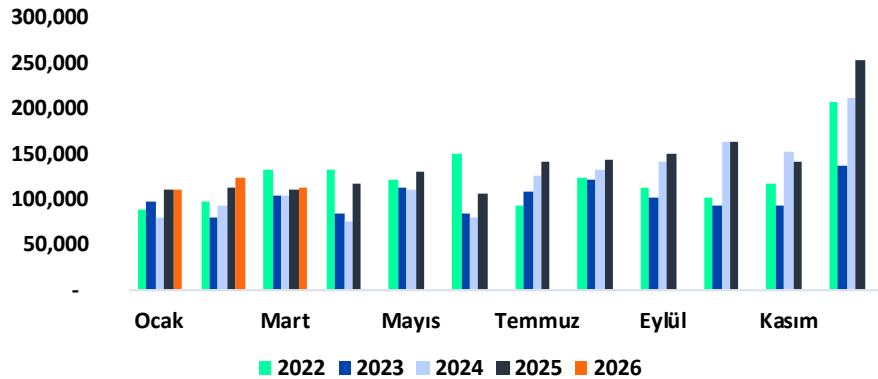
AVM m2 Verimlilik Endeksi



AVM Ziyaretçi Sayısı Endeksi

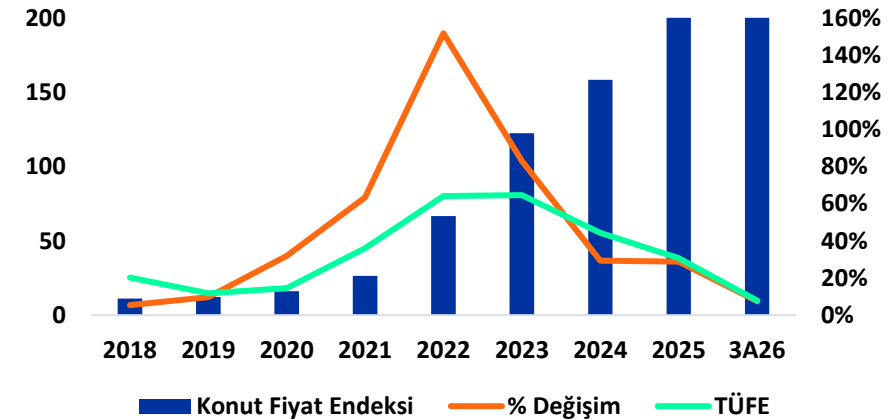


Toplam Konut Satışları



Kaynak: AYD, TCMB, TÜİK.

Konut Fiyat Endeksi/TÜFE



Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

		Kapanış	PD (Mn TL)	Net Aktif Değer	İskonto/Prim	Son 1 Yıl İsk/Prim	Tarihsel İsk/Prim	PD/ΣGYO PD, %
Akfen GYO	AKFGY	2.84	11,076	32,674	-66%	-61%	-41%	1%
Akiş GYO	AKSGY	8.86	21,397	44,595	-52%	-49%	-34%	3%
Alarko GYO	ALGYO	5.14	10,427	15,557	-33%	-51%	-42%	1%
Avrupa Kent GYO	AVPGY	57.50	23,000	32,412	-29%	-34%	-13%	1%
Emlak Konut GYO	EKGYO	21.16	80,408	196,786	-59%	-37%	-31%	11%
Halk GYO	HLGYO	5.77	22,157	54,289	-59%	-60%	-62%	1%
İş GYO	ISGYO	20.84	19,980	50,250	-60%	-58%	-24%	2%
Kiler GYO	KLGYO	5.30	7,394	23,662	-69%	-59%	-44%	1%
Özak GYO	OZKGY	12.90	18,782	65,369	-71%	-66%	-54%	1%
Reysaş GYO	RYGYO	32.00	64,000	86,176	-26%	-20%	-16%	5%
Rönesans GY	RGYAS	189.00	62,559	132,985	-53%	-55%	22%	3%
Sinpaş GYO	SNGYO	3.66	14,640	51,996	-72%	-61%	-49%	2%
Torunlar GYO	TRGYO	95.20	95,200	130,571	-27%	-34%	-30%	5%
Vakıf GYO	VKGYO	2.79	9,626	24,557	-61%	-59%	-38%	1%
Ziraat GYO	ZRGYO	21.80	102,321	79,328	29%	73%	52%	5%

✦ Turkcell (TCELL.IS)

- Turkcell'in 1Ç26'da, dijital ve fintech iş kollarındaki güçlü performansın devamı ve 5G kaynaklı cihaz satışlarının desteğiyle, yıllık bazda yaklaşık %8 gelir büyümesi elde etmesini ve bu büyümenin şirketin yıllık beklentisinin üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Kârlılık tarafında ise, ürün karmasındaki bozulma ve 5G'nin ilk fazına ilişkin ilave maliyetlerin etkisiyle marjlar üzerinde baskı öngörüyoruz. Bu doğrultuda, yaklaşık %40.5 EBITDA marjı tahmin ediyoruz; bu da yıllık bazda belirgin bir daralmaya işaret etmektedir. Bu görünüm, özellikle maliyet baskılarının devam etmesi halinde, marjların yıl sonu beklenti aralığının alt bandına yakınsama riskini artırmaktadır.
- Kısa vadeli marj baskısı ve yüksek yatırım harcamalarına rağmen, Turkcell'i cazip bir yatırım hikayesi olarak görmeye devam ediyor ve sektördeki öncelikli tercihimiz olarak konumlandırıyoruz. Şirketin, büyüyen dijital ve fintech segmentleri ile iyileşen abone karmasının desteğiyle güçlü reel gelir büyümesi sunmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, ticari 5G lansmanı ve veri merkezi operasyonlarının artan katkısının, orta vadeli büyüme görünümünü daha da güçlendireceğini düşünüyoruz. Düşük borçluluk seviyesi sayesinde Turkcell'in devam eden yatırım döngüsünü rahatlıkla yönetebileceğini ve bu durumun finansal esneklik ile temettü görünürlüğünü desteklediğini değerlendiriyoruz.

✦ Turk Telekom (TTKOM.IS)

- Geçen yılın yüksek baz etkisi ve özellikle M2M segmentinde abone kazanımlarının normalleşmesiyle birlikte, Türk Telekom'un 1Ç26'da yaklaşık %7 reel gelir büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. EBITDA marjının ise, yılın başında yapılan tarife artışları ve maliyet optimizasyonu adımlarının desteğiyle %40.3 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Şirketin varsayımlarına kıyasla daha yüksek yıl sonu enflasyon beklentimiz ve sözleşmesel yapı nedeniyle, %8–9 seviyesindeki reel gelir büyüme hedefi için aşağı yönlü riskler görüyoruz.
- Kısa vadede artan borçluluk baskısı çarpanları sınırlayabilir. Ancak, artan nakit akışı görünürlüğü ve fiber odaklı büyüme sayesinde uzun vadede yapıcı görüşümüzü koruyoruz. Şirket, FTTH penetrasyonunu artırma hedefini sürdürürken, BTK'nın güncellenen toptan fiyatlandırma mekanizması (ÜFE'ye endeksli, yılda iki kez güncelleme imkânı) fiyatlandırma görünürlüğünü artırmakta ve daha rasyonel bir rekabet ortamını desteklemektedir.

✦ Sabancı Holding (SAHOL.IS)

- Sabancı Holding nispeten daha yüksek TL ağırlıklı iş kolları, banka ağırlığı ve faiz duyarlılığıyla ön plana çıkıyor. Faiz indirimleri ile beraber tarihsel ortalamalarının üstünde olan NAD iskontosunda bir daralma beklenebilir. Geçtiğimiz çeyreklerde gözlemlediğimiz parasal kayıplardaki düşüşün de enflasyonla beraber azalmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu durum Holding'in konsolide karını da olumlu etkileyecektir.
- Holding, stratejik planlamasında portföyün daha dinamik yönetileceğini belirtiyor. Grup, IRR-WACC farkı cazip ve dönüşüm planını destekleyen alanlara yatırımlar yapmak istiyor. Portföyde, AKCNS ve CRFSA payları için alınan tekliflere benzer teklifler gelmesi halinde stratejik olmayan iş kollarından çıkışların devamını görebiliriz. Çıkışlar ile birlikte ana iş kollarındaki yeni yatırımların hızlanması da beklenebilir. Holding, 2029 hedeflerinde NAD'ını dolar bazında 2 katına çıkarmak istiyor. Ana iş kolları olan bankacılık ve enerjiye ek olarak yeni yatırımlar da NAD büyümesini destekleyecek.
- Enerji iş kolunda dağıtım tarafının faiz indirimlerinden olumlu etkilenmesi beklenirken, üretim tarafında oldukça uygun maliyetlerle fonlanan yatırımlar öngörülebilir bir büyüme hikayesi sunuyor. Enerjisa Üretim'in 2028 sonunda 6.250 MW kurulu güce ulaşması hedeflenirken, güncel yatırımların tamamlanması ile Holding'in ABD'deki yenilenebilir enerji portföyü de 790 MW'a ulaşacak
- Holding'in cari NAD iskontosu, sırasıyla %55 ve %48 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %57 seviyesinde. Halka açık olmayan iştirakler ve takip listemizdeki şirketlerde yaptığımız revizyon sonrası hedef fiyatımızı 181TL'ye yükselttik.

✦ Koç Holding (KCHOL.IS)

- Holding'in çeşitlendirilmiş portföyü, iştiraklerinden gelen güçlü temettü akışı, ana iştiraklerine yönelik olumlu görüşümüz, döviz bazlı gelirlerinin yüksek payı ve portföy yapısı sayesinde döviz dalgalanma risklerine karşı doğal hedge pozisyonu nedeniyle KCHOL'u beğenmeye devam ediyoruz. Enflasyon muhasebesi, temel olarak YKBNK'nın yüksek parasal pozisyonundan kaynaklanan parasal kayıplar nedeniyle Holding'in kârlılığı üzerinde olumsuz bir etki yaratsa da geçtiğimiz çeyreklerde bu etkinin azaldığını gördük. Holding'in yaklaşık 850mn dolar solo net nakit pozisyonuna ek olarak uluslararası bankalarla imzalanan 600mn dolarlık kredi sözleşmesi Holding'e olası fırsatlara göre hareket etme esnekliği sağlamakta. İştiraklerden elde edilen güçlü temettü akışının 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. İştiraklerde katılacak bir sermaye artımı veya yeni yatırım olmaması halinde Holding'in solo net nakit pozisyonu 1 milyar ABD\$ seviyesini aşabilir. Holding'in kombine gelirlerinin yaklaşık %48'i döviz bazında. NAD'ın %90'ından fazlası borsada işlem gören varlıklardan oluşmakta. Holding her ne kadar döviz bazlı gelirlerin payı yüksek olsa da varlıkların yüksek oranda Türkiye'de bulunmasından dolayı yeni yatırımlarını coğrafi çeşitliliği artırmak için yurtdışında yapabilir. Global darboğazlar, talepteki toparlanma ve faiz indirimlerinin zamanlaması Holding portföyü için ciddi önem taşıyor.
- Halka açık varlıklar ve solo nakit pozisyonu hedef NAD'ımızın %95'ini oluşturuyor. Holding'in cari NAD iskontosu, sırasıyla %36 ve %31 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %40 seviyesinde. İştiraklerde yaptığımız güncellemeler sonrası hedef fiyatımızı 308TL'ye yükselttik.

✦ Enka İnşaat (ENKAI.IS)

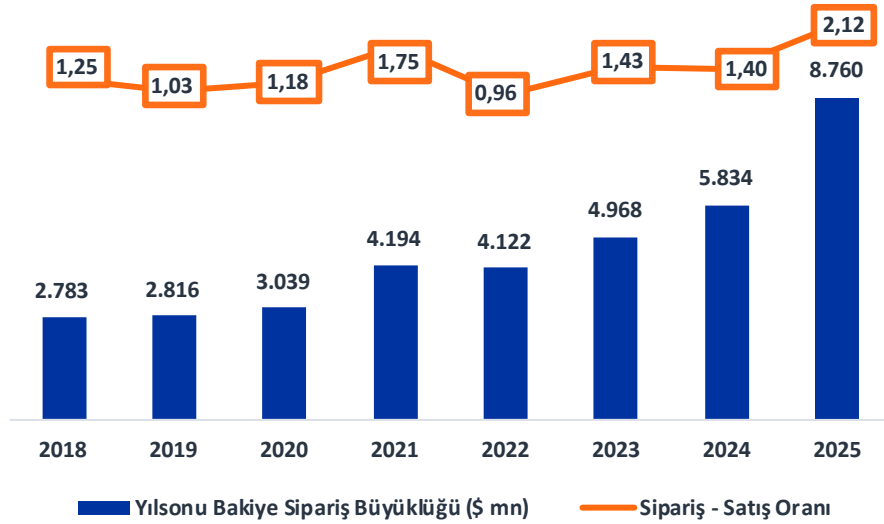
- Enka, mevcut piyasa değerinin %39'una denk gelen 5,56 milyar dolarlık güçlü net nakit pozisyonu, taahhüt segmentindeki güçlü büyüme performansı ve döviz bazlı gelirleri ile defansif bir isim olarak öne çıkıyor. Güncellenen makro varsayımlarımız ve önümüzdeki yıllara ilişkin yeni sözleşme edinimlerinde yaptığımız sınırlı revizyonlar doğrultusunda, ENKAI hedef fiyatımızı hisse başına 115,90 TL'den 127 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz.
- 2025 yılı, yeni proje kazanımları ve kârlılık açısından oldukça güçlü geçti. 4Ç25 sonu itibarıyla 8,8 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğüne ulaşılırken; 2025 yılında yeni sözleşme edinimleri yıllık bazda %83,5 artışla 5,5 milyar dolara yükselmiş ve sipariş/teslimat oranı 2,1x seviyesinde gerçekleşmiştir. Özellikle enerji santralleri ve altyapı projelerindeki uzmanlığıyla Enka'nın, faaliyet gösterdiği bölgelerdeki altyapı ihtiyaçları ve enerji dönüşüm süreçlerinin etkisiyle orta vadede iş hacmindeki canlılığı korumasını bekliyoruz. Öte yandan, yeni sözleşme edinimlerinde geçen yılın yüksek bazından sonra bir normalleşme öngörüyor ve Şirket'in 2026 yılını 4,3 milyar dolar seviyesinde yeni sözleşmeyle tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Taahhüt segmentinde, 2026 yılı için gelir ve FAVÖK büyümesi beklentilerimiz dolar bazında sırasıyla %16,8 ve %18,0 düzeyindedir.
- Kırklareli'de inşaatı tamamlanan ve mevcut santrallere kıyasla daha yüksek verimlilikle çalışacak olan 850 MW kapasiteli Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali 2026 Mart sonu itibarıyla devreye alınmıştır. Bu yeni yatırımla birlikte şirketin toplam kurulu gücü 4.895 MW seviyesine yükselmiştir.
- Son yıllarda önemli büyüklüğe ulaşan yabancı devlet tahvili portföyü net kâr üzerinde belirleyici bir etken olmaya devam etmektedir. Ancak, 1Ç26'da yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin bir önceki çeyreğe kıyasla azalması nedeniyle net kârın çeyreklik bazda daralmasını bekliyoruz.
- Enka, 2Ç25'te Tuzla'da 10 MW kapasiteli veri merkezi inşasına başlamış olup, bu yatırımın Gebze'de planlanan toplam 27 MW'lık veri merkezi yatırımıyla devam etmesi öngörülmektedir. Şirket, yurt dışında ise başlangıçta İngiltere ve İsviçre olmak üzere yeni veri merkezi yatırımları planlamaktadır. Veri merkezi yatırımıyla Şirket yeni bir iş koluna adım atarken, Enka'nın güçlü net nakit pozisyonu bu alana giriş için sağlam bir zemin sunmaktadır. Bu yatırımı, uzun vadeli değer yaratımı açısından stratejik bir fırsat olarak değerlendiriyoruz.



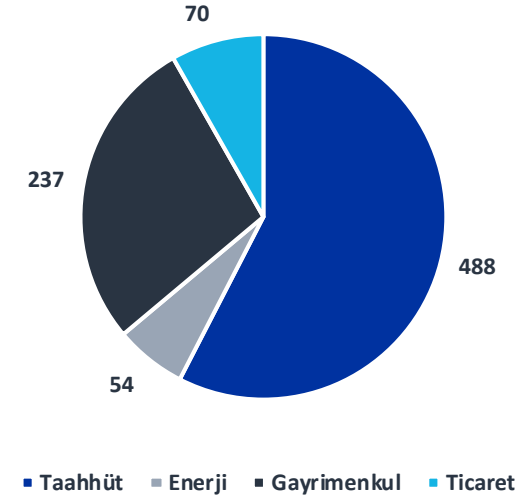
ENKAI NAD Kırılımı (milyon dolar)				
İş Kolları	Değerleme Yöntemi	Mevcut FD	Hedef Değer	NAD Ağırlığı
İnşaat	İNA	5,372	6,027	39%
Enerji	İNA	696	785	5%
Gayrimenkul	İNA	2,042	2,291	15%
Ticaret	6.0x FD/FAVÖK	386	386	3%
Diğer Varlıklar		Değerleme Yöntemi	NAD Ağırlığı	
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	Hedef Değer		632	4%
Satışa Hazır Varlıklar	Hedef Değer		13	0%
Geri Alınan Paylar	Piyasa Değeri		414	3%
Toplam Hedef Değer			10,548	69%
Konsolide Net Nakit			4,990	32%
Azınlık Payları			-148	-1%
Hedef NAD			15,390	
Hedef NAD'ine göre iskonto			-7%	
Hedef Piyasa Değeri (%10 Holding İskontosu)			13,851	
Piyasa Değeri			14,274	
Hedef Fiyat (US\$)			2.31	
Hedef Fiyat (TRY)			127	
Artış Potansiyeli			19%	

Not: Konsolide net nakit, 4Ç25 sonu itibarıyla uzun vadeli yatırımlar hariç tutularak hesaplanmıştır.

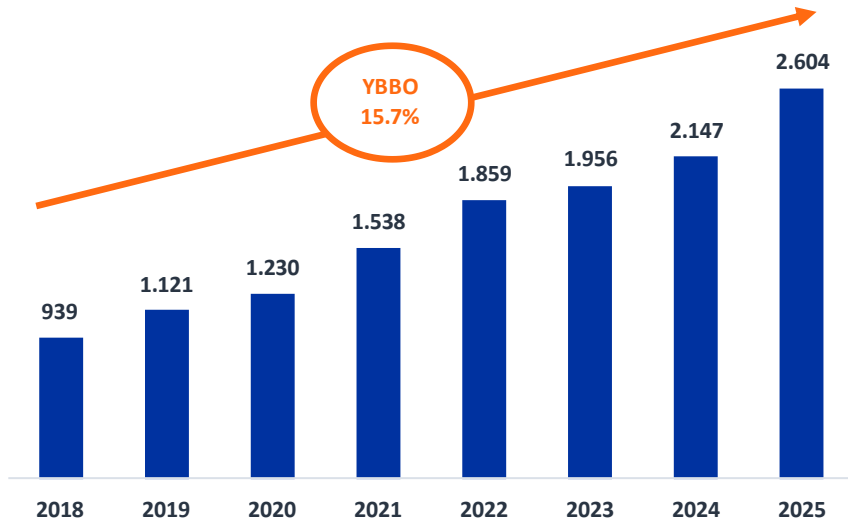
ENKAI - Bakiye Sipariş Büyüklüğü (\$ mn), Sipariş - Satış Oranı



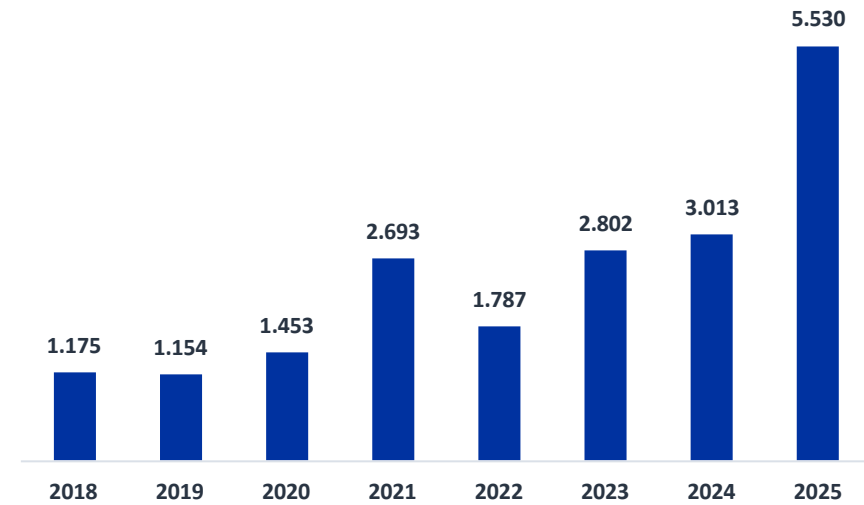
ENKAI - FAVÖK Kırılımı (2025) (\$ mn)



ENKAI - Satışlar (\$ mn) - Taahhüt Segmenti



ENKAI - Yeni Proje Edinimi (\$ mn) - Taahhüt Segmenti





Doğan Holding (DOHOL.IS)

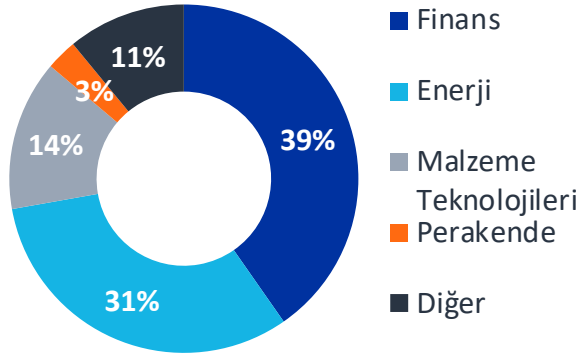
- Holding'in solo net nakit pozisyonu 662 milyon ABD doları seviyesindedir. %40 NAV iskontosuna uygulanmasına rağmen mevcut yukarı yönlü potansiyel %40'ın üzerindedir. DOHOL'un mevcut NAV iskontosu %50 seviyesindedir.
- Strateji; Boyabat ve Ditaş'tan çıkış örneklerinde olduğu gibi, kaldıraçlı ve çekirdek dışı varlıkların elden çıkarılması, çekirdek büyüme segmentlerine odaklanması ve Hepiyi, Sesa ve Daiichi gibi iştiraklerin halka arzları yoluyla değer yaratılması üzerine kuruludur. Grup, 2025 beklentilerini büyük ölçüde yakalamıştır.
- Doğan Holding, ana büyüme alanlarına odaklanma ve portföy kalitesini iyileştirme stratejisini sürdürmektedir. Yakın zamanda yayımlanan UMREK raporunun da gösterdiği üzere Gümüştaş Madencilik tarafındaki büyüme devam ederken, yatırım harcamaları yukarı yönlü revize edilmekte; maden segmenti 2025 yıl sonu itibarıyla %44 FAVÖK marjına ulaşmıştır. Yönetim 2026 yılı için madencilik segmentinde %40'ın üzerinde gelir büyümesi ve %40–50 FAVÖK marjı beklemektedir. Hepiyi Sigorta, 764 milyon ABD doları seviyesine ulaşan yönetilen varlık büyüklüğü ve güçlü prim üretimiyle öne çıkarken, 2026 yılında 100–130 milyon ABD doları ilave AuM artışı hedeflenmektedir. Karel tarafında ise sermaye artırımlarının desteğiyle net borç/FAVÖK oranının 2x seviyelerine yaklaşmasını ve operasyonel toparlanmanın sürmesini bekliyoruz. Galata Wind tarafında kapasite artışları sürerken, şirket 2026 yılı için 950–1000 GWh üretim ve %65–70 FAVÖK marjı öngörmektedir. Öte yandan, Doğan Trend Automotive tarafında zayıf görünümün sürmesini bekliyoruz. Şirket ayrıca 2030 Net Aktif Değer hedefini 4,0 milyar ABD dolarından 4,5 milyar ABD dolarına yükseltmiştir.



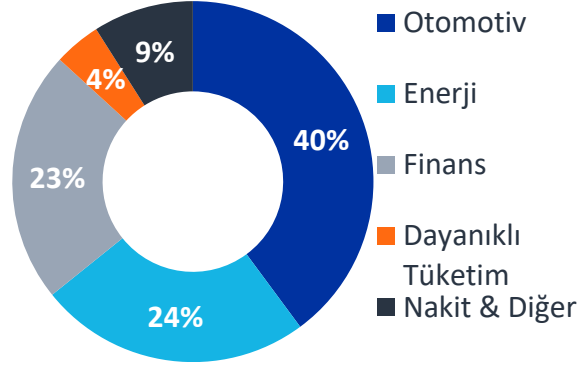
📌 Alarko Holding (ALARK.IS)

- **Kömür santralının portföyden çıkması ve elektrik dağıtım iş kolunun ağırlığının artması ile Alarko Holding daha yeşil bir portföy yapısına kavuşacak. Özellikle 5. uygulama döneminde yatırımların artmasıyla varlık tabanlarında ciddi büyümeler öngördüğümüz dağıtım iş kolunda tam sahipliğin sağlanması ve daha sade ve şeffaf bir portföy yapısına ulaşmasının ilerleyen dönemlerde holding iskontosunu daraltabileceğini düşünüyoruz.**
- **Kömür adadan ayrılan isim.** Geçtiğimiz ay Cengiz'in Cenal Karabiga Kömür Santrali'nin tamamı karşılığında Alarko'nun dağıtım ve yenilenebilir enerji santrallerini içeren Alcen'li devralacağına dair bir ön protokol imzalanmıştı. Hisse değişim işlemleri için görüşmelerin hala sürdüğünü ve Haziran ayında finalize olabileceğini öğrendik. Anlaşma hakkında rakamsal detaylara sahip olmasak da Şirket, Alarko'dan nakit çıkışı olmayacağını net bir şekilde altını çizdi. Cenal Karabiga için daha yüksek bir piyasa değeri hesapladığımızdan bizim de beklentimiz bu yöndeydi. Önemli bir detay, kömür santralının, Holding'in karbon emisyonunun %96'sından sorumlu olduğu belirtildi. Böylece dağıtımda sağlanacak tam sahiplik ile daha şeffaf ve öngörülebilir bir yapının yanı sıra Holding ciddi miktarda azalacak karbon emisyonları ile çevreye duyarlı yatırım fonlarının da radarına girebilecek.
- **Varlık tabanının 2030'da \$1.5 milyara ulaşması bekleniyor.** Şirket'in 2025 yılını \$754 mn varlık tabanı ile kapatmasının ardından 5. uygulama döneminde yaklaşık \$2 milyar yatırım yaparak 2030'da \$1.5 milyar varlık tabanına ulaşması bekleniyor. EPDK tarafından belirlenen reel makul getiri oranının (RMGO) da %12.3 seviyesinden %13.49'a çıkması ve artan yatırım itfalarının etkisi ile önümüzdeki 5 yılda yıllık ortalama \$355 mn FAVÖK yaratması bekleniyor. Şirket'in belirttiğine göre RMGO'daki artışın önümüzdeki 5 yıl için FAVÖK'e toplam katkısı \$80 mn. Böylece asıl katkının yatırımların reel olarak %103 artmasıyla varlık tabanındaki büyümeden geleceğini tahmin ediyoruz.
- **Tarım ve batarya iş kolları hala erken aşamada.** Tarım tarafında ilk 3 ay fiyatlar çok iyi seyretmiş ve güçlü satışlar yapılmış olsa da bu sene FAVÖK katkısı hala sınırlı olacaktır. Batarya tarafında ise devlet desteği olmadan bu iş kolunda Çinliler ile rekabet etmek mümkün değil. Şirket tarafından bahsedilen diğer önemli bir gelişme ise "Made in Europe" mevzuatı. Özellikle bu tarafta Çinlilere karşı avantaj sağlayacak koşulların oluşması batarya yatırımlarını hızlandırabilir. Fakat hem Hit30 desteği hem de "Made in Europe" mevzuatı konusunda bürokratik süreç devam ediyor ve yatırımların akıbeti tamamen bu gelişmelere bağlı görünüyor.

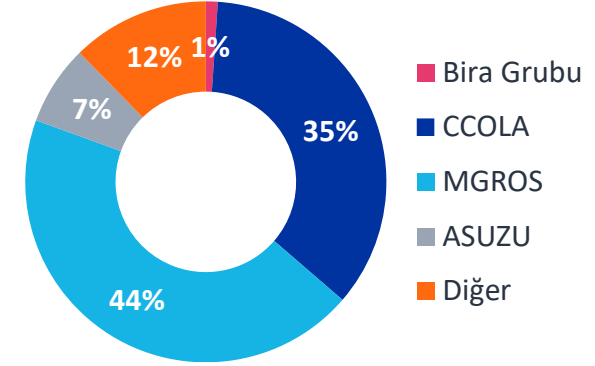
SAHOL NAD Kırılımı



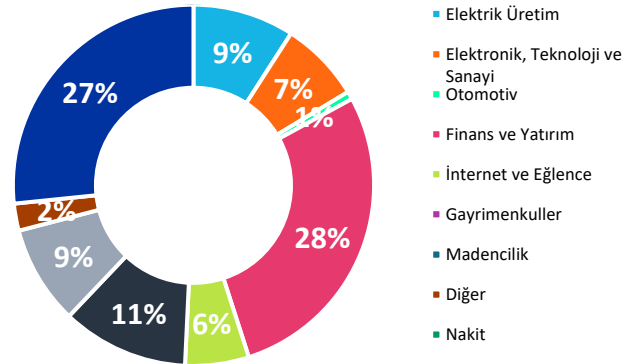
KCHOL NAD Kırılımı



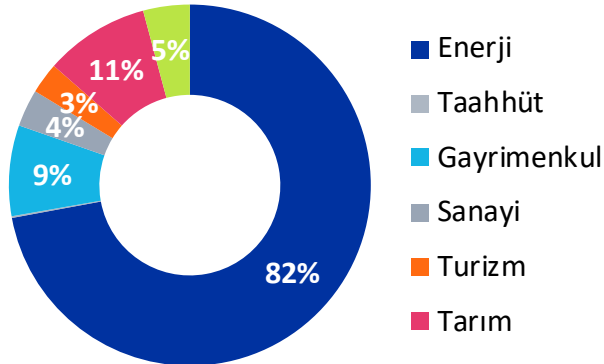
AGHOL NAD Kırılımı



DOHOL NAD Kırılımı



ALARK NAD Kırılımı



NAD İskontoları

Şirket	Cari NAD İskontosu
AGHOL	-38.7%
ALARK	-51.9%
DOHOL	-52.3%
KCHOL	-40.0%
SAHOL	-56.9%

 Koton (KOTON.IS)

- Koton, özellikle genişleyen yurtdışı operasyonları ve serbest nakit akışını iyileştirme potansiyeli ile uzun vadede cazip bir hikâye sunmaktadır. Bununla birlikte, zayıflayan satın alma gücü, güçlü TL, azalan döviz geliri katkısı, yapısal olarak yüksek sabit maliyetler ve jeopolitik gerilimler, kısa vadede kârlılık ivmesi üzerinde baskı yaratmaya devam edebilir ve hissenin yeniden değerlendirme potansiyelini geciktirebilir. Hisse, 2026T 4.8x FD/Düzeltilmiş EBITDA (IFRS-16, diğer gelir/giderler ve kredi kartı komisyonları hariç) çarpanı ile işlem görmektedir.
- 2026 Görünüm: Koton, %5–7 reel gelir büyümesi, %54 brüt marj ve %24 EBITDA marjı (2025: %23.7) hedeflemektedir. Şirket, 10 net yeni mağaza açmayı planlarken, yatırım harcamalarının satışlara oranının %3.5 ve kaldıraç seviyesinin (IFRS-16 hariç) 0.5x seviyesinde gerçekleşmesini öngörmektedir; bu görünüm 2025 ile büyük ölçüde paraleldir.
- 2026 yılı için %27.5 yıl sonu enflasyon varsayımımızı içeren güncellenmiş makro beklentilerimiz doğrultusunda, %4 reel gelir büyümesi, %54 brüt marj ve %23.3 EBITDA marjı (şirket tanımıyla) tahmin ediyoruz. Buna ek olarak, düzeltilmiş EBITDA marjının %7.4 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz (2025: %7.2).
- 2026 yılında uluslararası genişlemenin ağırlıklı olarak GCC bölgesine odaklanması beklenirken, yılın ikinci yarısında Kuveyt pazarına giriş planlanmaktadır. Son dönemdeki bölgesel gelişmelere rağmen, şirket planlarında bir revizyona gitmemiştir ve söz konusu bölgenin toplam gelirler içindeki payı hâlen sınırlı seviyededir (yaklaşık %2.5).



Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr. Tem.V	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027				
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K - \$	PD/DD - \$	FD/FAVÖK	ROE - \$	ROA - \$									
BIMAS	763.00	457,800	993.77	819.93	30	AL	A	10.3	1.29	94.1	68.3	47	3%	62%	2%	19,703	22,194	984,002	1,050,782	62,212	69,215	225,596	241,639	26.3	23.3	2.3	2.1	9.0	8.1	9%	10%	4%	5%
MGROS	657.50	119,043	1061.74	931.65	61	AL	A	10.4	1.42	46.3	50.8	41	2%	14%	2%	7,572	9,318	561,876	600,893	35,897	43,687	105,252	112,645	17.8	14.4	1.3	1.2	3.9	3.2	7%	9%	3%	3%
SOKM	50.50	29,961	98.19	96.27	94	AL	A	-2.8	-11	8.42	45.7	34	2%	19%	5%	3,244	3,243	376,616	394,601	21,511	24,549	48,538	51,207	10.4	10.4	0.7	0.7	1.8	1.6	7%	7%	2%	2%
Ticari Mağazacılık																						17.8	14.4	1.3	1.2	3.9	3.2	7%	9%	3%	3%		

📌 Sektörel Görünüm

- 2025 boyunca satış büyümesi, dezenflasyonun nominal büyüme ivmesini baskılaması ve zayıf talep koşullarının etkisiyle kademeli olarak yavaşladı. Ciro büyümesi büyük ölçüde fiyat kaynaklı kalırken, trafik genel olarak yatay seyretti. Satın alma gücündeki zayıflığa rağmen, gıda perakendesinin zorunlu tüketim niteliği sayesinde talep görece dirençli kalmakta; trafik ve sepet dinamikleri düşük seviyelerde dengelenerek tarihsel ortalamalarına göre zayıf ancak stabil bir tüketim ortamına işaret etmektedir.
- Kendi markalı (Private Label) ürünlerin artan payı ve devam eden derin iskonto ve kampanyalar hacim dayanıklılığını desteklerken, zayıf reel gelir dinamiklerini kısmen dengelemektedir. Buna paralel olarak, pazar payı kazanımları, sınırlı ancak devam eden mağaza açılışları ve e-ticaret penetrasyonu büyümenin temel yapısal sürükleyicileri olmaya devam etmektedir. Büyümenin kompozisyonu mağaza açılışlarından ziyade benzer market (Lfl) büyüme, format karması ve e-ticaret tarafına kayarken, sektör operasyonel verimlilik odaklı bir büyüme fazına geçiş yapmaktadır. Enflasyonun yüksek seyri halinde nominal satış büyümeleri %40 seviyelerine ulaşabilir ve bu durum sektör genelinde reel büyüme beklentilerinde de sınırlı yukarı yönlü risk oluşturabilir.
- Rekabet yoğunluğu yüksek seyrini korurken, devam eden promosyon aktiviteleri fiyatlamaya esnekliğini sınırlamaktadır. Aynı zamanda, özellikle online ve indirim marketi formatlarının artan katkısı, sektör genelinde marj ve maliyet yapısını şekillendirmeye devam etmektedir.
- Maliyet tarafında operasyonel gider dinamikleri verimlilik artışlarıyla iyileşmektedir. Negatif işletme sermayesi yapısı sektörün belirleyici bir özelliği olmaya devam ederek, nakit akışındaki dalgalanmalara rağmen likiditeyi desteklemektedir. Ancak enflasyonun yeniden hız kazanması halinde, şirketlerin tedarikçileri desteklemek amacıyla ödeme vadelerini kısaltması gerekebilir; bu da işletme sermayesi görünümünü zayıflatabilir. Ancak enflasyondaki düşüşe paralel olarak kiralarındaki düşüş de şirketlerin nakit yaratımı performansına olumlu yansiyebilir.
- 1Ç26'ya baktığımızda Ramazan ve bayram etkisi gıda tüketimini ve sepet büyüklüğünü destekleyerek benzer mağaza(Lfl) büyümesi performanslarına katkı sağlamıştır. 1Y26'nın mevsimsellik nedeniyle görece zayıf geçmesi beklenirken, ciro ivmesinin yılın ikinci yarısında ivmelenmesi öngörülmektedir. Bununla birlikte, artan enerji fiyatlarının gecikmeli etkisi maliyet tarafında yeniden baskı yaratabilir.

- Buna rağmen, perakendecilerin güçlü fiyatlama disiplini koruyarak maliyet baskılarını tüketiciye yansıtmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK marjlarının 2025 seviyelerine paralel seyretmesi, operasyonel başarıya bağlı olarak sınırlı yukarı yönlü potansiyele işaret edebilir.
- Gelir Tamamlayıcı Aile Destek Sistemi (GETAD) 2026'da sınırlı şehirlerde pilot olarak uygulanacak olup, bu yıl için anlamlı bir etki beklenmemektedir. Ancak programın yaygınlaştırılması halinde, özellikle indirim marketleri için 2027 itibarıyla talebi destekleyici bir unsur olabilir. 2026'da ikinci bir asgari ücret artışı öngörmüyoruz; böyle bir adımın 2Y26'da ciro büyümesini desteklemesi, ancak marjlar üzerinde kısa vadeli aşağı yönlü risk oluşturması beklenir.

Bim Birleşik Mağazalar (BIMAS.IS)

- BIMAS, disiplinli düşük maliyetli iş modeli ve istikrarlı güçlü kârlılığı sayesinde sektörün en defansif oyuncusu olmayı sürdürmektedir. Şirket içi enflasyonun manşet TÜFE'nin gerisinde kalması benzer mağaza büyümesini (Lfl) sınırlasa da, trafik ve sepet dinamiklerinde belirgin bir bozulma olmaması, temel talep görünümünün görece sağlam kaldığına işaret etmektedir.
- Ciro büyümesi tarihsel ortalamalara kıyasla yavaşlamış olup, bu durum büyük ölçüde daha seçici mağaza açılış stratejisi ve net açılış hızının düşmesinden kaynaklanmaktadır. Buna karşın File Market, daha premium konumlanmasının katkısıyla sepet karması ve marjlara olumlu katkı sağlamaya devam ederken hızlı büyümesini sürdürmektedir; ancak ölçeği halen sınırlıdır.
- Sektöre göre daha yüksek karlılık ve nakit yaratımı şirketin temel güçlü yönleri olmaya devam etmektedir. BIMAS, sıkı maliyet disiplini sayesinde güçlü marjlar üretirken, sektördeki en güçlü ve öngörülebilir nakit akışı profilini korumaktadır.
- Devam eden hisse geri alım programı hisse fiyatı üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlayan önemli bir unsur olmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, zayıflayan talep, yüksek baz etkisi ve artan makro belirsizlikler nedeniyle, kısa vadede belirgin bir katalizör de olmadığı için artış potansiyelinin sınırlı olduğunu düşünüyoruz.
- İleriye dönük olarak, maliyet disiplini ve verimlilik kazanımlarının desteğiyle marjların güçlü kalmasını bekliyoruz. Büyüme dinamiklerinin sınırlı kalması nedeniyle yatırım hikayesi yüksek öngörülebilirlik ve defansif özellikler üzerine kurulu olmaya devam etmektedir.

✦ Migros (MGROS.IS)

- Migros, güçlü operasyonel performans ve lider konumda olduğu e-ticaret/dijital segmentindeki hızlı büyüme sayesinde ciro tarafında güçlü performans sergilemeye devam etmektedir. Geniş ürün yelpazesinin desteğiyle talep dirençli kalmaktadır.
- Bununla birlikte, yapısal olarak yüksek kira giderleri, kredi kartı komisyonları ve yüksek seyreden yatırım harcamaları, nakit akışı üretimini sınırlamaktadır. İleriye dönük olarak, depo yatırımlarının tamamlanmasıyla yatırım harcaması yoğunluğunun düşmesi, kira enflasyonunun normalleşmesi ve verimlilik kazanımlarıyla birlikte nakit yaratımında kademeli bir iyileşme bekliyoruz.
- Migros'un dijital ekosistemi önemli bir yapısal farklılaşma unsuru olmaya devam etmekte olup, e-ticaretteki ölçek avantajının zaman içinde operasyonel kaldıraç yaratarak yapısal maliyet baskılarını kısmen dengelemesi beklenmektedir; bu anlamda şirket uzun vadede de olumlu sinyaller vermektedir.
- 3.3x FD/Düzeltilmiş FAVÖK (IFRS 16 hariç) çarpanı ile değerlemeyi oldukça cazip buluyoruz. Nakit dönüşümündeki potansiyel iyileşme ve güçlü operasyonel performansının değerlemeyi destekleyebileceğini; bu sebeple şirketi yeniden değerlendirme hikayesi yazabilecek güçlü bir aday olarak görüyoruz.

✦ Şok Marketler (SOKM.IS)

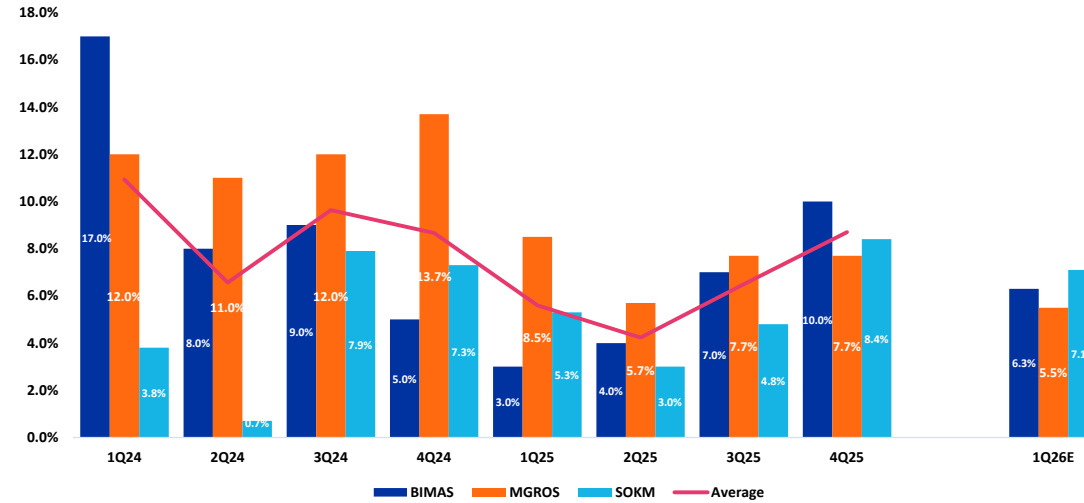
- Şok, 2024'de test edilen operasyonel dip seviyelerden kademeli çıkış sürecinde bir toparlanma hikayesi sunmaya devam etmektedir. 1Ç26'da trafik ve sepet dinamiklerindeki iyileşme ile daha büyük ve verimli mağaza formatlarına geçişin etkisiyle güçlü sonuçlar bekliyoruz (7% reel ciro büyümesi).
- Yoğun rekabetin ve tarihi yüksek indirim oranlarının uygulandığı bir ortamda, brüt marjlar üzerindeki baskısı sürmekle birlikte, azalan operasyonel kayıp/atık (shrinkage) ve verimlilik odaklı aksiyonların desteğiyle hem 1Ç26'da hem de yıl genelinde FAVÖK marjlarında sınırlı bir iyileşme öngörüyoruz.
- Genel olarak, 2026'nın operasyonel iyileşmenin devam ettiği bir yıl olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, zorlu rekabet ortamı ve görece düşük karlılık seviyesi nedeniyle toparlanmanın kademeli gerçekleşeceğini düşünüyoruz.
- 2.5x FD/FAVÖK (IFRS 16 hariç) çarpanı ile Şok'un benzerlerine göre belirgin iskontolu işlem gördüğünü düşünüyoruz. Yatırım hikayesi şirketin operasyonel iyileşmeye ve makro koşullara bağlı kalmakla birlikte, toparlanmanın sürmesi halinde mevcut değerlendirme önemli bir yukarı yönlü potansiyel sunduğunu düşünüyoruz.

Yıllık Beklentiler		Satış Büyümesi	FAVÖK Marjı	Yatırım Harcaması/Satışlar
MGROS	UMS29	5-7%	6-7%	2.5-3%
BIMAS	UMS29	6% (+/-2%)	6.5% (+/-0.5%)	3-3.5%
SOKM	UMS29	5% (+/-1%)	3% (+/-0.5%)	2.0%

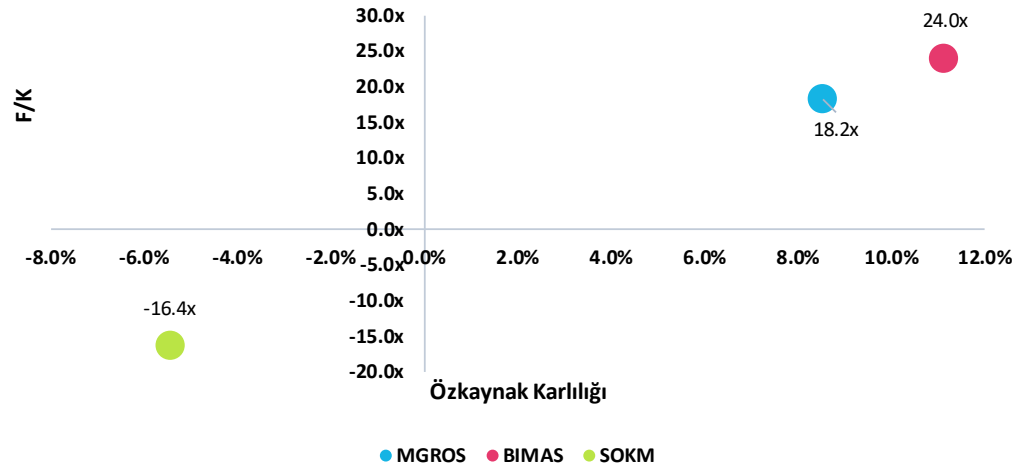
	BIMAS		MGROS		SOKM	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Operasyonel Nakit Akışı (ONA)	49,238	51,027	35,816	28,655	24,928	23,252
ONA Marjı, %	6.8%	7.1%	8.7%	6.9%	8.9%	8.3%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	27,078	29,919	23,602	14,692	17,947	18,090
SNA Marjı, %	3.8%	4.1%	5.7%	3.6%	6.4%	6.5%
Düz.Serbest Nakit Akışı (DSNA)	20,039	18,596	11,470	265	7,723	7,004
DSNA Marjı, %	2.9%	2.6%	3.0%	0.1%	2.9%	2.5%

Not: Düzeltilmiş Serbest Nakit Akımı = Serbest Nakit Akımı – Kira Sözleşmelerinden Kaynaklanan Nakit Çıktıları (IFRS-16) – Finansman Düzeltmeleri.

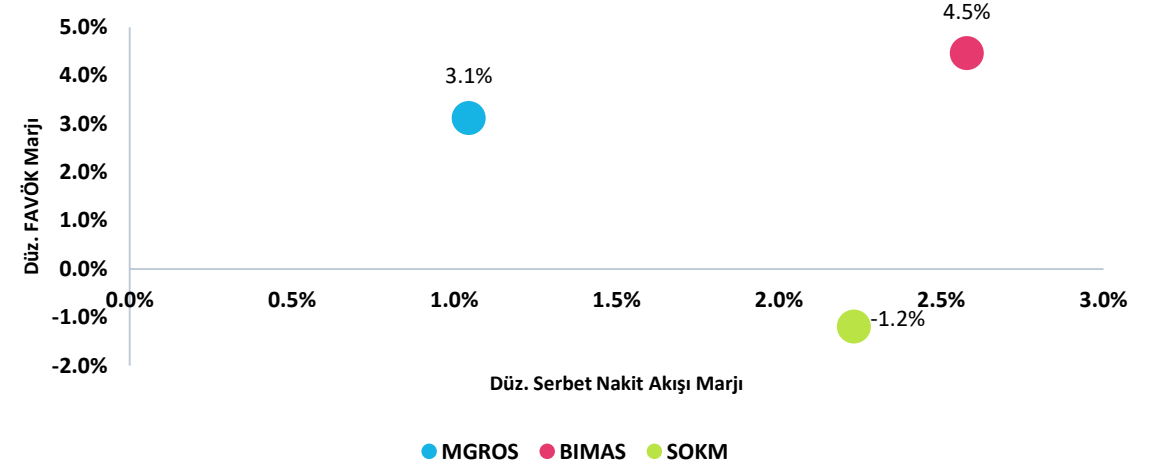
Reel Satış Büyümesi, %



F/K - Özkaynak Karlılığı

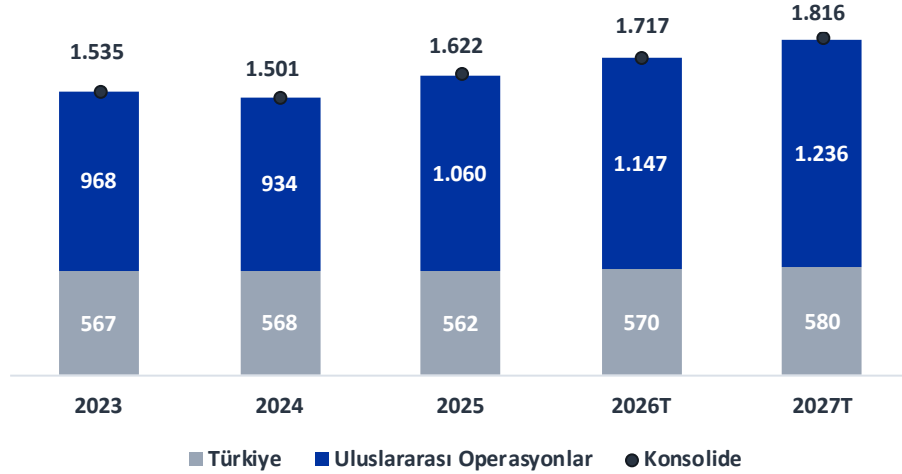


Düz. FAVÖK Marjı - Düz. Serbet Nakit Akışı Marjı

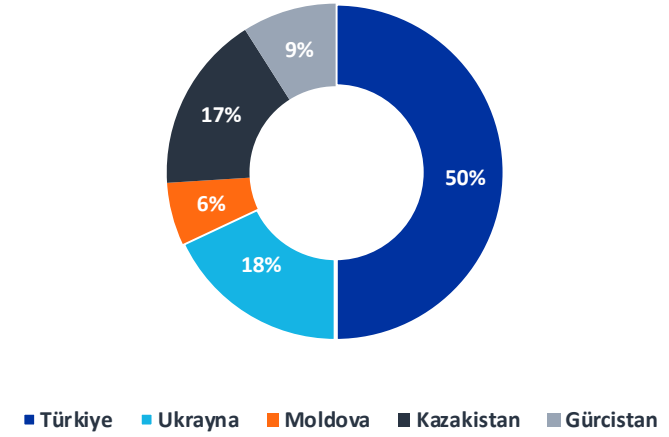


Not: Düzeltmiş Serbest Nakit Akımı = Serbest Nakit Akımı – Kira Sözleşmelerinden Kaynaklanan Nakit Çıktıları (IFRS-16) – Finansman Düzeltmeleri. FAVÖK, kira ödemeleri ve kredi kartı komisyonları için düzeltilmiştir.

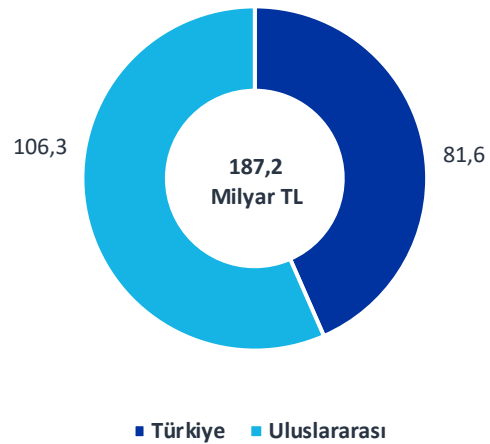
CCOLA - Hacim (Milyon Ünite Kasa)



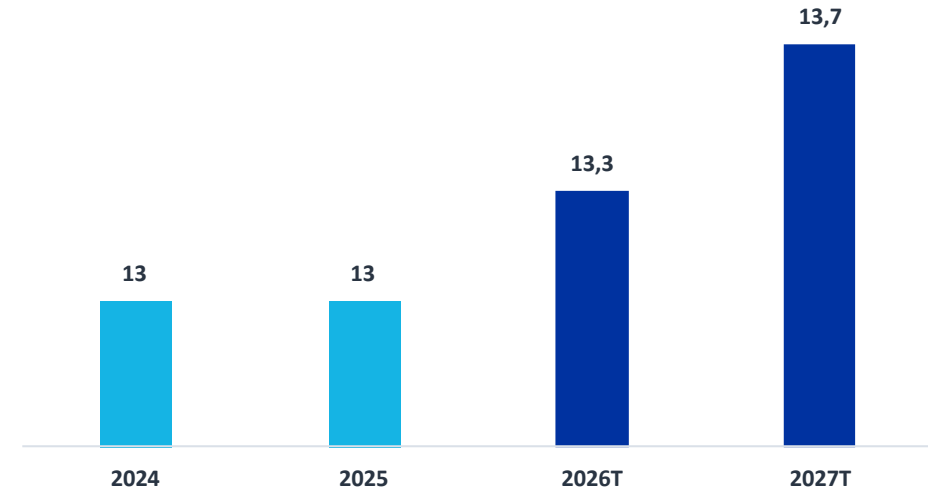
Bira Grubu 2025 Hacim Dağılımı



CCOLA - Satışların Dağılımı, 2025 (Milyar TL)



Bira Grubu Hacimleri (mhl)*

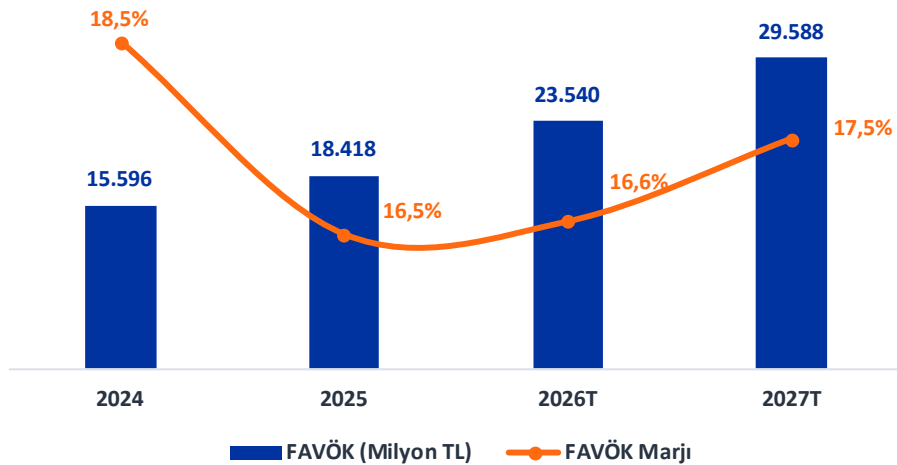


*Rakamlara Rusya operasyonları dahil değildir.

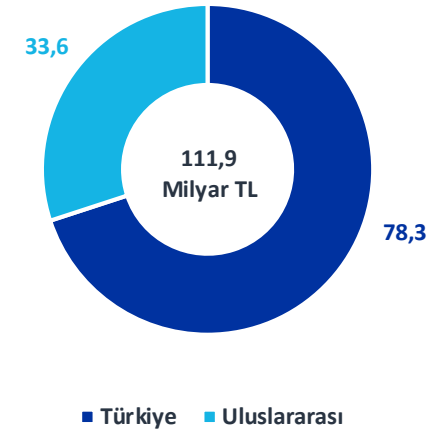
✦ Ülker Bisküvi (ULKER.IS)

- 1Ç26'da, geçen yılın aynı dönemindeki güçlü bazın etkisiyle satış gelirlerinde yıllık bazda daralma bekliyoruz, artan girdi maliyetleri ise marjlar üzerinde baskı oluşturmakta. Talepteki yavaşlamanın etkisiyle 2026 yılında satış gelirlerinin yataya yakın seyretmesini, FAVÖK marjının ise 2025'e paralel olarak %16,6 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.
- Hammadde maliyetlerindeki artışlar FAVÖK marjındaki daralmada önemli bir rol oynarken, marjlar üzerindeki bu baskının 2Y26'da azalmasını ve yıl sonuna doğru kademeli bir toparlanma görülmesini bekliyoruz. 2027 yılında ise marjlarda toparlanma görebiliriz.
- Aralık 2025 itibarıyla net döviz pozisyonununun %65'i kapatılmış olup, 749 milyon dolar tutarında açık pozisyon hedge edildi. Net Borç/FAVÖK ise yıl sonu itibarıyla 1,85x seviyesinde.
- ULKER için hedef fiyatımızı hisse başına 206 TL'den 215TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Domestik pazar hacim tahminlerimizi aşağı yönlü revize ediyor ve 2026 yılı FAVÖK marjı beklentimizi %17,5'ten %16,6'ya indiriyoruz. Bunlara karşın, hedef fiyat revizyonumuz temel olarak; (i) İndirgenmiş Nakit Akışı modelimizin ileriye taşınması, (ii) güncellenmiş makro varsayımlarımız ve (iii) revize edilen birim fiyat varsayımlarımızdan kaynaklanıyor. ULKER hisseleri 3.8x 2026T FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %57 iskonto ile işlem görmekte.

ULKER - FAVÖK ve FAVÖK Marjı



ULKER - Satışların Dağılımı, 2025 (Milyar TL)



ATAKP (ATAKP.IS)

- ATAKP için TUT tavsiyemizi koruyoruz; %33 yükseliş potansiyeli sunan 69 TL/hisse hedef fiyatımız, toparlanmanın büyük ölçüde fiyatlandığına işaret ediyor.
- TFI'nin Burger King China'yı RBI'ye devretmesinin ardından yaşanan 2025 ihracat şoku, Atakey'in birincil ihracat kanalını ortadan kaldırdı ve TAB Gıda'nın hacimlerdeki payını artırarak yoğunlaşma riskini yükseltti. Alternatif pazarlar aracılığıyla yıllık yaklaşık %3 reel büyümeye kademeli bir toparlanma bekliyoruz.
- Operasyonel normalleşme; kapasite genişlemesi (2028'e kadar 90 bin tondan 120 bin tona), kaplamalı ürün payındaki artış ve istikrarlı QSR talebiyle desteklenmekte olup FAVÖK marjında kademeli bir genişlemeyi beraberinde getirmektedir.
- 2025 arz fazlasının ardından patates fiyatları sert düşüş yaşadı ve henüz toparlanma sinyali vermedi; bu durum kısa vadeli fiyatlama gücünü sınırlıyor. Patates döngüsündeki normalleşme önemli bir pozitif katalizör olacaktır; ancak ciroya anlamlı bir etkinin 2Y26 öncesinde görülmesi zor gözüküyor.

TABGD (TABGD.IS)

- TABGD için AL tavsiyemizi yineliyor ve %61 yükseliş potansiyeliyle hedef fiyatımızı 416,4 TL/hisseye yükseltiyoruz. Hisse, 2027T 5,6x FD/FAVÖK çarpanıyla (UMS29 öncesi) küresel QSR benzerlerine kıyasla ~%30 iskontolu işlem görüyor.
- 1Ç26 sonuçları TAB Gıda'nın iş modelinin dayanıklılığını teyit etti ve şirketi, trafik odaklı büyümenin devamı ve sağlıklı marj performansı ile güçlü bir 2026 yılına konumlandırdı.
- BIST'te nadir bulunan defansif büyüme hikayelerinden biri olan TABGD, ihtiyari tüketim perakendesinin döngüsellliği olmaksızın iç tüketim toparlanmasına faydalanma imkanı sunmaktadır.
- Güçlü bilanço yapısı önemli bir farklılaştırıcı unsur olmaya devam ediyor; sıfır finansal borç, 9,6 milyar TL nakit ve finansal yatırım ile yok denecek kadar sınırlı döviz maruziyeti, M&A esnekliğini korurken organik büyümeyi finanse etmektedir.
- Başlıca riskler; restoran ağı genişlemesindeki olası yavaşlama ve tüketici satın alma gücü üzerindeki baskının uzayarak premium menülere yönelik ürün karması dönüşümünü geciktirme ihtimalidir.



Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiyat₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr. Tem.v	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026		
Hisse	Fiyat₺														Tem.v	Kar₺		Satışlar₺		FAVÖK₺		Özsermaye₺		F/K-₺		PD/DD-₺		FD/FAVÖK		ROE-₺		ROA-₺	
BALSU	15.78	17,547	22.40		42	AL	Y	10.8	1.79	3.74	25	14	1%	37%	2%	2,345	2,471	36,915	34,917	3,111	3,821	8,753	10,180	8.5	8.0	2.3	1.9	11.2	9.1	30%	26%	10%	12%
Gıda																								8.5	8.0	2.3	1.9	11.2	9.1	30%	26%	10%	12%

📌 BALSU (BALSU.IS)

- BALSU'yu AL tavsiyesi ve 22,4 TL/hisse hedef fiyatla yeniden takibimize alıyoruz. Bu seviye %42 yükseliş potansiyeline işaret ederken, hisse Balsu'nun mali takvimi esas alındığında UMS 29 öncesi bazda 2027T 8,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.
- Aktif karbon segmentine ilişkin tahminlerimizi aşağı yönlü revize ettik. Daha temkinli bir devreye alma süreci ve daha uzun müşteri onay süreçlerini yansıtmak amacıyla, tahmin dönemi boyunca toplam üretim tonajlarımızı yaklaşık %10 düşürdük. Ayrıca başlangıç aşamasına ilişkin güncellenen maliyet varsayımlarımız, segmentin 2026T FAVÖK marjı beklentisini önceki %69 seviyesinden %50 seviyesine çekmektedir. Ölçek ekonomilerinin devreye girmesiyle bu marjın 2029T'ye doğru kademeli olarak %60'a yükselmesini bekliyoruz.
- Bu mali yıl için Balsu Gıda segmentinin iç fındık satış hacmi tahminimizi 40,0 bin tondan 37,3 bin tona indirdik. Yılın geri kalanında iki çeyrek bulunmasına rağmen, düşük maliyetli stokların anlamlı bir kısmının ilk yarıda realize edilmesi nedeniyle, stok kaynaklı ilave brüt kâr katkısı yaratabilecek alan daralmış durumda.
- Stok kaynaklı faydanın büyük ölçüde ortadan kalkması ve gerçekleşecek olan sezon hasadının ardından fındık fiyatlarının normalleşmesiyle, 2026T FAVÖK marjlarının gerilemesini beklemeye devam ediyoruz. Modelimiz, ortalama satış fiyatının 2025'teki 12,4 ABD doları/kg seviyesinden 2026'da 10,2 ABD doları/kg'a gerileyeceğini varsayıyor. Bu görünüm, ana fındık segmentinde FAVÖK marjını 2025'teki %11,4 seviyesinden yaklaşık %8'e çekerken, 2027 sonrasında hacim büyümesi ve fiyat istikrarıyla marjın yeniden %10 civarına toparlanmasını öngörmektedir.
- Yapısal tez geçerliliğini koruyor. Şili operasyonunun, ters sezonsallığı dengeleyen bir arz unsuru olarak 2Y26'da ticari üretime başlaması beklenirken, aktif karbon tarafı da marj artışı daha yavaş gerçekleşecek olsa bile, 23 bin tonluk kapasitesiyle Türkiye'nin son 5 yıllık ortalama yıllık aktif karbon ithalatının yaklaşık %77'sine denk gelen, daha yüksek marjlı ve daha düşük sezonsallığa sahip ek bir kârlılık ayağı sunmaktadır.
- Başlıca riskler arasında aktif karbonun ticarileşmesinde yaşanabilecek ilave gecikmeler, Türkiye'nin Karadeniz Bölgesi'nde iklim kaynaklı mahsul kayıpları, beklenenden daha hızlı fındık fiyatı düşüşlerinin stok yeniden değerlendirilmesine zararlarına yol açması ve Şili tesisine ilişkin devreye alma riski yer almaktadır.

Hitit Bilgisayar (HTTBT.IS)

- Hitit Bilgisayar, SaaS modeliyle yeni nesil perakende dönüşümündeki öncü rolü ve rakiplerinden pazar payı kazanma potansiyeliyle agresif büyüme tablosu sunuyor. Yatırım tezimiz; i.) **Şirketin küresel yolcu trafiği büyümesinin bölgesel ana kaynağı Asya'ya ve iş modeli kaynağı olan Düşük Maliyetli Havayollarına odaklanma**, ii.) **Hitit Bilgisayar'ın çevik ve fiyat/performans avantajlı agnostik mimarisi** iii.) **IATA tescilli teknolojik liderliği** iv.) **ölçek ekonomisi sayesinde iyileşen kar marjları ve normalleşen yatırım harcamaları ile artan SNA ile destekleniyor.**
- **SaaS modeli ve organik büyüme ile öngörülebilir gelir.** SaaS (Hizmet olarak Yazılım) modeli, kullanım süresi veya hacmi bazında düzenli abonelik bedeli karşılığında sunulan teknoloji dağıtım yapısıdır. Hitit Bilgisayar'ın 2025 yılı toplam cirosunun %68'ini yolcu hacmine endeksli SaaS gelirleri oluşturuyor. Mevcut müşterilerdeki yolcu sayısı artışı, şirkete ek müşteri edinme maliyeti yaratmadan güçlü bir faaliyet kaldıracı sağlıyor.
- **IATA OOSD dönüşümü ve pazar çalma potansiyeli.** Hitit Oxygen platformu, geleneksel PSS altyapılarını aşarak havayollarının yan gelirlerini maksimize eden bir perakende beyni olarak öne çıkıyor. Yerleşik oyuncuların hantal kod mimarilerine karşı Hitit Bilgisayar'ın hibrit bulut tabanlı ve agnostik yapısı, teknolojik bir arbitraj fırsatı yaratarak rekabet gücünü asimetrik şekilde artırıyor.
- **Yüksek büyüme pazarlarına entegrasyon ve ölçek ekonomisi.** Asya ülkeleri ve Türkiye gibi hızlı büyüyen coğrafyalara odaklanan şirket, düşük maliyetli havayolu (LCC) ve hibrit havayolu segmentindeki devasa hacimleri yakalıyor. Hitit Bilgisayar'ın toplam satış gelirlerinin, sahip olduğu fiyatlama avantajı ile yeni müşteriler kazanımı ve aynı zamanda çapraz satışlarla, 2026-2029 yıllarında %26 YBBO ile 2029'da 103 milyon dolara ulaşacağını tahmin ediyoruz.
- **Serbest nakit akışında güçlü büyüme.** Şirketin küresel pazar payının 2025 yılı için tahmin ettiğimiz %2.2'den 2029'da %4'e ulaşmasını öngörüyoruz. Ar-Ge yatırımlarının olgunlaşmasıyla ciroya oranla düşen yatırım harcamaları, marj genişlemesini doğrudan Serbest Nakit Akışına dönüştürüyor. SNA marjının 2031 sonrası terminal dönemde %25 seviyesinde normalize olmasını bekliyoruz.
- **Değerleme:** 10Y ortalama %13,1 AOSM kullanarak ABD Doları bazlı İNA (%50) ve 14,6x 2026E FD/FAVÖK benzer şirket çarpanı (%50) değerlemesi yoluyla, 60,2 TL'lik bir hedef fiyata ulaşıyoruz.
- **Riskler:** Müşteri konsantrasyonu, havayolları konsolidasyonları, makroekonomik şoklar, tahsilat vadeleri, yatay yapay zeka ikamesi, TL'nin reel değer kazancı.

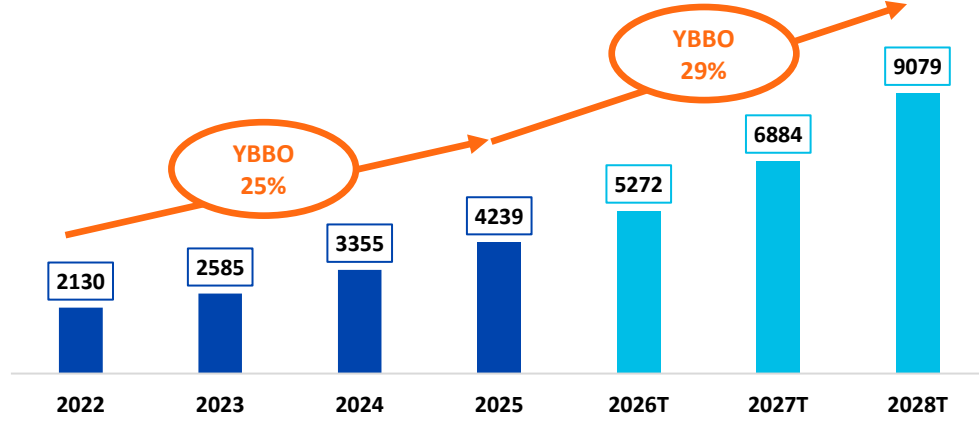


Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027				
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K - \$	PD/DD - \$	FD/FAVÖK	ROE - \$	ROA - \$									
ASELS	396.50	1,808,040	450.00	402.00	13	AL	A	12.2	3.1	278	25.8	59	0%	11%	0.3%	66,000	87,898	272,767	333,333	71,749	88,013	358,480	426,456	31.0	23.3	5.7	4.8	28.7	23.4	19%	22%	11%	12%
Savunma Teknolojisi															31.0	23.3	5.7	4.8	28.7	23.4	19%	22%	11%	12%									

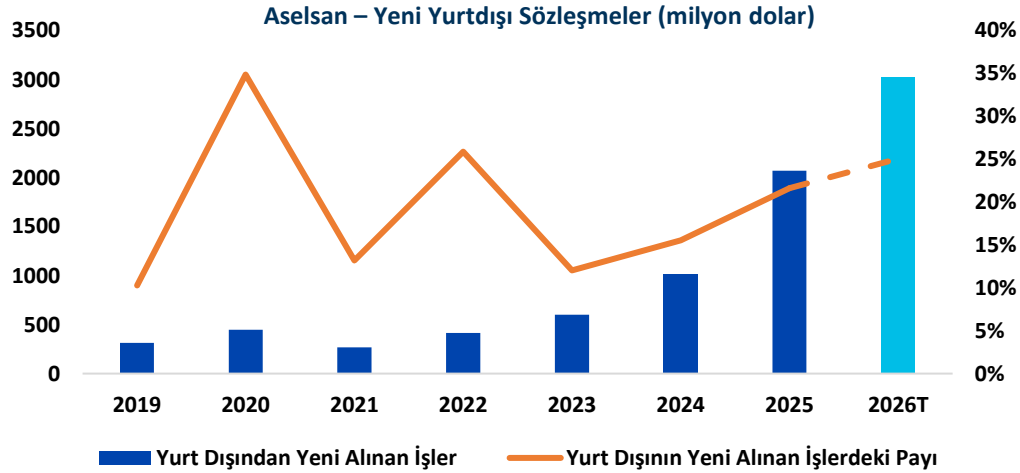
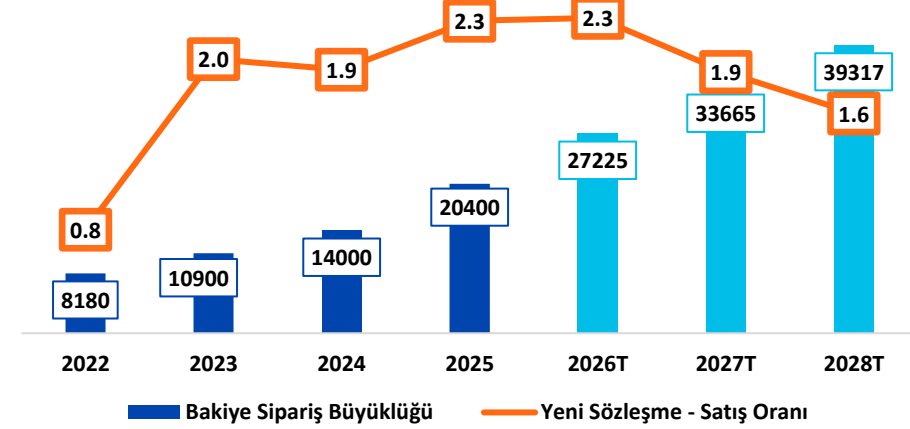
📌 ASELSAN (ASELS.IS)

- Aselsan, artan jeopolitik gerilimlerle birlikte savunma harcamalarının yükseliş trendine girdiği bir dönemde, önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekleyecek rekor bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. Türkiye'nin lider savunma elektroniği şirketi ve yeni nesil muharip uçaklardan savaş gemilerine uzanan milli platformların birincil faydalı yük tedarikçisi konumuyla Aselsan, Türk savunma sanayinin hem yurt içinde hem de uluslararası alanda büyümesine liderlik etmektedir.
- Radar, elektronik harp, elektro-optik, güdüm ve hava savunma sistemlerindeki ileri teknoloji kapasitesi, şirketi ülke tarihinin en büyük savunma programlarından biri olan Çelik Kubbe milli hava savunma mimarisinin merkezine taşımaktadır. 1,5-2 milyar dolar yatırımla hayata geçecek Oğulbey Teknoloji Üssü, tamamlandığında Avrupa'nın en büyük hava savunma üretim tesisi olma özelliği taşıyacak. Şirketin toplam üretim kapasitesini ikiye katlayacak olan yatırımın 2028 yılı sonunda büyük ölçüde tamamlanması, 2026 yılı ortasında ise ilk fazın üretime başlaması planlanmaktadır.
- Orta Doğu'daki son gelişmelerin ardından hem uluslararası hava savunma siparişlerinde hem de Çelik Kubbe yatırım zaman çizelgesinde hızlanma bekliyoruz. Bu doğrultuda 2026 yılı yeni sipariş alım tahminimizi 10,6 milyar dolardan 11,7 milyar dolara yükseltiyor, güncellenmiş makro tahminlerimizi modelimize yansıtıyor ve ASELS için hisse başına hedef fiyatımızı 402TL'den 450TL'ye revize ediyoruz.
- ASELS hisseleri, 2026T ve 2027T düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanlarımız olan 28,7x ve 22,4x ile uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %32 ve %29 primli işlem görüyor. Buna karşın 2025–2028 döneminde Aselsan'ın dolar bazında yıllık %29 bileşik büyüme oranıyla büyümesini öngörürken, bu oran benzer şirketlerin medyan büyüme beklentisi olan %12'nin belirgin şekilde üzerinde seyrediyor. Düzeltilmiş kazanç bazında ise 2026T ve 2027T F/K çarpanlarımız olan 34,2x ve 26,4x, uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %11 ve %13 iskontoya işaret ediyor. Hisse şu an benzerlerine kıyasla %40 primli olan 2,1x FD/Bakiye Sipariş çarpanıyla işlem görse de, siparişlerdeki hızlı büyüme göz önüne alındığında rasyonun 2027 sonunda 1,6x'e ve 2028 sonunda 1,3x'e gerilemesini bekliyoruz.
- Beklenenin altında nakit dönüşümü, tedarik zinciri sorunları, beklenenin altında yurt içi savunma harcamaları ve TL'de beklenenin üzerinde reel değerlenme temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Önemli milli platformlarda seri üretime geçişin beklenenden hızlı gerçekleşmesi, beklenenin üzerinde uluslararası yeni iş alımı ve tahsilatlarda ilave hızlanma ise yukarı yönlü risk faktörleri arasında yer alıyor.

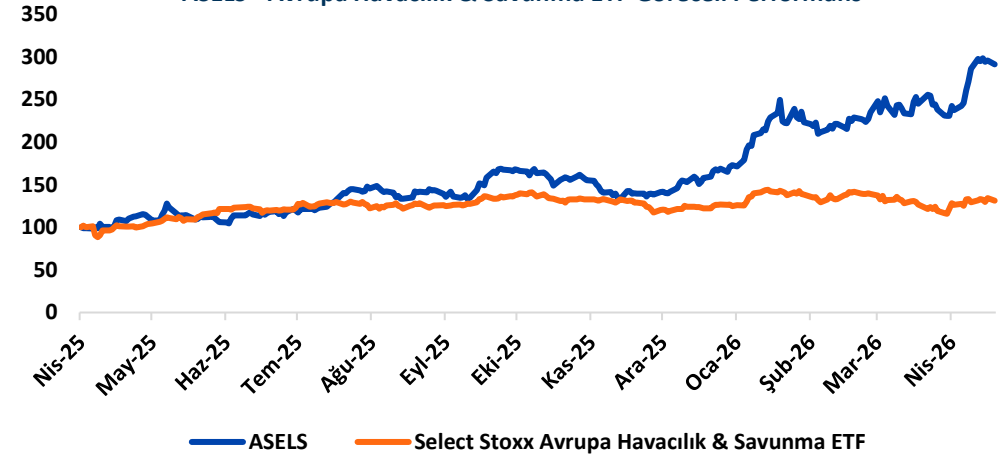
Aselsan – Satışlar (milyon dolar)



Aselsan – Bakiye Siparişler (milyon dolar) & Yeni Sözleşme - Satış Oranı



ASELS - Avrupa Havacılık & Savunma ETF Göreceli Performans



Kaynak: Şirket & Bloomberg & İş Yatırım Tahminleri

✦ Enerji krizine rağmen düşük elektrik fiyatı yukarı yönlü potansiyeli sınırlıyor

- Enerji krizine rağmen artan petrol ve doğalgaz fiyatları Türkiye’de de elektrik şirketlerini gündeme getirdi. Fakat zamlara rağmen olağanüstü hidrolojik koşullar elektrik fiyatını baskılamayı başardı. 2026’nın ilk çeyreğinde elektrik fiyatı, yıllık %26’lık düşüşle 53 USD seviyesini gördü. Mart ayının bitmesiyle saatlik PTF limiti %33 zamlarla 4500TL’ye çıkarılırken elektrik santralleri için doğalgaz tarifesine %20 zam yapıldı. Saatlik fiyat limiti dolar bazında %10 artmış olsa da (2026 İş Yatırım Ortalama Dolar Kuru Tahmini: 46.5TL) hidroelektrik santralleri, doğalgaz santrallerinin yerini alarak elektrik fiyatını yüksek oranda baskıladı. Zamdan sonraki tabloya baktığımızda* 2025 Nisan’ın ilk haftası 62 USD/MWs olan ortalama PTF, 2026 Nisan’ın ilk haftası 24 USD/MWs seviyesine kadar geriledi. Türkiye genelinde barajlara gelen su %122 artarken HESlerin Mart ayında toplam üretimdeki payı da %27 (5 yıl ortalaması %14) seviyesine çıktı. Üstüne kar yağışlarının da etkisi ile barajlı santrallerin Temmuz ayına kadar yüksek katkı vermesini öngörüyoruz. Temmuz ve Ağustos aylarında üretimin pik yapmasıyla da fiyattaki yukarı yönlü etkiyi görmeye başlayabiliriz. Fakat doğalgaz zammına tekrar baktığımızda doğalgaz santrallerinin yakıt maliyetinin yalnızca %4 arttığını görüyoruz. Hidrolarla birlikte düşündüğümüzde bu sene doğalgaz santrallerinin fiyattaki etkisinin ise sınırlı olması bekliyoruz. Böylece yukarı yönlü fiyat etkisi dolar bazlı artış gösteren saatlik fiyat limitinden gelecektir. Ne yazık ki bunun da yeterli olmayacağı görüşündeyiz ve 2026 için ortalama PTF’nin %6 düşüş ile 63 USD/MWs seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Elektrik fiyatlarının aşağı yönlü seyredeceği bu senaryoda belirttiğimiz koşullara sahip şirketlerin görece dirençli bir sene geçirmesini bekliyoruz;
- **i.) YEKDEM oranı yüksek şirketler ii.) hidroelektrik üretim oranı yüksek şirketler iii.) barajlı hidroelektrikler sayesinde ortalama satış fiyatı PTF üzerinde olan şirketler iv.) kurulu güç artışına sahip şirketler v.) yurtdışı kurulu gücü yüksek şirketler**
- Saydığımız koşulların birden fazlasını aynı anda sağlayan şirketlerin bu yıl çarpan etkisi ile pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Öte yandan değerlememizde de değişikliğe giderek uzun vadeli PTF tahminimizi 73USD/MWs seviyesinden 67 USD/MWs seviyesine indirdik. **Varılan ateşkes anlaşmasının bozulması ve uzun süren bir savaş ortamının doğal gaz ve petrol fiyatlarında öngörülerin üzerinde kalıcı artışlara sebep olması ise tahminimiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor.**

✦ Aydem Enerji (AYDEM.IS)

- **AYDEM'in i.) hidro kaynaklı elektrik üretimindeki artış ii.) barajlı hidrolar ile fiyat yönetimi iii.) yüksek nakit yaratımı ile düşen borçluluk sebebi ile geçen seneye göre önemli bir toparlama yaşamasını bekliyoruz.**
- **Yüksek hidro üretimi ve baraj doluluk oranları kurulu güç artışı olmamasına rağmen FAVÖK'te büyümeye işaret ediyor.** Yıla iyi başlayan güçlü hidro performansın, yüksek doluluk oranına ulaşan barajlar ile birlikte Temmuz ayına kadar devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca piyasa fiyatının düşük seyretmesini beklesek de barajlar sayesinde AYDEM'in piyasa fiyatı üzerinde satış yapabildiğini de hatırlatmak isteriz. Bu durum geçen sene PTF 67 USD/MWs ortalama ile kapanırken AYDEM'in 82 USD/MWs ortalama fiyattan satış yapmasıyla sonuçlandı. Bu sene de benzer şekilde primli satış yapmasını bekliyoruz. Hatta PTF limitinin dolar bazında 89 USD/MWs (ortalama dolar kuru ile) 97 USD/MWs'a çıkmış olması pik saatlerdeki fiyata daha geniş bir alan bırakıyor. Biz modelimizde bu spreadi geçtiğimiz senelere yakınsasak da bu durum FAVÖK için yukarı yönlü bir riske işaret ediyor. %27 seviyesine ulaşmasını beklediğimiz YEKDEM satış oranı da düşük fiyat riskini bir miktar sınırlıyor. İzinlerin gecikmesiyle Mart ayında 12MW kabulü gelen ek RES kapasitesi ve yıl içerisinde gelecek 6MW kapasitede ufak da olsa katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak zayıf geçen 2025'de 116 mn USD FAVÖK'ün ardından 2026 yılında %22 artışla 142 mn USD FAVÖK bekliyoruz.
- **Düşen borçluluk ve 2028 yılına kadar yüksek nakit üretimi.** Bu senenin iyi geçmesiyle birlikte net borç/FAVÖK oranının 4.38x seviyesinden 3.03x'e düşmesini modelliyoruz. 2025 yıl ortasında tahvilin yapılandırılması ile Şirket, 2028'e kadar ana para ödemesi yapmayacak. Böylelikle yüksek nakit yaratım kapasitesi sayesinde 2027 ve 2028 yılındaki yatırımlar için de rahat boşluk olduğunu düşünüyoruz.
- **Riskler:** İkinci yarıyılıda kötü hidroloji, elektrik fiyatları, kur şoku

✦ IC Enterra Yenilenebilir (ENTRA.IS)

- **ENTRA'nın i.) güçlü hidro üretimi ii.) barajlı santraller sayesinde primli satış fiyatı sebebiyle bu sene pozitif ayrışabileceğini düşünüyoruz. Böylece yıl sonu FAVÖK rakamının 84 mn USD'ye ulaşarak %16 büyümesini öngörüyoruz.**
- **Riskler:** İkinci yarıyılıda zayıf HES üretimi, elektrik fiyatları, kur şoku

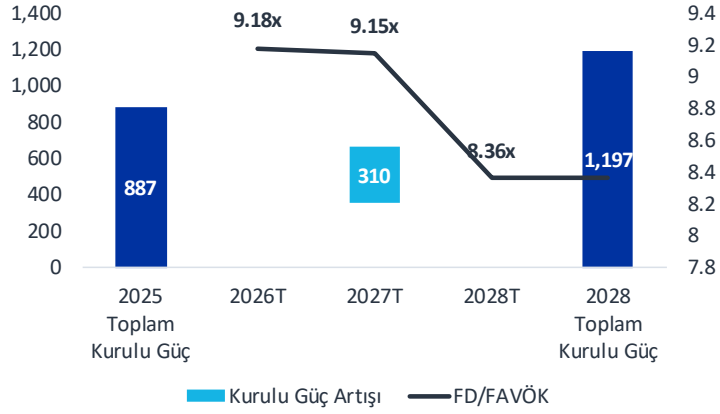
✦ Galata Wind (GWIND.IS)

- **GWIND'in i.) yüksek kurulu güç artışları ii.) Avrupa yatırımları iii.) düşük borçluluk sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz.**
- GWIND'de bu sene kurulu güç artışı olmayacak. Geçtiğimiz seneye kıyasla da Taşpınar RES santralinde yerli katkı payının biterek YEKDEM satış fiyatının 94 USD/MWs'ten 73 USD/MWs'e düşmesi ve düşük PTF beklentimiz nedeniyle FAVÖK rakamının yıllık bazda reel olarak %10 daralmasını bekliyoruz.
- 2030 yılında 1GW'a ulaşmasını beklediğimiz kurulu güç beklentimizi 2031 yılı ile güncelliyoruz. Buna rağmen kurulu güçteki bu %188 oranındaki artış uzun vadede GWIND için hala cazip bir tablo sunmaya devam ediyor.
- **Riskler:** Elektrik fiyatları, yatırımlarda gecikmeler

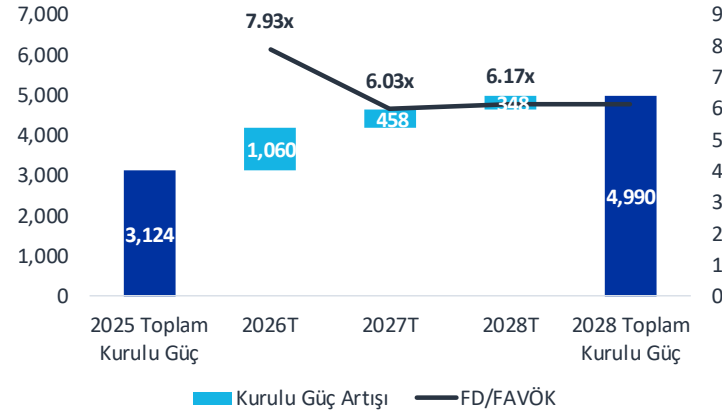
✦ Mogan Enerji (MOGAN.IS)

- **MOGAN'ın i.) JES kaynaklı istikrarlı ve öngörülebilir nakit akışı ii.) dengeli üretim portföyü iii.) azalan borçluluk sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz fakat sınırlı kurulu güç artışı sebebiyle orta ve uzun vadede hisse fiyatında yukarı yönlü hareket sağlayacak bir hikaye olduğunu düşünmüyoruz.**
- Hidro ve RES'lerden kaynaklı elektrik üretiminde önemli artışlar olsa da fiyatın düşük olması sebebiyle FAVÖK rakamının reel olarak sadece %4 artmasını bekliyoruz. Ayrıca YEKDEM satışlarının da yaklaşık %44 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Böylece düşük elektrik fiyatına karşı önemli derecede korunma sağlanmasını öngörüyoruz.
- Yüksek nakit yaratım kapasitesi sayesinde net borç/FAVÖK rasyosunun 4.38x seviyesinden 3.41x'e düşmesini öngörüyoruz. Sınırlı kurulu güç artışı sebebiyle de 2030 yılında bu rasyonun 0.8x'e kadar gerileyebileceğini tahmin ediyoruz. Bu sebeple MOGAN'ın Arnavutluk ve yurtiçi kapasite artışları için borçluluk tarafında n bir engel olmadığını düşünüyoruz.
- Ayrıca 2026 yılında ise (parasal kazanç kaynaklı) net zararın net kara dönmesini bekliyoruz.
- **Riskler:** İkinci yarıyıldaki zayıf RES ve HES üretimi, elektrik fiyatları, kur şoku

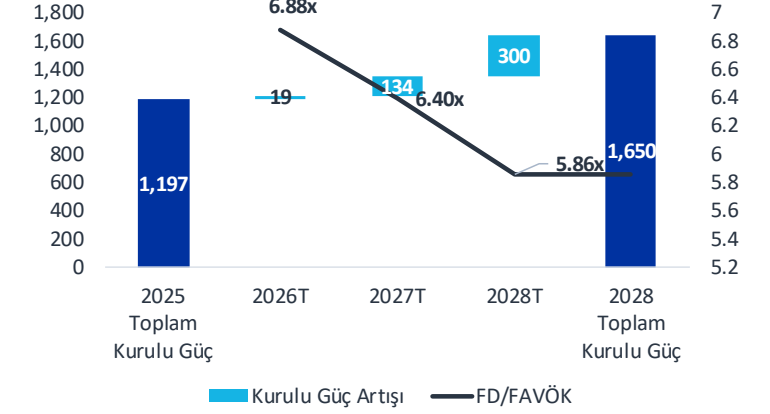
AKFYE Kurulu Güç Artışı (MW)



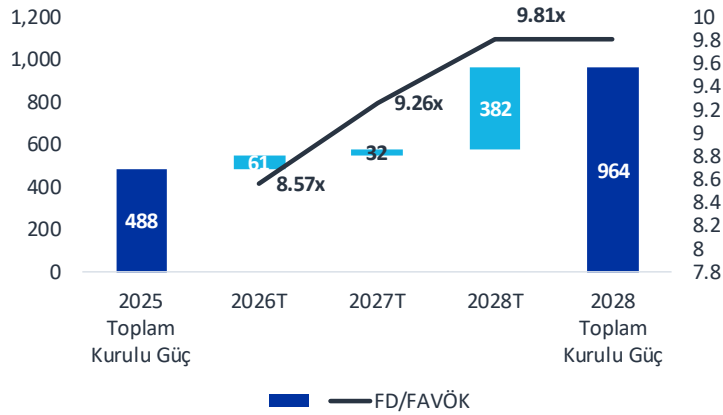
AKSEN Kurulu Güç Artışı (MW)



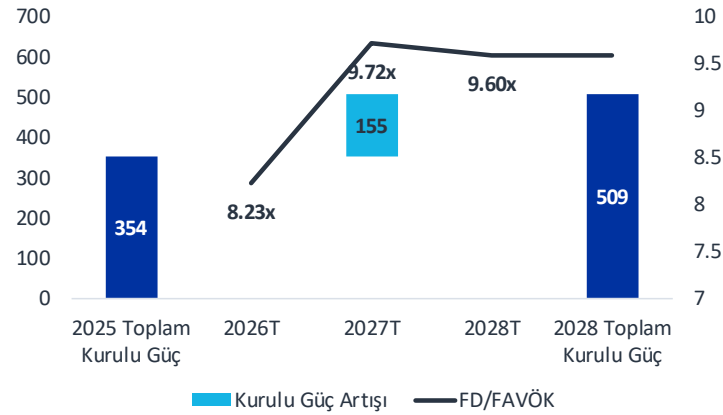
AYDEM Kurulu Güç Artışı (MW)



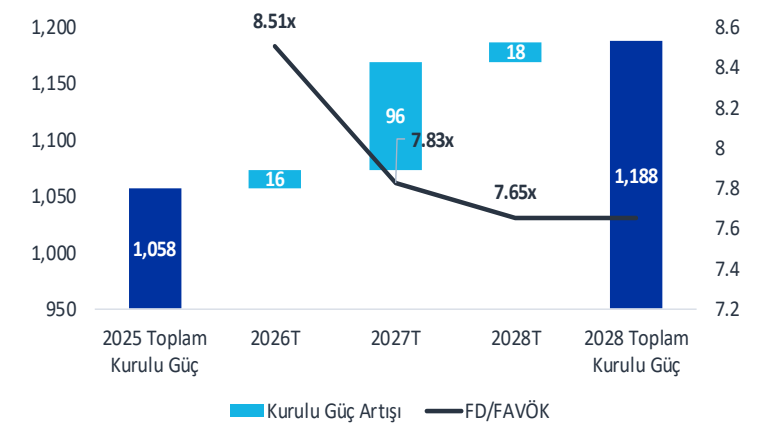
ENTRA Kurulu Güç Artışı (MW)



GWIND Kurulu Güç Artışı (MW)



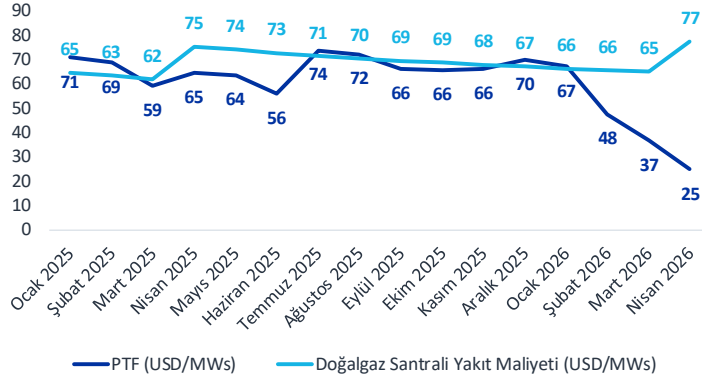
MOGAN Kurulu Güç Artışı (MW)



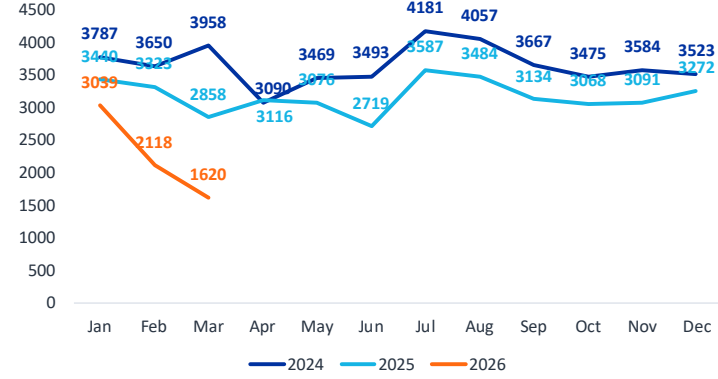
*Çarpan hesabı için kullanılan Firma Değerleri, İş Yatırım net borç tahmini ile hesaplanmıştır.

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

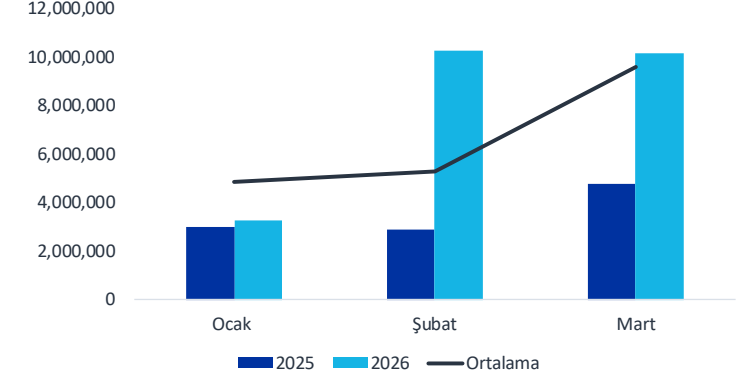
PTF Gelişimi ve Doğalgaz Santrali Yakıt Maliyeti



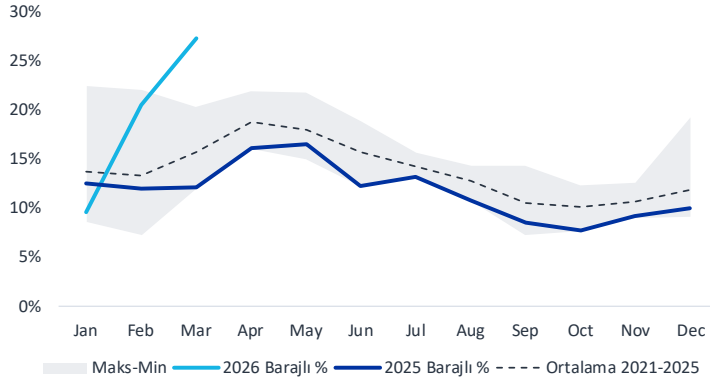
Reel PTF Gelişimi (31 Mart 2026 Fiyatlarıyla)



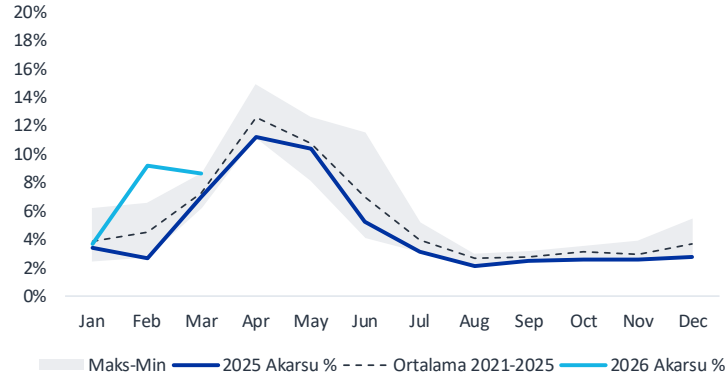
Türkiye Geneli Barajlı Hidro Santralleri Üretim Payı



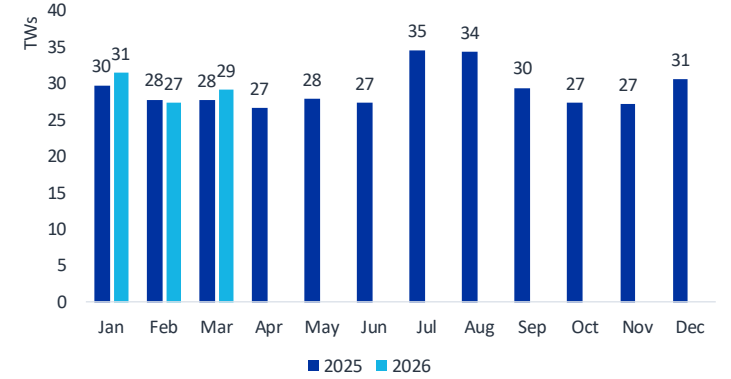
Türkiye Geneli Barajlı Hidro Santralleri Üretim Payı



Türkiye Geneli Akarsu Hidro Santralleri Üretim Payı



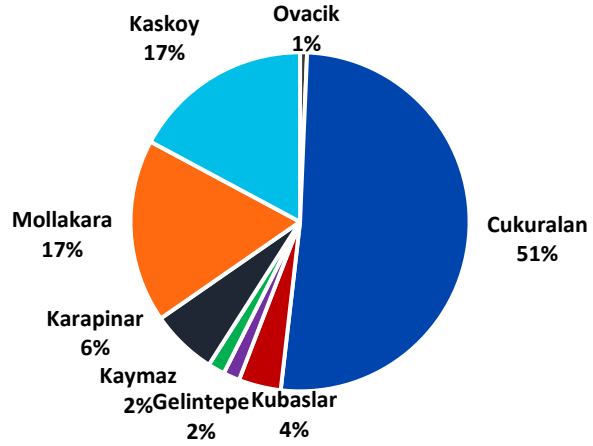
Türkiye Geneli Elektrik Tüketimi



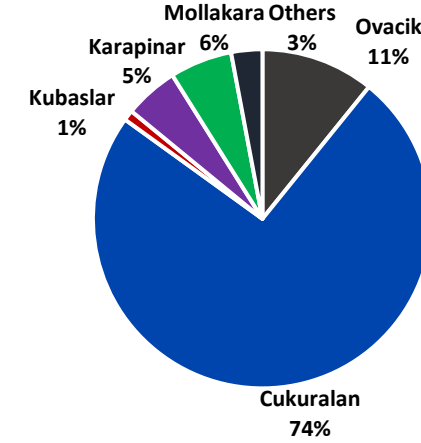
Kaynak: Şirket, EPIAŞ, TEİAŞ



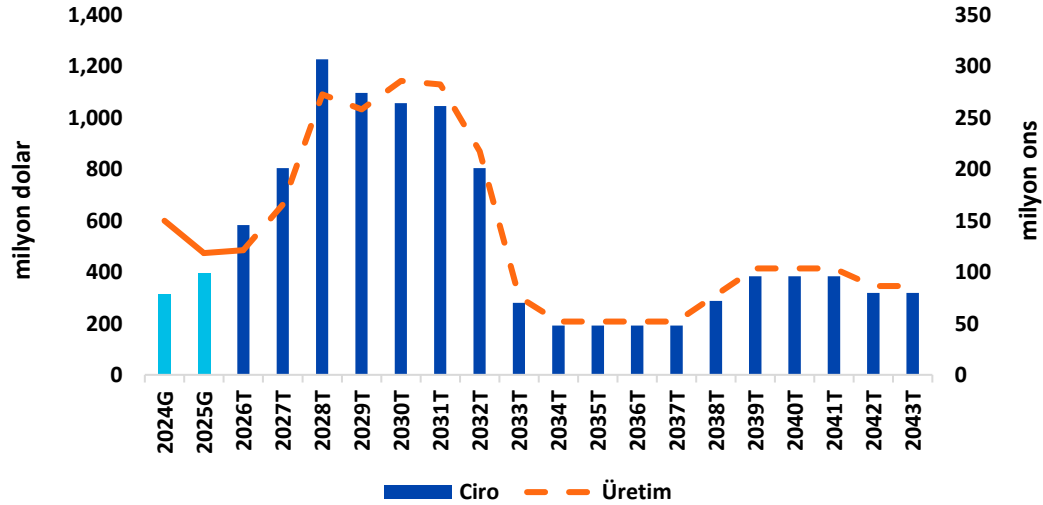
TRALT – Rezervlerin Kırılımı



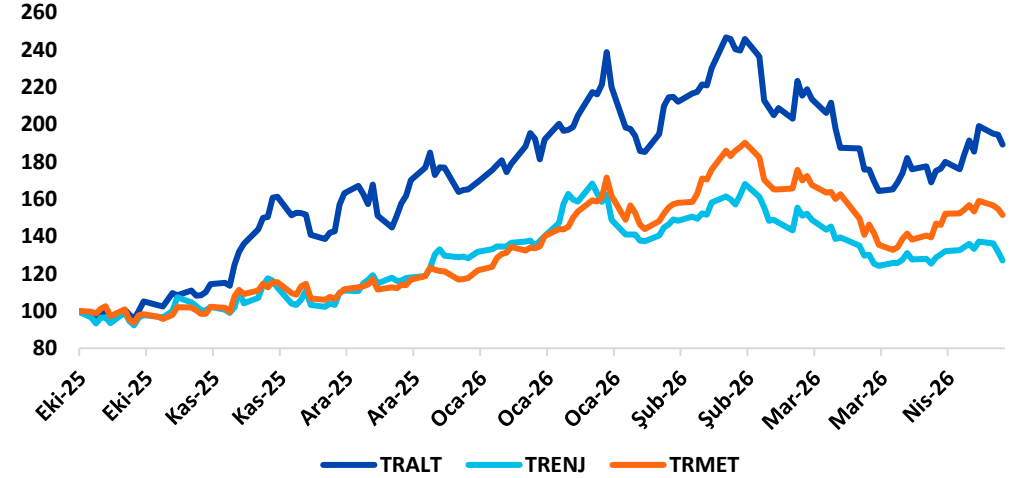
TRALT – Kaynakların Kırılımı (rezervler hariç)



TRALT - Üretim & Ciro Projeksiyonu



TRALT & TRMET & TRENJ Göreceli Performans



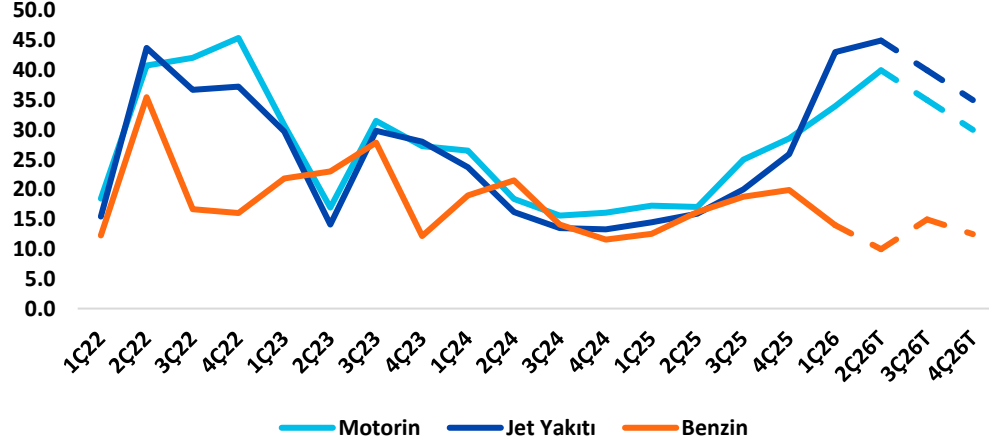
Kaynak: Şirket & İş Yatırım Tahminleri

 **AYGAZ (AYGAZ.IS)**

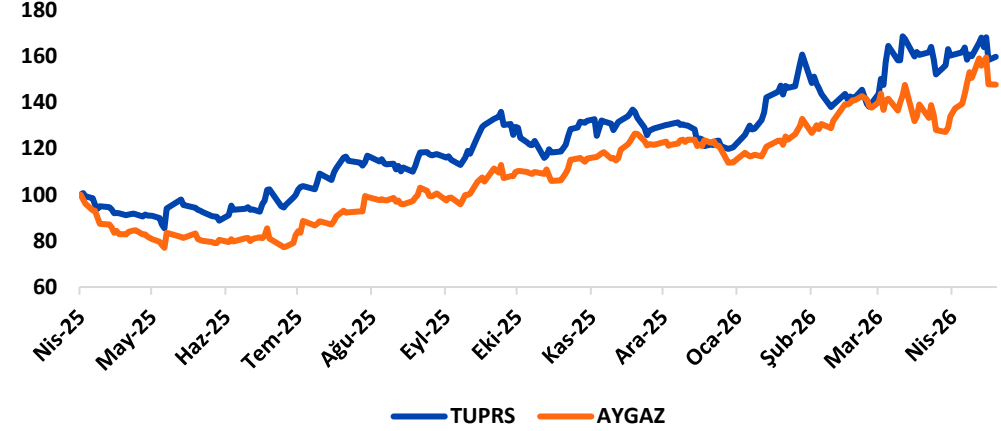
- Aygaz'ın tüm segmentlerinde pazar lideri olduğu LPG dağıtım iş kolu döviz bazlı öngörülebilir nakit yaratımı sağlamaya devam ediyor. Şirketin düşük borçluluğu büyüyen LPG pazarlarındaki potansiyel yatırımlar için iyi bir fırsat sunuyor. Aygaz'ın tanker filosunun güçlendirilmesiyle önümüzdeki dönemde bölgesel LPG ticaretinde daha aktif olacağını düşünüyoruz. Şirket, Tüpraş'taki %9,3'lük dolaylı payı üzerinden düzenli temettü geliri elde etmeye devam ediyor ve bu yapı, rafineriye iskontolu yatırım imkanı sunuyor.
- Hürmüz krizi sebebiyle artan LPG fiyatlarının operasyonel karlılık üzerindeki etkisi sınırlı olmakla birlikte kalıcı olması halinde marjlarda sınırlı daralma ve 2Ç26'da stok karı elde etmesi beklenebilir. 2026 yılında FAVÖK'ün dolar bazında sabit kalmasını ve şirketin önümüzdeki yıllarda ana faaliyetlerinden yıllık ortalama 68 milyon dolar FAVÖK yaratmasını bekliyoruz.
- Tüpraş hedef değerlememizi ve makro tahminlerimizdeki revizyonları yansıtarak 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 313 TL'den 370 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. LPG satış hacimlerinde daralma, Tüpraş tahminlerimizde aşağı yönlü sapmalar, yeni iş kollarına tahminlerin üzerinde sermaye yatırımı ve/veya beklenenden daha uzun geri dönüş süreleri değerlememiz açısından en önemli aşağı yönlü risk faktörleri olarak öne çıkıyor.



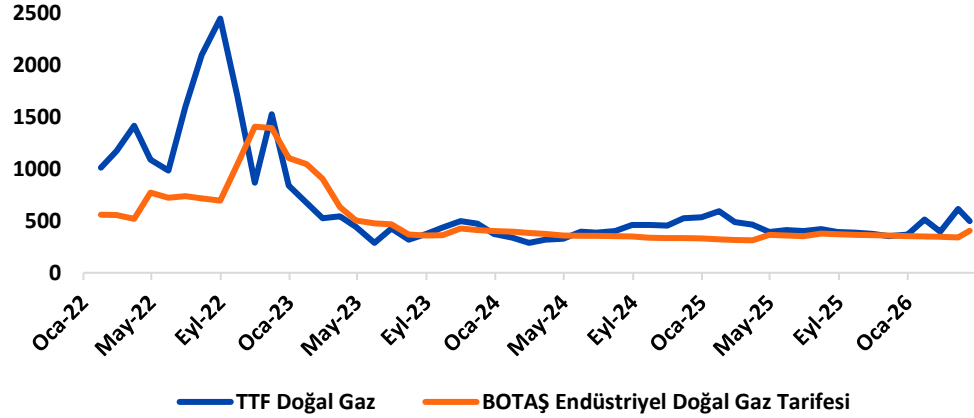
Ürün Marjları (dolar/varil)



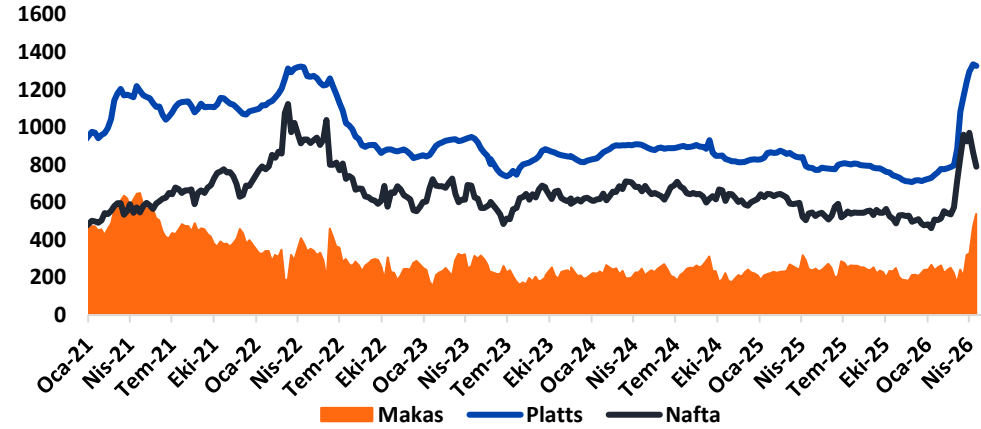
TUPRS & AYGAZ Göreceli Performans



Avrupa-Türkiye Doğal Gaz Maliyeti Karşılaştırması (dolar/Sm3)



Platts - Nafta Makası (dolar/ton)



Kaynak: Şirket, Bloomberg, İş Yatırım Tahminleri

Hedef Fiyat ve Tahmin Güncellemeleri

Kod	Hedef Fiyat		Değişim	Getiri Pot.	Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni			Eski	Yeni	2026T (TL mn)			2027T (TL mn)			2026T (TL mn)			2027T (TL mn)		
							Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
ANSGR	37.83	49.88	32%	75%	AL	AL	24,130		16,991	28,167		20,646			18,493			21,950
TRGYO	121.69	156.97	29%	65%	AL	AL	23,476	13,159	13,267	22,215	12,693	14,429	19,281	8,747	11,915	22,415	9,233	10,671
AKCNS	203.35	260.56	28%	22%	AL	TUT	31,298	4,296	432	31,452	5,056	1,611	33,617	5,665	2,297	33,165	5,781	3,275
TURSG	18.25	22.43	23%	60%	AL	AL	31,826		26,022	36,277		28,941			26,389			33,640
TABGD	340.08	416.41	22%	60%	AL	AL	66,366	13,730	4,005	70,737	14,779	5,607	60,408	12,221	4,060	62,431	12,606	4,297
CIMSA	65.62	80.28	22%	43%	AL	AL	53,513	9,934	4,225	52,988	10,615	4,325	58,923	11,072	6,071	58,137	11,408	5,572
BIMAS	819.93	993.77	21%	30%	AL	AL	984,002	62,212	19,703	1,050,782	69,215	22,194	963,973	60,819	28,505	1,021,988	68,217	27,974
EREGL	35.00	42.00	20%	29%	TUT	AL	277,682	37,167	10,688	337,387	54,711	21,816	269,485	32,670	6,382	327,488	52,395	15,603
AYGAZ	313.45	370.00	18%	36%	AL	AL	114,293	3,755	8,958	100,896	3,264	8,519	99,332	3,204	5,373	96,718	3,120	5,628
MGROS	931.65	1061.74	14%	61%	AL	AL	561,876	35,897	7,572	600,893	43,687	9,318	547,343	38,368	7,854	577,194	42,868	10,884
AKSGY	12.35	14.03	14%	58%	AL	AL	6,373	4,316	6,828	6,526	4,407	5,984	5,437	3,323	6,220	5,469	3,264	6,322
ASELS	402.00	450.00	12%	13%	AL	AL	272,767	71,749	66,000	333,333	88,013	87,898	284,227	72,372	50,121	365,769	93,409	80,299
OYAKC	35.10	38.92	11%	60%	AL	AL	68,847	15,697	6,019	68,001	16,696	7,434	67,010	18,663		65,664	18,709	
LILAK	48.00	53.02	10%	28%	AL	AL	16,956	3,098	1,918	18,319	3,518	2,065	17,387	3,422	2,039	18,443	3,720	1,977
AGHOL	48.00	53.00	10%	69%	AL	AL	902,099	88,646	6,399	928,193	91,576	6,346	902,099	95,164	9,223			
ANHYT	179.07	197.48	10%	76%	AL	AL			8,382			11,624			8,006			10,711
ENKAI	115.90	127.00	10%	19%	AL	AL	204,714	45,142	44,962	310,493	65,986	62,796	211,860	46,825	45,596	310,493	66,511	62,920
ASTOR	261.16	282.00	8%	36%	AL	AL	55,633	17,841	10,242	67,667	21,386	11,458	55,633	17,841	10,242	67,667	21,386	11,458
SAHOL	168.59	181.00	7%	83%	AL	AL												
KRDMD	44.99	48.00	7%	33%	AL	AL	59,565	5,968	331	58,381	7,227	1,305	55,811	5,507	1,686	55,401	7,635	3,421
KCHOL	289.17	308.00	7%	50%	AL	AL												
ULKER	206.00	215.00	4%	76%	AL	AL	141,775	23,540	8,062	139,688	24,452	10,786	143,003	25,079	11,643	143,192	26,036	13,431
COLLA	103.00	107.00	4%	36%	AL	AL	250,966	43,759	21,547	258,888	45,273	21,035	247,612	43,469	20,517	252,628	44,445	19,971
AGESA	382.66	397.50	4%	69%	AL	AL			7,565			10,115			7,282			9,445
SOKM	96.27	98.19	2%	94%	AL	AL	376,616	21,511	3,244	394,601	24,549	3,243	359,387	9,934	697	371,615	12,265	-217
RGYAS	263.51	265.68	1%	41%	AL	AL	17,394	11,219	18,752	20,140	11,451	16,981	17,134	11,051	18,175	19,633	11,149	16,384
AEFES	31.50	31.60	0%	65%	AL	AL	316,306	55,428	12,746	319,761	55,049	11,622	316,306	55,428	12,746	319,761	55,049	11,622

Hedef Fiyat ve Tahmin Güncellemeleri

Kod	Hedef Fiyat		Değişim	Getiri Pot.	Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni			Eski	Yeni	2026T (TL mn)			2027T (TL mn)			2026T (TL mn)			2027T (TL mn)		
							Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
TTKOM	88.64	88.75	0%	39%	AL	AL	331,352	135,832	50,840	343,811	144,714	67,308	323,105	133,746	48,853	327,049	135,975	55,000
TRALT	53.00	53.00	0%	13%	SAT	TUT	29,569	14,396	11,816	39,232	22,412	19,598	40,875	21,639	16,713	54,033	29,826	24,839
TCELL	169.34	167.64	-1%	47%	AL	AL	324,260	132,093	25,596	334,625	138,697	28,635	319,341	134,676	21,059	334,261	141,638	27,557
EKGYO	34.16	33.75	-1%	59%	AL	AL	133,413	28,413	12,505	137,420	32,691	21,148	67,701	22,155	31,784	55,293	17,033	25,339
ARCLK	161.91	159.24	-2%	38%	AL	AL	665,787	40,642	-5,567	676,973	44,152	-241	680,156	51,506	-769			
GARAN	199.73	195.00	-2%	40%	AL	AL	260,443		145,612	372,756		216,817	234,632		167,099	296,927		228,234
MAVI	69.16	67.43	-2%	54%	AL	AL	62,618	11,066	3,423	65,662	11,753	4,187	61,285	12,119	4,768	62,984	12,593	5,494
DOAS	236.20	220.10	-7%	20%	TUT	TUT	283,566	13,694	1,749	301,433	16,677	4,374	297,606	14,337	2,445	308,738	16,841	4,718
TSKB	21.46	20.00	-7%	63%	AL	AL	23,260		15,545	31,518		20,930	18,094		14,079	26,607		19,880
LOGO	227.56	211.41	-7%	52%	AL	AL	8,208	2,492	787	8,892	2,796	1,946	8,051	2,452	1,894	8,637	2,733	3,243
AKBNK	115.80	107.00	-8%	35%	AL	AL	180,344		80,771	254,173		144,295	168,888		92,555	227,943		140,339
YKBNK	52.00	48.00	-8%	27%	AL	AL	205,062		67,458	316,042		117,973	210,590		78,667	260,977		104,372
TOASO	480.00	442.45	-8%	51%	AL	AL	494,830	17,870	14,216	587,461	32,737	28,188	522,996	21,955	17,878	633,615	38,755	33,528
ISGYO	29.72	27.20	-8%	31%	AL	AL	4,749	1,730	2,566	5,731	2,079	2,147	7,353	2,734	3,920	8,225	3,076	4,511
FROTO	166.96	152.50	-9%	49%	AL	AL	1,093,397	50,001	30,684	1,203,736	65,370	34,054	1,119,615	69,250	43,660	1,189,070	73,856	40,935
KOTON	29.21	26.62	-9%	70%	AL	AL	43,423	8,424	119	46,308	9,240	720	42,376	9,578	704	44,570	10,521	1,269
TTRAK	710.00	639.99	-10%	33%	TUT	TUT	55,366	3,628	-2,052	73,382	8,095	3,076	57,361	4,571	-1,200	71,642	7,503	2,494
AKGRT	11.00	9.68	-12%	34%	AL	AL	5,944		4,036	7,436		5,167			3,430			3,899
HALKB	53.00	46.00	-13%	14%	TUT	TUT	174,831		48,976	232,298		70,593	172,862		51,100	206,537		77,891
VAKBN	53.00	45.00	-15%	35%	AL	AL	264,510		88,401	384,703		129,820	270,681		108,478	356,920		165,155
TAVHL	512.60	406.70	-21%	32%	AL	AL	98,697	29,719	2,196	123,598	37,609	6,145	106,057	33,827	4,940	133,179	40,944	9,247
THYAO	580.00	455.00	-22%	41%	AL	AL	1,303,943	162,531	94,988	1,666,384	236,643	134,948	1,223,565	190,758	110,022	1,569,035	231,712	111,536
PGSUS	300.00	235.20	-22%	24%	TUT	TUT	201,217	45,795	9,505	262,311	65,387	17,240	204,624	51,567	13,987	266,851	66,173	16,990

Teşekkürler

iŞ YATIRIM



İşbu rapor içerisinde yer alan bilgiler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“**İş Yatırım**” veya “**Şirket**”) tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını kendi özel yatırım hedeflerine ve mali durumlarına göre ve gerekli gördüklerinde bağımsız danışmanların yardımıyla vermelidir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım tarafından Borsa İstanbul A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş. gibi kamu kurumları, çeşitli medya kuruluşları ve güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu rapor ve içindeki bilgiler bazı geleceğe dönük varsayımlar içermekle birlikte, bu varsayımlar kesin veya mutlak sonuçları garanti etmemektedir. Rapordaki bilgiler doğrulama, tamamlama veya değişiklik gerektirebilir. Bu doğrultuda, Şirket herhangi bir tarafa bildirimde bulunmaksızın veya izin almaksızın dilediği zaman gerekli değişiklikleri yapma hakkını saklı tutar.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez ya da elektronik ortamda ek olarak gönderilemez. (www.isyatirim.com.tr)

Bu rapor, herhangi bir menkul kıymetinin satışı veya devralınmasına ilişkin bir teklif, davet veya yatırım yapma yönünde bir teşvik teşkil etmemektedir ve hiçbir hukuki anlaşma veya sözleşmeye dayanak oluşturmaz. Yatırımcıların, burada yer alan tüm konularla ilgili kendi araştırmalarını yapmaları ve yatırım kararlarını bu araştırmalar doğrultusunda almaları gerekmektedir. Bu raporun içeriğinin kullanımından doğabilecek zararlardan dolayı Şirket, Yönetim Kurulu Üyeleri, yöneticileri veya çalışanları sorumluluk veya yükümlülük kabul etmemektedir.

“Öneri bilgilendirmesi: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“**İş Yatırım**” veya “**Şirket**”), Borsa İstanbul A.Ş.’de (“**BİST**”) bünyesinde yer alan halka açık şirketler için AL, TUT ve SAT yönündeki önerileri BIST-100 endeksinin (endeks) beklenen getirisine göre değerlendirilmektedir. Tüm bu öneriler İş Yatırım Araştırma Bölümü analistleri tarafından şirketlerin ileride elde edeceği tahmin edilen karları, nakit akımları ve bilançolarına göre bağımsız olarak değerlendirilir. Ek olarak, analistler koşulların elverişsiz olduğu veya doğru değerlendirme yapmanın mümkün olmadığı durumlarda bazı hisse senetleri için geçici olarak GÖZDEN GEÇİRİLİYOR önerisi verebilirler. Münferit her şirket için yatırım önerisi sırasıyla belirtilen şu kriterlere göre değerlendirilir, İş Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25 : AL,
%10 < Artış Potansiyeli < %25 : TUT,
Artış Potansiyeli < %10 : SAT,

Her sınır değeri için analist +/- %5 kanaat kullanabilmektedir.