

Türkiye Hisse Senedi Stratejisi

Ekim 2025
Araştırma Müdürlüğü

İŞ YATIRIM



► **Yatırım Özeti**
En Çok Önerilen Hisseler
Hisse Takip Listesi

İŞ YATIRIM



Yatırım Özeti

2025'e Genel Bakış

Gelişmekte olan ülke hisse senetleri, zayıf ABD doları, FED'in faiz indirim döngüsünün yeniden başlaması, Çin'deki politika desteği ve ticaret savaşlarının yatışmasıyla 2025 yılında şu ana kadar %35 'lık muhteşem bir dolar getirisi sağladı. Öte yandan, MSCI Türkiye, Mart ayından bu yana iç siyasi gerilimin tırmanmasıyla %3,2 'lık gerileme ile rakiplerinin gerisinde kaldı.

Her zamanki gibi, bankalar siyasi şokların en ağır yükünü üstlendi ve yıl başından bu yana TL bazında %0,37 kayıpla ile aynı dönemde %10 getiri elde eden BIST 100 endeksin altında performans gösterdi. Yerel para biriminin zayıflaması ve Mart ile Temmuz arasında para politikasındaki gevşemenin tersine dönmesi, bu zayıf performansın arkasındaki temel itici güçler oldu.

Olumlu tarafta ise, savunma harcamalarının artmasıyla yıl başından bu yana dolar bazında iki katından fazla değer kazanan Aselsan (ASELS.IS), petrol ürünleri piyasasındaki sıkışıklıktan yararlanan petrol rafinerisi TUPRS (TUPRS.IS), büyük bir altın rezervi keşfi açıklaması beklenen çelik şirketi Erdemir (EREGL.IS), Enka (ENKA.IS) ve Enerjisa (ENJSA.IS) referans endeksini geride bırakan büyük hisseler arasında yer aldı.

İleriye dönük olarak, yeni siyasi ve/veya jeopolitik şoklar yaşanmazsa, faiz indirim döngüsünün yeniden başlaması ve hakim olan deflasyon eğilimi ile birlikte olumlu küresel ortam (zayıf ABD doları, düşük faiz oranları ve petrol piyasasındaki düşüş eğilimi), Türkiye hisse senetlerini destekleyerek gelişmekte olan emsallerle arasındaki farkı kısmen kapatmasını sağlayabilir.

2026 Temaları

Enflasyonun düşmesi ve faiz indirim döngüsü: 2025 ve 2026 yılları için TÜFE tahminlerimiz sırasıyla %32 ve %22,5'dir. Politika faiz oranının 2025 sonunda %38'e gerileyeceğini ve 2026 sonunda %26'ya düşeceğini öngörüyoruz. Bankalar ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları (REIT'ler) gevşeme döngüsünden en çok yararlanacak sektörler olacaktır. 2026 yılının ikinci yarısında beklenen makro ihtiyati tedbirlerin gevşetilmesi, bankaların karlılığını daha da destekleyebilir. Kapsamımızdaki bankalar için 2026 yılına ilişkin hisse başına karın %50 büyüyeceğini öngörüyoruz. Siyasi ve jeopolitik cephelerdeki yeni şoklar, enflasyonun yükselmesi, faiz indirimlerinin ertelenmesi veya tekrar artış dönemine girilmesi bu temaya karşı ana risk faktörleridir.

Garanti Bankası (GARAN.IS) ve bankacılık sektörüne dolaylı ve iskontolu yatırım imkanı sunan Koç Holding (KCHOL.IS) ile birlikte, Emlak GYO'yu (EKGYO.IS) model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Yatırım Özeti

TRY’de reel değer kaybı ihracatçıları/sanayicileri destekleyebilir : TCMB hesaplamalarına göre, yıl başından bu yana TRY’nin ticaret ağırlıklı bazda reel değer kaybı yaklaşık %3,5 olmuştur. Bu eğilimin 2025 ve 2026 yıllarının geri kalanında da devam etmesini bekliyoruz, bu da ihracatçıları ve/veya uluslararası ticarete konu malların üreticilerini destekleyecektir. Ayrıca düşük enflasyon rakamları, güçlü öz sermaye tabanına sahip şirketlerin parasal zararlarını da azaltacaktır

Enerji ve savunma sektörlerinde büyüme momentumu devam edecek .: Tofaş (TOASO.IS), Aselsan (ASELS.IS) ve Astor (ASTOR:IS) sanayi şirketleri arasında ön plana çıkarttığımız isimlerdir. Tofaş’ta kapasite kullanım oranlarındaki artış ile birlikte faaliyet kar marjlarının iyileşmesinin hisse performansını desteklemeye devam edebilir. Savunma ve enerji sektörlerindeki güçlü yerel ve küresel talep koşullarının desteği ile Aselsan ve Astor’da güçlü ciro büyümeleri ve karlılığın 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz.

Avrupa’nın askeri harcamaları artırma planları, veri merkezlerine olan ihtiyacın artması ve elektrifikasyonun yaygınlaşması, bu şirketlerde büyümeyi destekleyecek başlıca faktörlerdir. Model portföyümüze yakın zamanda eklediğimiz enerji sektöründen diğer bir isim de Aksa Enerji (AKSEN.IS). Şirket yurtdışında ve yurtiçinde yapmakta olduğu yatırımlar ile mevcut kapasitesini 2025 yıl sonunda 3GW dan 2028 yılında 5GW ’a yükseltecek. Yeni yatırımlar ile ilgili finansmanın satın alma anlaşmalarının, yurtdışındaki yeni kapasite ile ilgili fiyat garantili elektrik satım anlaşmalarının yapılmış olması öngörülebilirliği artırıyor. Nitekim yurtiçinde yapılacak depolanabilir yenilenebilir enerji yatırımları yeni YEKDEM tarifesinden faydalanacak. Şirketin 2025 yıl sonunda 282 milyon dolara ulaşması beklenen FAVÖK rakamının 2028 yılında 660 mn dolara yükselmesi bekleniyor. 2025T ve 2026T FAVÖK çarpanları 8,2x ve 6,1x* ile cazip bir giriş fırsatı sunuyor.

Avrupa’da altyapı ve savunma harcamalarının artması. Avrupa’daki altyapı projelerinde payını arttırmakta olan Enka’yı (ENKA.IS) portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz Aselsan’ın da Avrupa savunma sanayisindeki kapasite eksikliğinden yararlanması beklenmektedir.

Tüketicilerin satın alma gücündeki olumsuzluklara rağmen, mevcut cazip çarpanlarının (2026T FD/FAVÖK: 3,6) hane halkı harcamalarındaki mevcut düşüşü fazlasıyla yansıtmaması nedeniyle Mavi’yi (MAVI.IS) portföyümüzde tutuyoruz. Son olarak havacılık sektöründe 2025 ve 2026 yıllarında en güçlü büyüme momentumuna sahip olacağını öngördüğümüz TAV Havalimanlarını da (TAVHL.IS) model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Makroekonomik Varsayımlar

	2023	2024	2025T	2026T	2027T
GSYİH büyüme, %	5.0	3.3	3.4	3.8	4.0
TÜFE (yıl sonu), %	64.8	44.4	32.0	22.5	18.0
TÜFE (ortalama), %	53.9	58.5	35.1	26.4	20.3
Cari Denge / GSYİH (%)	-3.5	-0.7	-1.4	-1.7	-1.8
Para Piyasası Faizi, %	42.5	47.5	38.0	26.0	20.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	25.0	29.5	31.0	27.5	21.5
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond fa	7.7	8.2	7.8	7.7	7.6
TL/Dolar (ortalama)	23.7	32.8	39.6	48.1	56.9
TL/Dolar (yıl sonu)	29.4	35.2	44.0	52.5	61.2
TL/Euro (ortalama)	25.7	35.5	43.9	55.6	64.2
TL/Euro (yıl sonu)	32.7	36.7	51.5	59.9	68.6
Avro/Dolar (ortalama)	1.08	1.08	1.11	1.16	1.13
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.10	1.04	1.17	1.14	1.12

Beklentiler ve Gerçekleşmeler

Ocak 2025 tarihli raporumuzdaki yatırım temaları	Gerçekleşmeler
- Dünya piyasalarından bağımsız olarak TCMB'nin faiz indirim döngüsü, 2025 yılı boyunca ana yatırım temalarından biri olmaya devam edecek. Düşük baz etkisi göz önüne alındığında, bankacılık sektörü faiz indirimlerinden olumlu etkilenecek sektörlerden biri olacak. - Faiz oranlarına duyarlı bir diğer sektör ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Enflasyondaki düşüş, konut satışlarını destekleyen birikmiş talep ve vergi muafiyetinden yararlanmaya devam etmek için temettü dağıtımını gerekliliği, 2025 yılında gayrimenkul yatırım ortaklıklarını ön planda tutmaya devam edebilir. - 2025 yılında sanayi şirketleri için yurt içi ve yurt dışı talep koşullarında çok sınırlı bir toparlanma öngörüyoruz. Savunma, çimento ve enerji şirketlerinin bu alanda istisna olabileceğini düşünüyoruz. - Hizmet sektöründe, telekomünikasyon ve havacılık şirketlerinin 2025 yılında kar ivmelerini sürdürmelerini bekliyoruz.	- x Yıl başından bu yana %0,37 kayıp kaydeden XBANK endeksi, esas olarak Mart ayından sonra faiz indirim döngüsünün tersine dönmesi nedeniyle endeksin altında performans gösterdi. ✓ BIST REIT endeksi yıl başından bu yana %60'ın üzerinde getiri sağlayarak BIST 100'ü büyük farkla geride bıraktı. ✓ Aselsan yıl başından bu yana %184 getiri sağladı. Taş toprağa dayalı sanayi endeksi %4 düşerken, elektrik sektörü %29 yükseldi. ✓ TCELL ve TTKOM sırasıyla %9 ve %17 artış kaydetti. Ulaştırma sektörü yıl başından bu yana %9,0 getiri sağladı

Yatırım Özeti
► **En Çok Önerilen Hisseler**
Sektör Açıklamaları

İŞ YATIRIM

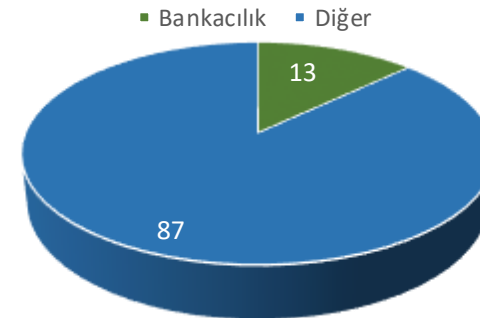


En Çok Önerilenler Listesi

En Çok Önerilenler Listesi						2025T				Girişten
Hisse	Giriş	Fiyat(TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Piyasa Değeri(TRY)	Get.Pot.(%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ağırlık(%)	İtibaren Rel.%
AKSEN	16/10/2025	49.22	88.18	60,360	79%	18.58	1.18	8.19	8	-1.8%
ASELS	16/01/2025	205.70	247.00	937,992	20%	39.48	4.96	22.17	10	140.5%
ASTOR	20/10/2025	95.85	182.97	95,658	91%	17.11	3.12	7.70	10	-3.8%
EKGYO	16/01/2025	19.93	34.16	75,734	71%	2.98	0.54	4.44	9	29.5%
ENKAI	24/03/2025	77.25	96.17	463,500	24%	13.17	1.31	9.28	10	16.0%
GARAN	08/07/2024	130.00	205.00	546,000	58%	4.55	1.22	-	13	8.8%
KCHOL	06/09/2022	167.20	318.12	424,002	90%	-	-	-	14	17.2%
MAVI	02/07/2025	39.62	68.22	31,479	72%	11.13	2.08	3.42	7	-9.0%
TAVHL	16/01/2025	260.25	412.00	94,544	58%	27.79	1.46	7.22	10	-14.0%
TOASO	02/05/2025	262.50	485.00	131,250	85%	22.31	2.18	15.51	9	10.9%

En Çok Önerilenler Listesi Getiri Tablosu		Yıllık Getiri
TRY Getiri		15.3%
Göreceli Getiri		4.6%

Model Portföy Sektör Ağırlıkları



En Çok Önerilenler Listesi Aksa Enerji

AKSEN		AL	
Fiyat ₺	49.22	3A Hac.mn ₺	9.1
Hedef Fiyat ₺	88.18	Yılıçi Rel.	14%
Getiri Pot.	79%	Yabancı	5%
Mutlak Değer ₺	2024G	2025T	2026T
Net Kar	2,649	3,406	4,605
Satışlar	41,763	41,927	45,778
FAVÖK	9,474	12,410	16,594
Net Borç	0	51,122	71,547
Oranlar \$	2024G	2025T	2026T
F/K	23.9	18.6	13.7
FD/FAVÖK	10.7	8.2	6.1
FD/Satışlar	2.43	2.42	2.22
Aktif Karlılık	2%	3%	3%
Özserm. Karlılık	4%	6%	8%
Net Borç/FAVÖK	3.34	4.12	4.31
Net Borç/Özserm	0.67	0.95	1.28
Büyümler ₺	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	29%	35%	40%
FAVÖK	31%	34%	35%
Satışlar	0%	9%	10%

Yatırım Teması

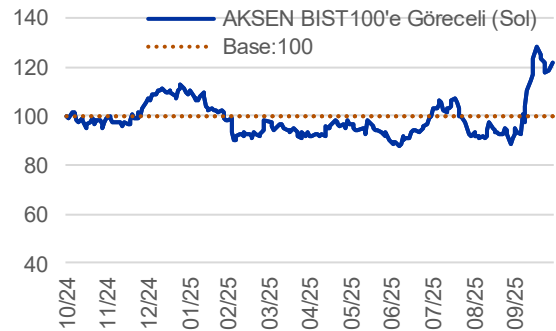
Aksen, 2028 yılına kadar olan döneme ilişkin oldukça net ve ölçülü bir büyüme yol haritası ortaya koyuyor. 2028 yılına kadar FAVÖK rakamının 3 kat artacağı duyurulurken kurulu güç ise 3GW seviyesinden 5GW seviyesine çıkacağı belirtildi. Artış devam eden yatırımların yanı sıra imzalanmış PPA'lar, tedarik anlaşmaları ve finansman sözleşmelerine dayanmakta. Dolayısıyla, devreye alma tarihlerinde birkaç aylık olası gecikme riski dışında, 2026, 2027 ve 2028 hedefleri oldukça ulaşılabilir gözüküyor. Planlanan kapasite artışının 975 MW'lık bölümü 2026 yılı içinde devreye alınacak olup, Gana, Gabon, Senegal ve Kazakistan'daki projelerin yanı sıra Türkiye'deki yenilenebilir enerji projeleri de bu büyümeyi destekleyecek. 2028 yılına kadar öngörülen %42 FAVÖK marjı ve %90 öngörülebilir nakit akışı, finansal görünürlüğü desteklerken; Net Borç/FAVÖK oranının 2026'da zirve yaparak 2028'de 3x seviyelerine gerilemesi bilanço açısından olumlu bir sinyal olarak değerlendirilmektedir.

Değerleme

Şirket beklentilerine paralel ölçüde 2026, 2027 ve 2028 için sırasıyla 394 mn USD, 594 mn USD, 660 mn USD FAVÖK öngörüyor, ve 74 TL olan hedef fiyatımızı gerekli makro güncellemeleri de yaptığımızda 2026 yıl sonu için 87 TL'ye çekiyoruz. Böylelikle hedef değerlememiz 2026 yıl sonu FAVÖK rakamı ile 7.45x FD/FAVÖK çarpanına denk geliyor ve yeni hedef fiyatımız ise %81 artış potansiyeline işaret ediyor.

Riskler

Şirket'in faaliyet gösterdiği Afrika ve Asya ülkelerinde ekonomik ve politik belirsizliklerin artması, projelerin nakit akışlarını olumsuz etkileyebilir. Türkiye'de ise doğal gaz fiyatlarındaki artışın, elektrik saatlik tavan fiyatının aynı oranda güncellenmemesi halinde marjlar üzerinde baskı oluşturması olasıdır fakat yurtdışı FAVÖK katkısı yaklaşık %80 olduğundan şirketin PTF hassasiyeti oldukça düşük ve bu durumun etkisi minimaldir. Bunun yanı sıra 2026–2028 döneminde planlanan projelerde yaşanabilecek 2–3 aylık gecikmeler, hedeflenen kurulu güç artışını sınırlayabilir.



*UMS 29 uygulayan şirketlerin 2026 verileri 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden gösterilmiştir, Çarpan hesaplamaları ABD doları bazlı yapılmıştır
Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

En Çok Önerilenler Listesi Aselsan

ASELS	AL
Fiyat ₺	205.70
Hedef Fiyat ₺	247.00
Getiri Pot.	20%
Mutlak Değer ₺	2024G 2025T 2026T
Net Kar	20,195 24,905 41,041
Satışlar	158,672 179,589 212,165
FAVÖK	39,909 45,350 53,788
Net Borç	21,022 13,811 1,986
Oranlar \$	2024G 2025T 2026T
F/K	- 39.5 24.0
FD/FAVÖK	25.2 22.2 18.7
FD/Satışlar	6.33 5.60 4.74
Aktif Karlılık	7% 8% 11%
Özserm. Karlılık	11% 13% 19%
Net Borç/FAVÖK	0.47 0.30 0.04
Net Borç/Özserm	0.11 0.07 0.01
Büyümler %	25/24% 26/25% 24/27 CAGR%
Net Kar	23% 65% 42%
FAVÖK	14% 19% 19%
Satışlar	13% 18% 18%

Yatırım Teması

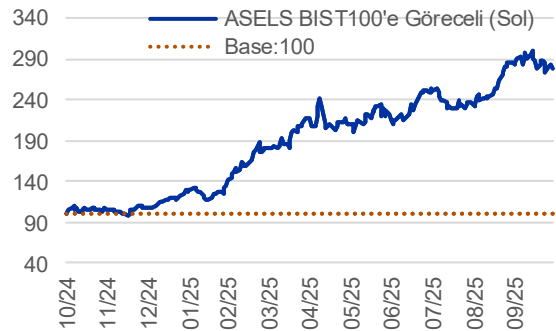
Aselsan, artan jeopolitik gerilimlerle birlikte savunma harcamalarının yükseliş trendine girdiği bir dönemde, önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekleyecek rekor bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. Büyüyen Türk savunma sanayisi ekosisteminde kilit bir oyuncu konumunda olan Aselsan, radar, elektronik harp, elektro-optik, güdüm ve hava savunma sistemleri gibi savunma elektroniği alanlarındaki ileri teknolojik yetkinlikleriyle öne çıkıyor. Şirketin halihazırda faaliyet gösterdiği 5.000 dönümlük alana ek olarak 1,5 milyar dolarlık yatırımla kurulacak 6.500 dönüm büyüklüğündeki Oğulbey Teknoloji Üssü'nde başta hava savunma sistemleri olmak üzere kritik teknolojilerin seri üretimi gerçekleşecek. Yeni yatırımlarla artırılan seri üretim kapasitesi ve Aselsan'ın yerli platform üreticisi iş ortaklarıyla birlikte yükselen ihracat faaliyetlerinin, şirketin önümüzdeki dönemde büyüme ivmesini sürdürmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

Değerleme

1Y25 sonu itibarıyla 2,84 milyar dolar büyüklüğünde yeni sipariş alan Aselsan'ın 2025 yılını 8,3 milyar dolarla kapatacağını ve yıl sonunda bakiye sipariş büyüklüğünün 18,3 milyar dolara ulaşacağını öngörüyoruz. Böylelikle 1,42x olan ve benzerlerine kıyasla %12 primli olan FD/Bakiye Sipariş rasyosunun 2025 yılı sonunda 1,25x'e gerilemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2025 yılı ciro tahminimizi 4,1 milyar dolar, 2026 yılı ciro tahminimizi ise 5,0 milyar dolar olarak revize ediyor, ASELS için hisse başına hedef fiyatımızı 212TL'den 247TL'ye yükseltiyoruz. ASELS hisseleri, 2026T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 18,1x ve 2027T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 14,4x ile uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %4 primli / %7 iskontolu işlem görüyor. 2024-2027 arasında yurt dışı benzerlerinin medyan ciro büyüme beklentisi %12'yken, Aselsan'ın dolar bazında yıllık %22 bileşik büyüme oranı ile büyümesini bekliyoruz.

Riskler

Cirodaki büyümeyle beraber işletme sermayesi ihtiyacında beklenenin üzerinde artış, yurt içi siparişlerde yavaşlama, parça tedarikinde aksaklıklar sonucu projelerde gecikme ile TL'de beklenenin üzerinde reel değerlenme şirket için temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Savunma sanayine yönelik uluslararası yaptırımların kaldırılması, yurt dışından beklenenin üzerinde yeni iş alımı ve tahsilatlarda beklenenin üzerinde hızlanma değerlememiz için yukarı yönlü risk faktörleri.



En Çok Önerilenler Listesi Astor Enerji

ASTOR		AL	
Fiyat ₺	95.85	3A Hac.mn ₺	42.5
Hedef Fiyat ₺	182.97	Yılıçi Rel.	-23%
Getiri Pot.	91%	Yabancı	46%
Mutlak Değer ₺	2024G	2025T	2026T
Net Kar	6,639	5,859	9,258
Satışlar	35,155	38,442	47,626
FAVÖK	10,622	12,072	14,389
Net Borç	-9,117	-4,108	-4,500
Oranlar \$	2024G	2025T	2026T
F/K	15.1	17.1	10.8
FD/FAVÖK	8.8	7.7	6.5
FD/Satışlar	2.64	2.42	1.95
Aktif Karlılık	17%	13%	19%
Özserm. Karlılık	27%	20%	28%
Net Borç/FAVÖK	-0.66	-0.34	-0.31
Net Borç/Özserm	-0.29	-0.13	-0.13
Büyümler %	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	-12%	58%	23%
FAVÖK	14%	19%	17%
Satışlar	9%	24%	17%

Yatırım Teması

Astor, Türkiye'nin önde gelen transformatör üreticilerinden biridir. İhracat gelirleri, şirketin toplam gelirlerinin %38'ini oluşturmakta ve orta vadede bu oranın %50'ye yükselmesi hedeflenmektedir. 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. Türkiye ve şirketin ana ihracat pazarları olan Avrupa ve Orta Doğu dahil olmak üzere dünya genelinde artan enerji altyapı yatırımları ihtiyacı, 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

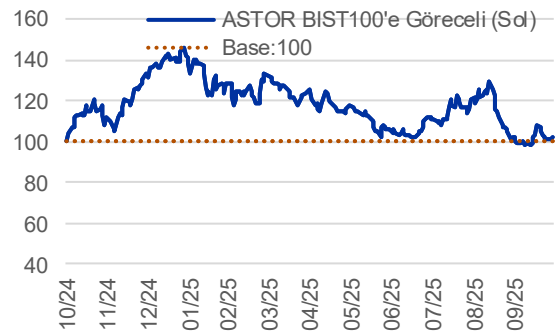
Yaptığımız İNA analizi ile 3.1 milyar \$ değer bulurken, 15,5x FD/FAVÖK yurtdışı benzer çarpanına %20 iskonto uyguladığımız takdirde ise 4.3 milyar \$ değer elde ediyor ve bu ikisinin eşit oranda ağırlıklandırılmış ortalaması ile yaklaşık 3.6 milyar dolar hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz.

Riskler

Şirket, 2025 beklentilerini korumuş olsa da beklenen kapasite artışlarının son çeyreğe kalmış olması sebebi ile şirket beklentilerinde aşağı yönlü risk öngörüyoruz. Ancak, 2026 yılında yeni kapasitenin devreye girmesi ve yurtdışındaki güçlü taleple birlikte ciroda dolar bazında %34 büyümeye bekliyoruz.

Enflasyon muhasebesinin stoklardaki düzeltme nedeniyle faaliyet kar marjlarındaki olumsuz etkisinin azalarak devam etmesini bekliyoruz. Nitekim bu etki yüksek faaliyet kar marjına sahip olması nedeniyle Astor'da diğer birçok şirkete göre daha sınırlı olmakta. Öte yandan şirket düşük borçluluğu ve yüksek öz kaynakları nedeniyle parasal zarar kaydetmeye devam edebilir. Fakat bu durum sınırlı da olsa bir vergi avantajı sağladığından değerlendirme açısından olumlu görüyoruz.

Bunun yanı sıra elektrik dağıtım / perakende müşterilerinden alacaklarında yaşanabilecek olası sıkıntılar risk teşkil edebilir. Ek olarak uzun vadede; sektördeki yüksek rekabet, hammadde ve navlun fiyatlarında olası artışlar marjda aşağı yönlü baskı uygulama potansiyeli taşıırken elektrik tüketimindeki yavaşlama da satış projeksiyonlarını aşağı çekebilir.



En Çok Önerilenler Listesi Emlak Konut GYO

EKGYO		AL	
Fiyat ₺	19.93	3A Hac.mn ₺	88.9
Hedef Fiyat ₺	34.16	Yılıçi Rel.	36%
Getiri Pot.	71%	Yabancı	34%
Mutlak Değer ₺	2024G	2025T	2026T
Net Kar	17,421	26,640	23,077
FAVÖK	6,365	21,168	17,855
Aktif Toplamı	270,472	281,996	288,807
Oranlar ₺	2024G	2025T	2026T
F/K	4.6	3.0	3.4
PD/DD	0.6	0.5	0.5
Özserm. Karlılık	15%	19%	15%
Büyümler ₺	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	53%	-13%	4%
FAVÖK	233%	-16%	30%
Aktif Toplamı	4%	2%	3%

Yatırım Teması

Emlak Konut GYO; i) geniş ve değerli varlık tabanı, ii) tüm pazar segmentlerine hitap eden çeşitlendirilmiş ve yüksek kaliteli proje portföyü, iii) kentsel dönüşüm ve yeniden yapılanma projelerinin yarattığı pozitif etki sayesinde sektörde öne çıkmaktadır.

Şirketin güçlü konut stoğu ve devam eden projeleri, 2025 ve sonrasında politika faizlerindeki olası indirimler ve ertelenmiş talebin devreye girmesiyle birlikte yüksek satış performansını desteklemeye devam edecektir. Yılın ilk yarısında kaydedilen güçlü satış gelirlerine ek olarak, ilk 9 aydaki 57 milyar TL'lik ön satış rakamı yıl sonu hedefi olan 77 milyar TL'ye ulaşma yolunda önemli bir adım olmuştur. Bu ön satışların teslimatlarının 2025'in ikinci yarısında satış gelirlerine güçlü katkı yapmasını bekliyoruz.

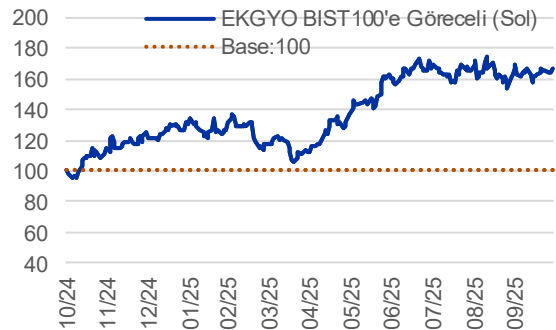
2024 ve 2025'in ilk yarısında yapılan yoğun arsa alımları sayesinde şirket, faiz indirimlerinin yaratacağı yüksek konut talebinden yararlanmak için oldukça avantajlı bir konumdadır. 2Ç25 itibarıyla net borç seviyesi 13.083mn TL'ye yükselmiş olsa da, bu durum ağırlıklı olarak söz konusu yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Gelir projeksiyonları dikkate alındığında, bu borç seviyesinin önemli bir finansal risk oluşturmadığını düşünüyoruz. Öte yandan, Emlak Planlama İnşaat (EPP) ve Emlak Konut Asansör'ün (EKA) potansiyel halka arzları önemli katalizör niteliği taşıyabilir. Ayrıca şirketin artan uluslararası faaliyetlerinin önümüzdeki dönemde kârlılığa ek katkı sağlamasını bekliyoruz.

Değerleme

Şirket, şu anda 54% net aktif değer iskontosuyla işlem görmekte olup, 5 yıllık tarihsel NAD iskontosu 8% seviyesindedir.

Riskler

i) Faiz oranlarında olası artışa bağlı konut talebinde düşüş, ii) Enflasyondaki dalgalanmaların proje maliyetlerini artırması, iii) Politik/idari riskler.



En Çok Önerilenler Listesi Enka İnşaat

ENKAI	AL		
Fiyat ₺	77.25	3A Hac.mn ₺	23.5
Hedef Fiyat ₺	96.17	Yılıçi Rel.	51%
Getiri Pot.	24%	Yabancı	27%
Mutlak Değer ₺	2024G	2025T	2026T
Net Kar	752	838	1,053
FAVÖK	699	866	1,072
Aktif Toplamı	10,304	11,301	12,642
Oranlar	2024G	2025T	2026T
F/K	16.1	14.0	9.1
PD/DD	1.4	1.3	1.0
Özserm. Karlılık	11%	10%	12%
Büyümler ₺	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	11%	26%	17%
FAVÖK	24%	24%	22%
Aktif Toplamı	10%	12%	11%

Yatırım Teması

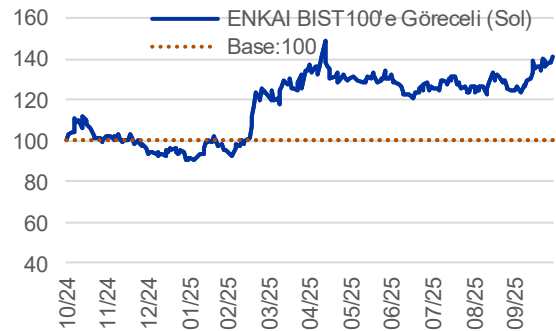
Enka, döviz bazlı istikrarlı gelir akışı, taahhüt segmentindeki güçlü büyüme performansı ve 5,3 milyar dolarlık güçlü net nakit pozisyonu (uzun vadeli finansal yatırımlar dahil) ile defansif bir seçim olarak öne çıkıyor. 1Y25, yeni proje edinimi açısından oldukça güçlü geçerken, Şirket'in faaliyet gösterdiği bölgelerde inşaat faaliyetlerinin orta vadede canlılığını korumasını bekliyor ve yeni projeler almak için güçlü bir pozisyonda olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in 2Ç25 sonu itibarıyla ulaştığı 7,9 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğü de önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekliyor olacak. Şirket'in önemli büyüklükteki yabancı devlet tahvili portföyü, kârlılığı destekleyici bir unsur olarak öne çıkarken; enerji segmentinde belirgin bir toparlanmanın, Kırklareli'nde inşası süren ve mevcut santrallere kıyasla daha yüksek verimliliğe sahip olacak 850 MW kapasiteli Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali'nin 4Ç25'te devreye alınmasının ardından başlamasını beklemekteyiz. Ayrıca, Şirket 2Ç25'te inşasına başladığı veri merkezi yatırımıyla büyüme potansiyeli taşıyan dijital altyapı sektörüne adım atmış oldu. Enka'nın güçlü net nakit pozisyonu, yeni iş koluna girmek için sağlam bir konum sağlarken, bu yatırımı uzun vadeli değer yaratımı açısından stratejik bir fırsat olarak değerlendiriyoruz.

Değerleme

Enka'nın, 2025 yılını toplam 4,9 milyar dolarlık siparişle kapatmasını ve yıl sonunda bakiye sipariş büyüklüğünün 8,1 milyar dolara ulaşmasını öngörüyoruz. Taahhüt segmenti için 2025 ve 2026 yıllarına yönelik gelir büyüme beklentilerimiz dolar bazında sırasıyla %23,9 ve %25,7; FAVÖK büyüme beklentilerimiz ise her iki yıl için %24,8 seviyesinde. ENKAI için hedef NAD'ımıza %10 iskonto uyguluyor, ve TL96/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Değerlememize göre Enka'nın NAD'ı içinde taahhüt segmentinin payı %32 seviyesindeyken, bu oranı %15 ile gayrimenkul, %8 ile enerji ve %3 ile ticaret segmentleri takip etmekte.

Riskler

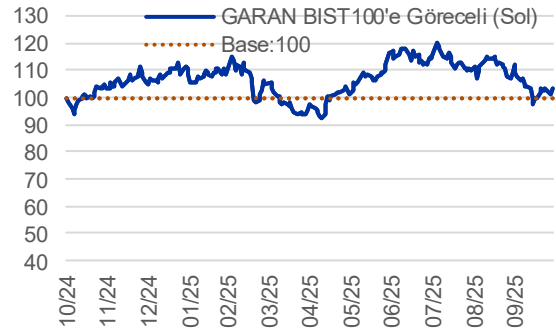
Şirket'in faaliyet gösterdiği ülkelerde yaşanabilecek ekonomik veya siyasi çalkantılar, beklenenden daha zayıf yeni proje edinimleri, teslimatlarda yaşanabilecek gecikmeler, yeni enerji santralinin devreye alınmasında yaşanabilecek olası gecikmeler.



En Çok Önerilenler Listesi

Garanti Bank

GARAN		AL	
Fiyat ₺	130.00	3A Hac.mn ₺	102.1
Hedef Fiyat ₺	205.00	Yılıçi Rel.	-2%
Getiri Pot.	58%	Yabancı	8%
Mutlak Değer ₺	2024G	2025T	2026T
Net Kar	92,175	119,898	170,055
Net Faiz Geliri	100,349	164,168	234,633
Mevduat	1,821,373	2,685,308	2,969,299
Özsermaye	329,926	446,289	598,360
Oranlar	2024G	2025T	2026T
F/K	5.9	4.6	3.2
PD/DD	1.7	1.2	0.9
PD/Mevduat	0.3	0.2	0.2
PD/Net Faiz Geliri	5.4	3.3	2.3
Özserm. Karlılık	32%	31%	33%
Büyümler	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	30%	42%	36%
Özsermaye	35%	34%	35%
Net Faiz Geliri	64%	43%	44%
Mevduat	47%	11%	36%



Yatırım Teması

Garanti Bankasının görece düşük maliyetli ve çeşitlendirilmiş fonlama yapısı ile karlı tüketici kredileri segmentlerindeki (kredi kartları dahil) yüksek piyasa payları sektördeki en yüksek net faiz marjlarından birine sahip olması sonucunu getiriyor. Ayrıca bankanın menkul kıymet/aktif oranı benzer bankalara göre oldukça düşük. Bu da plasmanların önemli bölümünün karlı kredi segmentlerinde kullanıldığını gösteriyor. Bankanın marjının bu sene 180 baz puan genişlemesini bekliyoruz. Sene başında marj artış tahminimiz 280 baz puan düzeyindeydi. Garanti için 2025 yıl net faiz marj ortalamasını %5 olarak bekliyoruz.

Garanti Bankası'nın güçlü marj ve net faiz geliri yapısının yanında faiz dışı gelirlerdeki güçlü konumu da genel kârlılığı çok destekliyor. Bankanın güçlü trading gelirleri de özellikle son iki yıldır faiz dışındaki gelirleri destekleyici nitelikte. Garanti Bankası'nın muhafazakâr karşılık politikası nedeniyle karşılık giderlerinin önümüzdeki dönemdeki baskısı kontrol altında olacak. Banka için 2025 yılında %30, önümüzdeki iki yılda da ortalama %32 özkaynak karlılığı bekliyoruz.

Katalizör

Dezenflasyon sürecinde elde edilen kazanımlar bankaların ve bu arada Garanti Bankası'nın yeniden değerlendirme sürecini olumlu etkileyecek.

Değerleme

Bankanın yüksek karlılığı değerlendirme çarpanlarını düşük bir düzeyde tutmaya devam ediyor. Garanti, 2026 tahminlerine göre 3.2x F/K, 0.9 PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu seviyeler yurtdışı benzer bankalara göre önemli iskontolara karşılık geliyor. Bankanın önümüzdeki dönemde enflasyon üzeri özkaynak karlılığı üretebilen ilk banka özelliğini kazanmasını bekliyoruz. Bu eğilim daha sonra diğer bankalar için de geçerli olacak.

Riskler

Banka ekonomideki olası bir yavaşlama veya daralmaya karşı aktif kalitesi anlamında riskler taşımaktadır. Bunun yanında artan rekabet karlılık marjlarını olumsuz etkileyebilir.

En Çok Önerilenler Listesi Koç Holding

KCHOL		AL	
Fiyat ₺	167.20	3A Hac.mn ₺	117.7
Hedef Fiyat ₺	285.00	Yılıçi Rel.	-11%
Getiri Pot.	70%	Yabancı	40%
Mutlak Değer ₺		2024G	
Net Kar	1,724		
FAVÖK	180,047		
Aktif Toplamı	5,158,761		
Oranlar \$		2024G	
F/K	257.8		
PD/DD	0.6		

Yatırım Teması

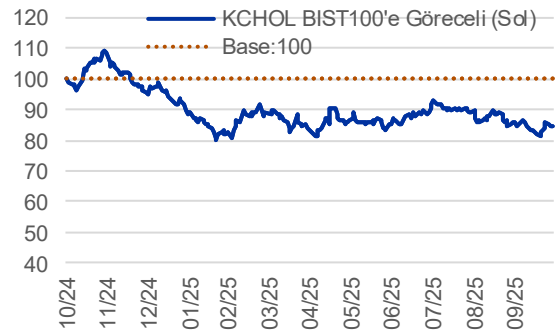
Holding'in çeşitlendirilmiş portföyü, iştiraklerinden gelen güçlü temettü akışı, ana iştiraklerine yönelik olumlu görüşümüz, döviz bazlı gelirlerinin yüksek payı ve portföy yapısı sayesinde döviz dalgalanma risklerine karşı doğal hedge pozisyonu nedeniyle KCHOL'u beğenmeye devam ediyoruz. Enflasyon muhasebesi, 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 ABD\$ 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. Holding seviyesinde katılacak bir sermaye artımı veya yeni yatırım olmaması halinde Holding'in solo net nakit pozisyonu yıl sonunda 1 milyar ABD\$ seviyesine yaklaşabilir.

Değerleme

Hedef fiyatımızı 285TL'ye çektik. Hedef NAD'ımıza uyguladığımız iskontoyu %25'e yükselttik. Halka açık varlıklar ve solo nakit pozisyonu hedef NAD'ımızın %95'ini oluşturuyor. Holding'in cari NAD iskontosu, sırasıyla %33 ve %31 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %40 seviyesinde.

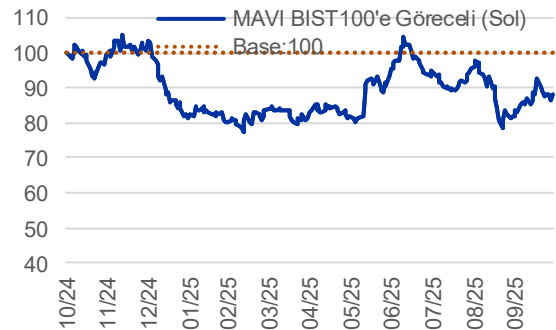
Temel Riskler

Talepteki toparlanmanın gecikmesi portföy için en temel risk olarak öne çıkıyor. Faiz indirimleri patikası da Holding'in iştirak performansını etkileyecek temel unsurlardan. İştiraklerle ilgili haber akışları ve olası yeni yatırımlar hisse performansını etkileyebilir.



En Çok Önerilenler Listesi Mavi Giyim

MAVI	AL
Fiyat ₺	39.62
Hedef Fiyat ₺	68.22
Getiri Pot.	72%
Mutlak Değer ₺	2024G 2025T 2026T
Net Kar	3,530 2,964 3,829
Satışlar	50,845 48,882 49,129
FAVÖK	9,431 8,857 9,489
Net Borç	-5,218 -7,380 -12,129
Oranlar ₺	2024G 2025T 2026T
F/K	9.3 11.1 8.6
FD/FAVÖK	3.2 3.4 3.2
FD/Satışlar	0.60 0.62 0.62
Aktif Karlılık	11% 11% 13%
Özserm. Karlılık	22% 20% 22%
Net Borç/FAVÖK	-0.48 -0.83 -1.28
Net Borç/Özserm	-0.39 -0.47 -0.65
Büyümler ₺	25/24% 26/25% 24/27 CAGR%
Net Kar	-16% 29% -1%
FAVÖK	-6% 7% -2%
Satışlar	-4% 1% 0%



Yatırım Teması

Zorlu koşullara rağmen güçlü temellere, temkinli bir işletme sermayesi yönetimine ve sağlam bir maliyet disiplinine sahip olması nedeniyle Mavi'yi beğenmeye devam ediyoruz. Kısa vadeli bazı zorluklar bulunsun da, şirketin sağlam iş modeli, güçlü pazar konumu, marka kimliği ve farklı makroekonomik dönemlerde tutarlı finansal sonuçlar sunma başarısı göz ardı edilerek hisse fazlasıyla cezalandırıldı. Baz etkisinin ortadan kalkmasıyla kârlılığın toparlanmasını, güçlü nakit yaratımının sürmesini ve devam eden hisse geri alım programının hisse performansını desteklemesini bekliyoruz.

2026 tüketici açısından zorlu bir yıl olmaya devam edecek olsa da, Mavi açısından en kötü dönemin geride kaldığına inanıyoruz. 2025'in ikinci yarısında, IFRS16 hariç EBITDA büyümesinin enflasyonu anlamlı şekilde aşarak düşük bazdan gerçek kârlılık ivmesini yeniden kazandırmasını bekliyoruz. 2026'da beklenen faiz indirimleri; (i) TL faiz giderlerini ve kredi kartı komisyon maliyetlerini azaltarak net kârı destekleyecek, (ii) sektördeki stok finansmanı baskılarını hafifletecek. Ayrıca daha güçlü EUR ve TL değerlenmesinin sona ermesi, uluslararası markalarla rekabeti yeniden dengeleyebilir.

Değerleme

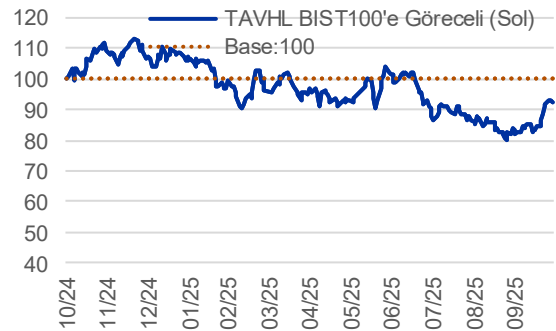
MAVI'nin cazip bir değerleme sunduğuna inanıyoruz; hisse şu anda 2026T EV/nakit FAVÖK 3,6x çarpanından işlem görüyor (faiz, sabit kira ve kart komisyonları hariç), bu da uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %50 iskonto anlamına geliyor.

Temel Riskler

Ekonomide beklenenden yavaş toparlanma ve pazarda artan rekabet, başlıca risk unsurları olarak öne çıkıyor.

En Çok Önerilenler Listesi TAV Havalimanları

TAVHL	AL		
Fiyat ₺	260.25	3A Hac.mn ₺	15.6
Hedef Fiyat ₺	412.00	Yılıçi Rel.	-14%
Getiri Pot.	58%	Yabancı	70%
Mutlak Değer €	2024G	2025T	2026T
Net Kar	183	90	112
Satışlar	1,660	1,845	2,010
FAVÖK	489	565	622
Net Borç	1,720	1,567	1,654
Oranlar	2024G	2025T	2026T
F/K	13.3	27.8	23.2
FD/FAVÖK	8.3	7.2	6.6
FD/Satışlar	2.46	2.21	2.03
Aktif Karlılık	4%	2%	2%
Özserm. Karlılık	12%	5%	6%
Net Borç/FAVÖK	3.56	2.77	2.66
Net Borç/Özserm	0.83	0.78	0.85
Büyümler €	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	-51%	25%	-18%
FAVÖK	15%	10%	3%
Satışlar	11%	9%	6%



Yatırım Teması

TAV Holding'i güçlü büyüme beklentilerine sahip cazip pazarlardaki faaliyetleri, çeşitlendirilmiş portföyü ile entegre yapısı, yüksek gelir ile kazanç görünürlüğü ve yabancı para bazlı nakit akışı nedeniyle beğeniyoruz. Şirketin organik ve inorganik büyüme potansiyellerinden faydalanmak için iyi bir konumda olduğuna inanıyoruz. Gerçekten de Orta ve Doğu Avrupa, Baltık ülkeleri, Afrika, Orta Doğu ve BDT ülkeleri TAV'ın radar ekranında bulunan bölgeler olarak öne çıkıyor. Yakın zamanda yatırımların tamamlandığı ve faaliyete geçen Almatı Havalimanı'ndaki yeni terminal, yeni Antalya Havalimanı ve yeni Ankara Esenboğa Havalimanı 2025 ve sonrasında şirketin büyümesine katkıda bulunacak. Gelecekteki güçlü büyüme beklentileri nedeniyle TAV Almatı Havalimanına 2025-2028 yılları arasında 315 milyon € daha yatırım yapacak.

Değerleme

Şirketin 2025 yılında yıllık %11 artışla 1,85 milyar avro konsolide gelir ve yıllık %15 artışla 565 milyon avro FAVÖK elde edeceğini öngörüyoruz. Ertelenmiş vergi zararları ve nakit dışı finansman ve amortisman giderleri, yılın geri kalanında net kâr üzerinde baskı oluşturmaya devam edecek. Bu nedenle, 2025 yılı için 90 milyon avroluk net kâr tahminimiz, 2024 yılındaki 183 milyon avroya kıyasla daralmaya işaret ediyor. 2027'de sona erecek olan Gürcistan Havalimanı sözleşmesinin yenilenmesi veya uzatılmasının, hisse senedinin performansını etkileyecek en büyük katalizör olacağını düşünüyoruz. TAV'ın, Gürcistan Hükümeti ile Tiflis Uluslararası Havalimanı'nın kapasitesini yıllık yaklaşık 7 milyon yolcudan 10 milyon yolcuya arttırmak ve mevcutta Ocak 2027'de sona eren işletme imtiyazını en az 2031 yılına kadar uzatmak için 150 milyon ABD doları yatırım için görüşmelere başladığını hatırlatmak isteriz. Nihai kararın 4Ç25'de açıklanacağını tahmin ediyoruz. Hisse başına 412TL hedef fiyatımız ile TAVHL için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Temel Riskler

Küresel ekonomideki durgunluk nedeniyle beklenenden kötü yolcu trafiği, terör saldırıları/yeni pandemi nedeniyle turizm faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesi, personel eksikliğinin uçuşların iptaline veya daha yüksek çalışan giderlerine yol açması, değerlememizi etkileyen en büyük riskleri oluşturmaktadır.

En Çok Önerilenler Listesi Tofaş Fabrika

TOASO		AL	
Fiyat ₺	262.50	3A Hac.mn ₺	32.8
Hedef Fiyat ₺	485.00	Yılıçi Rel.	24%
Getiri Pot.	85%	Yabancı	24%
Mutlak Değer ₺	2024G	2025T	2026T
Net Kar	6,892	6,166	15,592
Satışlar	158,752	323,090	395,139
FAVÖK	12,250	10,215	18,176
Net Borç	10,697	29,183	39,537
Oranlar ₺	2024G	2025T	2026T
F/K	20.0	22.3	8.8
FD/FAVÖK	12.9	15.5	8.7
FD/Satışlar	1.00	0.49	0.40
Aktif Karlılık	5%	4%	7%
Özserm. Karlılık	10%	10%	23%
Net Borç/FAVÖK	0.77	2.86	2.18
Net Borç/Özserm	0.17	0.46	0.54
Büyümler ₺	25/24%	26/25%	24/27 CAGR%
Net Kar	-11%	153%	57%
FAVÖK	-17%	78%	36%
Satışlar	104%	22%	44%

Yatırım Teması

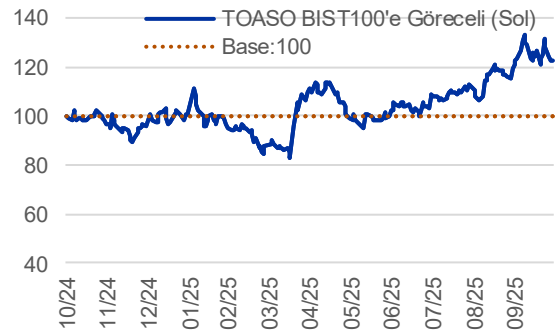
Stellantis Türkiye faaliyetlerinin satın alımıyla iç pazardaki güçlü konumu ve yüksek pazar payı (26.4%), satın alımla gelir ve maliyetlerde yaratılacak potansiyel sinerjinin olumlu etkisi, yeni hafif araç model yatırımları sayesinde KKO'daki beklenen iyileşme, ölçek ekonomisinin etkisiyle karlılıkta artış beklentisiyle Tofaş Fabrika'nın bir dönüm noktasında olduğuna inanıyoruz. Egea'nın üretim ömrünün 6 aylık süre uzatımı sonrası 1Y26'da son bulmasının ardından atıl kalacak kapasitenin yerini alacak potansiyel yeni binek araç yatırımı ile ilgili haberlerin hisse için katalist olacağını düşünüyoruz.

Değerleme

Tofaş, yeni modellerin devreye girmesiyle KKO'daki iyileşme ve Stellantis Türkiye operasyonlarının birleşmesiyle bağlantılı olarak satın alma, lojistik ve genel yönetim giderleri gibi maliyet sinerjileri ile ikinci el araç satışları gibi ek gelir kaynakları sayesinde 1Y25'deki %1.3 VÖK marjının 2028'de için %5-7'e arttırmayı hedefliyor. Tofaş Yönetimi, önümüzdeki aylarda detaylarını duymayı beklediğimiz Egea ile değiştirilecek yeni bir binek araç modelinin de katkısıyla, 2028 yılında toplam satış hacmini 600 bin adedin üzerinde tutarak tam kapasite kullanımına ulaşmayı hedefliyor. 2025'de %36 olarak tahmin ettiğimiz Tofaş'ın KKO'nın 2026, 2027 ve 2028'de sırasıyla %44, %74 ve %97'e artacağını öngörüyoruz. TOASO için hisse başına 485 TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

Riskler

Yurtiçi ve Avrupa otomotiv pazarlarında zayıf talep koşulları, Asyalı oyuncularla artan rekabet ve karlılık kaybı başlıca risk faktörlerini oluşturmaktadır.



Yatırım Özeti
En Çok Önerilen Hisseler
► **Sektör Açıklamaları**

İŞ YATIRIM



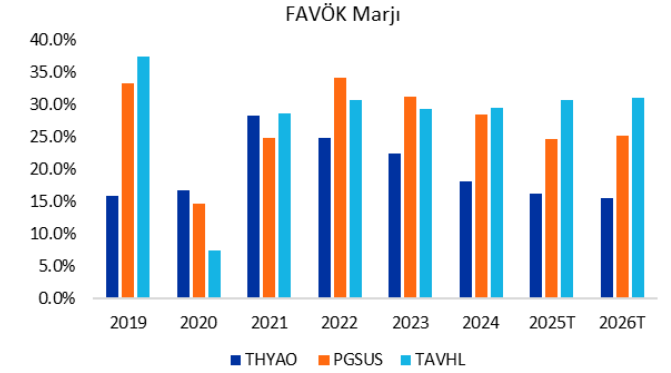
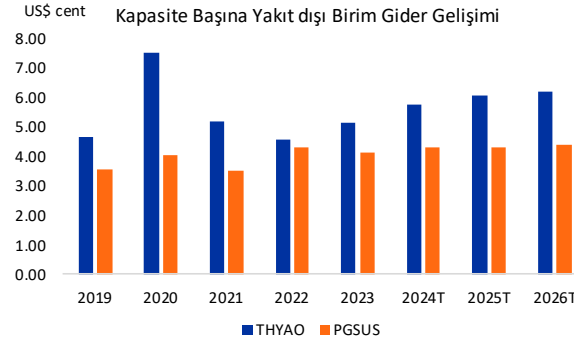
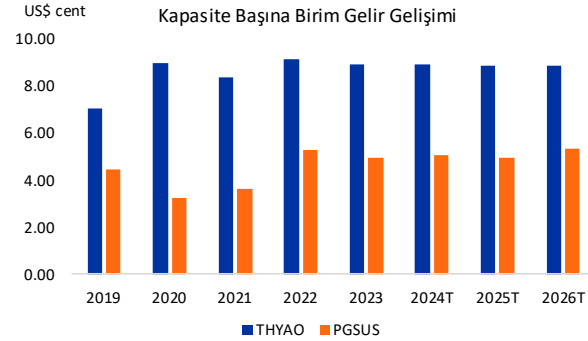
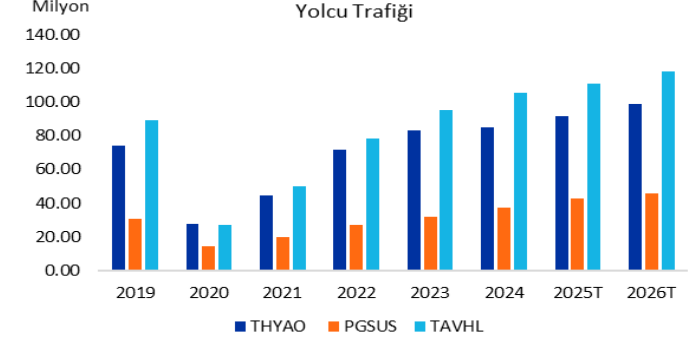
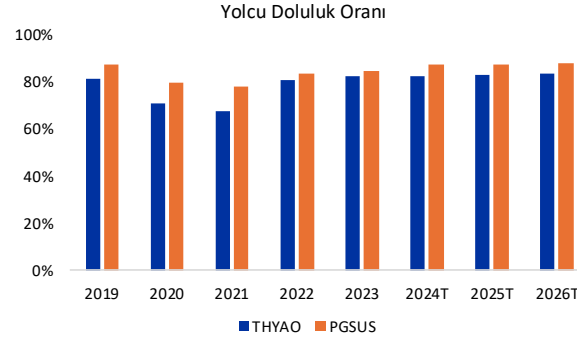
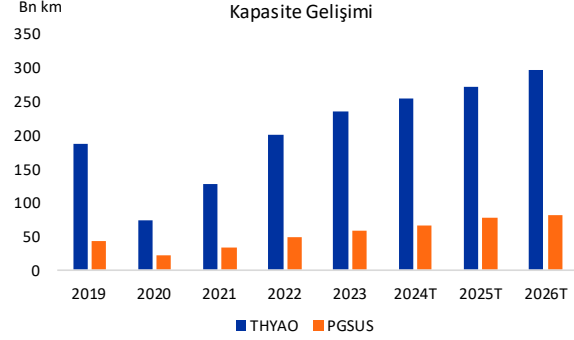
Havacılık

Fiyat ve Oranlar		Ply. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026																			
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺																		
PGSUS	206.40	103,200	300.00	335.00	45	TUT	A	-4.7	-3.1	108	46.3	17		0%		13,898	14,258	150,494	208,590	37,096	52,567	121,257	156,322	8.6	11.1	1.2	1.1	7.5	6.7	14%	10%	4%	3%																	
TAVHL	260.25	94,544	412.00	391.50	58	AL	A	8.44	10.2	15.6	49.2	70	7%	17%	3%	3,952	6,229	81,051	111,738	24,805	34,588	88,257	108,007	27.8	23.2	1.5	1.4	7.2	6.6	5%	6%	2%	2%																	
THYAO	290.00	400,200	580.00	568.12	100	AL	A	-7.9	-6.5	270	50.6	31	2%	7%	0%	95,601	113,830	951,835	1,265,911	154,449	197,359	941,644	1,230,655	3.9	4.0	0.4	0.4	4.5	4.3	12%	11%	6%	5%																	
Havayolu Hizmetleri																																																		
																																	</																	

- **Kapasite büyümeleri:** Türk Hava Yolları ve Pegasus Hava Yolları, 1Y25'de yıllık bazda sırasıyla %6 ve %16 kapasite büyümesi elde etti. Uçak teslimatlarındaki gecikmeler ve GTF motor sorunları nedeniyle yere indirilen uçaklar (yaklaşık 35 uçak) THY'nin 1Y25'deki kapasite büyümesini sınırladı. 2025 yılında THY'nin %7-%8 ve Pegasus Hava Yolları'nın %14-%16 kapasite büyüme hedefleri, THY için 2025'in ikinci yarısında kapasite büyümesinin hızlandığını gösteriyor. THY ve PGSUS için 2026'da 2025'e kıyasla sırasıyla %9 ve %6 kapasite büyümesi öngörüyoruz. Büyüme tahminlerimizin arkasında, THY için 50'nin üzerinde, Pegasus için ise 8'in üzerinde planlanan uçak teslimatı yatıyor.
- **Yolcu trafiği artışı:** Şirket beklentileri doğrultusunda, 2025 yılında THY'nin yıllık bazda %7 artışla (9A25 : %6.6) 91 milyon yolcu sayısına ulaşacağını öngörüyoruz. THY hem yolcu trafiği hem de birim gelir açısından Uzak Doğu, Güney ve Orta Amerika ve Afrika'nın güçlü performansından memnun olmakla beraber tarifelerin olumsuz etkisi ve göçmenlik politikasındaki değişiklikler nedeniyle Kuzey Amerika pazarı zorlayıcı görüyor. THY, 2025'in üçüncü çeyreğinin başlarında ek iniş hakları elde ettiği Çin'e ek kapasite eklemeyi planlıyor. Pegasus Havayolları'nın ise 2025'de bir önceki yıla benzer yolcu doluluk oranı beklentisi sebebiyle yolcu trafiğinin kapasite büyümesine paralel %14-%16 artacağını öngörüyoruz.
- **Birim gelirler:** Türk Hava Yolları, 2025'de genel yolcu birim gelirlerinin yıllık bazda değişiklik göstermemesini beklerken, bölgesel bazda farklılık olabileceğinin altını çiziyor. 1Y25'de arz edilen kapasite başına birim gelirler (RASK) ve yolcu birim gelirleri sırasıyla %0,3 ve %1 düştü. Uzak Doğu, Afrika ve iç hatlardaki yolcu birim gelirlerinin Kuzey Amerika ve Avrupa pazarlarındaki zayıf yolcu birim gelirlerini dengelemesi bekleniyor. Ayrıca, güçlü talep sayesinde business segmentinin ekonomi segmentine göre üstün getiri performansı, THY'nin gelir üretimini dengeliyor. THY Yönetimi, rekabet baskısının devam etmesine rağmen sektör genelindeki arz kısıtlamaları nedeniyle yolcu birim gelirlerinin istikrarlı kalacağına inanıyor. Pegasus Hava Yolları, zorlu makro ve jeopolitik ortamın yanı sıra yatay seyretmesini beklediği yolcu doluluk oranı etkisiyle 2025 yılı için RASK'ta "orta tek haneli düşüş" öngörüyor. Diğer taraftan, Pegasus Hava Yolları 2025'de yan hizmet/yolcu gelirlerinde "düşük tek haneli artış" öngörüyor. Pegasus Hava Yolları'nın RASK öngörüsü, 2025 yılının ilk yarısındaki yatay seyreden RASK (sadece %1) artışı göz önüne alındığında, 2025 yılının ikinci yarısında daha zayıf RASK performansına işaret ediyor.
- **Brent fiyatı:** Havayolları, yıl boyunca düşük Brent fiyatlarından fayda sağladı. Nitekim, her iki havayolunun da yakıt CASK'ı (arz edilen kapasite başına yakıt gideri) 1Y25'de 1Y24'e göre %16-17 oranında düştü. 2025 yılı için Brent fiyatının 70 ABD doları seviyelerinde olacağını öngörüyoruz. THY, 2025 ve 2026 yılları için yakıt tüketiminin sırasıyla %50'sini ve %10'unu, 67 ABD doları Brent fiyatıyla koruma (hedge) altına aldı. Pegasus Havayolları ise 2025 yılı için 68-77 ABD doları ve 2026 yılı için 65-71 ABD doları Brent fiyatıyla yakıt tüketiminin sırasıyla %62'sini ve %50'sini koruma altına (hedge) aldı.

- **Birim giderler:** Türk Hava Yolları ve Pegasus Hava Yolları, esas olarak yüksek enflasyon ve TL'deki reel değer artışı nedeniyle, 1Y25'de 1Y24'e kıyasla sırasıyla %8 ve %14 yakıt hariç CASK artışı kaydetti. 1Y25'de yakıt hariç CASK'ı etkileyen başlıca kalemler, artan personel, bakım ve ikram giderleri oldu. Enflasyondaki düşüş eğiliminin, TL'deki göreceli değer kaybının ve 2024'ün ikinci yarısındaki yüksek bazın, 2025'in ikinci yarısında yakıt hariç CASK'daki artışı sınırlaması bekleniyor. Nitekim THY ve Pegasus Hava Yolları, 2025 için yakıt hariç CASK'da "orta tek haneli artış" ve "düşük tek haneli artış" öngörüyor.
- **Kargo hacimleri :** Türk Hava Yolları'nın kargo hacimleri, 2Ç25'de ticaret ve tarifelerden olumsuz etkilendi. Havayolunun kargo hacmi, 1Y25'deki %3 sınırlı artışın ardından 3Ç25'de %24 büyümeye elde etti. Ticaret gerginliklerinin yanı sıra, yeni gemi teslimatları yoluyla arz artışı ve Kızıldeniz'in açılma ihtimali, yılın geri kalanında kargo getirileri üzerinde baskı oluşturmaya devam edecek.
- **THYAO.IS :** THY'nin 2025 yılında konsolide gelirinin yıllık %6 artışla 24,05 milyar ABD dolara ulaşacağını öngörüyoruz. Şirketin tanımı FAVKÖK rakamının ise yıllık %7 düşüşle 5,35 milyar ABD dolara gerileyeceğini hesaplıyoruz. FAVKÖK marjını ise 2024'teki %25,3'den 2025'de THY'nin 22%-25% beklentisiyle uyumlu %22,2'e gerileyeceğini öngörüyoruz. Uçak üretim darboğazlarının devamı beklentisi ve eski uçakların kullanımının artmasıyla uçak bakım talebinin artması nedeniyle, THY Teknik A.Ş.'nin 2Y25'da da 1Y25 gibi güçlü gelir üretimine devam etmesi bekleniyor. İstanbul Havalimanı'nda bölgesel bir motor bakım merkezi kurmak için Rolls Royce ile imzalanan anlaşma, THY Teknik A.Ş.'nin orta vadede bölgesel bir MRO lideri konumunu destekleyecek. Yeni bakım merkezi, THY'nin maliyet tabanını optimize edecek, rekabet gücünü artıracak ve potansiyel bir üçüncü taraf gelir akışı sağlayacak. 2027 yılında faaliyete geçmesiyle birlikte, 2027-2033 yılları arasında THY Teknik A.Ş.'nin gelirlerine yaklaşık 1,5 milyar ABD doları katkıda bulunması ve yılda 200 motor bakımı gerçekleştirmesi bekleniyor (THY Teknik A.Ş.'nin gelirlerini yıllık yaklaşık %30 oranında artıracak). 1 yıllık ileriye dönük hedef 6.5x FAVÖK çarpanı ile değerlediğimiz THYAO için hisse başına 580TL hedef fiyatımızla yüksek getiri potansiyeli nedeniyle AL tavsiyemizi koruyoruz.
- **PGSUS.IS :** Pegasus Havayolları'nın beklentilerini hesaplamalarımıza dahil ettiğimizde, 2025 yılı için havayolunun toplam gelirini 3,4 milyar Avro (%10 yıllık artış) ve FAVÖK rakamını 845 milyon Avro (%5 yıllık düşüş) hesaplıyoruz. Bu rakamlar, 2025'in ikinci yarısında 2024'ün ikinci yarısına kıyasla %5'lik bir ciro artışı ve FAVÖK'te %10luk bir düşüş anlamına geliyor. 1 yıllık ileriye dönük hedef 6.0x FAVÖK çarpanı ile değerlediğimiz PGSUS için hisse başına 300TL hedef fiyatımız ile TUT tavsiyemizi yineliyoruz.
- **TAVHL.IS :** TAV Havalimanları, fiyat artışları, Almatı Havalimanı'ndaki yeni ticari alanlar ve Antalya Havalimanı'ndaki yeni ikram operasyonlarının etkisiyle 9A25'de avro bazında %13 gelir büyümesi ve %14 FAVÖK büyümesi elde etti. Şirket 9A24'deki 185 milyon avroya kıyasla, 9A25'da güçlü FAVÖK üretimine rağmen, esas olarak daha yüksek ertelenmiş vergi, gayri nakdi finansman giderleri ve amortisman giderleri nedeniyle 75 milyon avro net kar rakamı açıkladı. TAV'ın toplam dış hat yolcu trafiğinin, 2025'de Türkiye'nin rakip turizm bölgelerine kıyasla daha yüksek fiyatlı tatil paketleri sunması sonucu beklenenden zayıf seyreden turizm yaz sezonu nedeniyle %4 artarak 73 milyona (TAV beklenti: 75-83 milyon) ulaşmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, havayollarının son dönemde kapasitelerini iç hatlara kaydırmasıyla yılın geri kalanında dış hat yolcu trafiğindeki kayıp hafifletilebilir. Bu nedenle, TAV Havalimanları'nın toplam yolcu trafiğinin 2025'de yıllık %5 artışla 111 milyona ulaşacağını (TAV beklenti : 110-120 milyon) öngörüyoruz. Şirketin 2025 yılında yıllık %11 artışla 1,85 milyar avro konsolide gelir ve yıllık %15 artışla 565 milyon avro FAVÖK elde edeceğini öngörüyoruz. Ertelenmiş vergi zararları ve nakit dışı finansman ve amortisman giderleri, yılın geri kalanında net kâr üzerinde baskı oluşturmaya devam edecek. Bu nedenle, 2025 yılı için 90 milyon avroluk net kâr tahminimiz, 2024 yılındaki 183 milyon avroya kıyasla daralmaya işaret ediyor. 2027'de sona erecek olan Gürcistan Havalimanı sözleşmesinin yenilenmesinin veya uzatılmasının hisse senedinin performansını etkileyecek en büyük katalizör olacağını düşünüyoruz. TAV'ın, Gürcistan Hükümeti ile Tiflis Uluslararası Havalimanı'nın kapasitesini yıllık yaklaşık 7 milyon yolcudan 10 milyon yolcuya arttırmak ve mevcutta Ocak 2027'de sona eren işletme imtiyazını en az 2031 yılına kadar uzatmak için 150 milyon ABD doları yatırım için görüşmelere başladığını hatırlatmak isteriz. Nihai kararın 4Ç25'de açıklanacağını tahmin ediyoruz.

Havacılık



Otomotiv ve Traktör

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.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
DOAS	178.20	39,204	237.45	242.73	33	TUT	A	1.31	2.95	9.79	39.5	16	12%	59%	17%	4,575	5,002	250,208	259,932	13,879	13,610	71,827	72,442	9.0	8.2	0.6	0.6	4.4	4.5	6%	7%	3%	4%
FROTO	96.3	337,751	153.80	157.79	60	AL	A	-2.8	-1.3	35.6	17.7	38	6%	60%	13%	30,647	32,499	830,923	830,858	51,735	52,278	157,506	159,303	11.6	10.9	2.2	2.2	8.7	8.6	20%	21%	7%	8%
TOASO	262.50	131,250	485.00	470.00	85	AL	A	1.25	2.89	32.8	24.1	24	8%	73%	6%	6,166	15,592	323,090	395,139	10,215	18,176	63,140	73,354	22.3	8.8	2.2	1.9	15.5	8.7	10%	23%	4%	7%
TTRAK	546.00	54,637	675.00		24	TUT		-4.3	-2.7	3.27	24.9	29	7%	78%	6%	1,243	1,191	54,570	56,595	5,548	5,984	18,079	16,108	-	-	3.2	3.6	12.4	11.5	6%	7%	3%	3%

Otomotiv

11.6 8.8 2.2 1.9 8.7 8.6 10% 21% 4% 7%

- Yurtiçi otomotiv pazarı:** Yurtiçi hafif araç satışları, Eylül ayında yıllık %26 artışla 110 bin araçlık rekor seviyeye ulaşırken ve 9A25 rakamını yıllık %9 artışla 928 bin araca taşıdı. Eylül ayındaki hafif araç satışları, on yıllık tarihi ortalamanın %67 üzerinde gerçekleşti. Otomotiv markalarının agresif satış kampanyaları, hızlanan filo satışları ve vergi rejimindeki son revizyonun ardından ÖTV'deki düşüş sayesinde yerli üretim araçların artan rekabet avantajı, Eylül ayında yurtiçi satışlardaki büyümenin ana itici güçleri olarak görüyoruz. Elektrikli araç satışlarındaki büyüme hızı ÖTV oranlarındaki artış (vergi rejiminde hala rekabet avantajına sahip) ve arzdaki düşüş nedeniyle Eylül ayında ivme kaybetse de, elektrikli araçların yurtiçi binek otomobil satışlarındaki payı, 9A24'deki %9 seviyesinden 9A25'de %18'e yükseldi. Yurt içi hafif araç satışlarındaki ithalat payı, son on yılın ortalaması olan %62,5'in üzerinde, 9A25'de %72,3 seviyesinde gerçekleşti. Çinli markaların binek araç pazarındaki payı 2024'deki %9.9'dan 9A25'de %9.6'a geriledi. Çinli markalarda BYD ise payını önemli ölçüde artırıyor. Yurt içi hafif araç pazarının 2025 yılında yıllık %7 artışla 1,32 milyon adede ulaşmasını öngörüyoruz. Yurt içi araç satışlarındaki kârlılığın, satış kampanyaları ve indirimlerin yanı sıra filo satışlarındaki artan pay nedeniyle yılın geri kalanında da gerilemeye devam ederek pandemi öncesi seviyelere yaklaşmasını bekliyoruz. Faiz oranlarındaki düşüş ve hızlanan filo satışlarının etkisiyle 2026 yılında yurt içi hafif araç pazarında "düşük-orta tek haneli" büyüme öngörüyoruz. Ancak, filo satışlarındaki artan pay, kâr marjlarında düşüşün devamına neden olabilir.
- İhracat performansı.** Otomotiv sanayiinin toplam ihracat hacmi, Eylül ayında binek otomobil ihracatındaki zayıf performansın etkisiyle yıllık bazda %3 düşüşle 87 bin araca geriledi. Ocak-Eylül döneminde ihracat hacmi, yıllık bazda %6 artışla 770 bin araca ulaştı. Ford Otosan'ın ihracat hacmi, VW ve FMC arasındaki anlaşma kapsamında 150 binlik ek 1 tonluk ticari araç kapasitesinin katkısıyla 9A25'de %22 artarak 293 bin araca ulaşırken, Tofaş Fabrika'nın ihracat hacmi, eskiyen Agea modeli nedeniyle görece sınırlı %8 büyüyerek 31 bin araca ulaştı.
- Avrupa pazarı.** AB binek otomobil satışları Eylül ayında %10 artarken yılbaşından bu yana olan kümülatif satış rakamını bir önceki senenin benzer seviyelerine taşıdı. Elektrikli araçlar, 9A24'deki %13.1'lik pazar payına kıyasla 9A25'de %16.1 pazar payı elde etti. 1Y25'de, AB menşeli üreticiler AB binek otomobil pazarının %74'ünü tedarik ederken, Çin menşeli otomobiller AB satışlarının %6'sını oluşturdu. Bu durum, hem Çin markalarının artan rekabet gücünü hem de ithalatın artan rolünü vurguladı. 1Y25'de daha sıkı CO2 hedefleri, yüksek enerji maliyetleri ve tarifeler nedeniyle Avrupa araç üretimi %2,6 azalırken, Çin'in üretimi politika desteği ve ihracat kazanımları sayesinde %12,3 arttı. Çin'den AB'ye binek otomobil ithalatı artarken, AB'den Çin'e binek otomobil ihracatı 1Y25'de %42 oranında keskin bir düşüş yaşadı. 9A25'de van ve kamyon satışları sırasıyla %8 ve %10 daralırken, ve otobüs satışları %4 artış gösterdi. Almanya ve Fransa ticari araçlarda 9A25'de en fazla daralma yaşanan pazarlar oldu.

*UMS 29 uygulayan şirketlerin 2026 verileri 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden gösterilmiştir, Çarpan hesaplamaları ABD doları bazlı yapılmıştır

Ford Otosan (FROTO.TI) :

- Ford Otosan'ın yurt içi satış hacminin 2025 yılında yıllık %4 düşüşle 110 bin adet ve uluslararası (Türkiye + Romanya) satış hacminin ise yıllık %12 artışla 610 bin adete ulaşacağını tahmin ediyoruz. Uluslararası satış hacmindeki güçlü büyüme, esas olarak Volkswagen ve FMC anlaşması kapsamında üretilen 1 tonluk ticari araç üretimi için eklenen 150 bin adetlik yeni kapasitenin katkısıyla desteklenmekte. 2025 için 720 bin adetlik toplam satış hacmi tahminimiz 2024 yılına kıyasla yıllık %9 büyümeye işaret ederken, 695 bin adetlik üretim hacim beklentimiz %74 KKO'na tekabül etmekte. Ford Otosan'ın 2024 yılına kıyasla 2025 yılında reel olarak %6 ciro artışı ancak %2 FAVÖK düşüşü elde edeceğini hesaplıyoruz.
- Ford Otosan, Olağanüstü Genel Kurulu'na 21,23 milyar TL brüt temettü (hisse başına 6,05 TL) dağıtmayı teklif edeceğini duyurdu. Temettü tutarı %6,3 temettü getirisine işaret ediyor. Dağıtım tarihi 5 Aralık olarak teklif edilecek.
- 2026 yılında Ford Otosan'ın toplam satış hacminin yıllık bazda %3 artışla 739 bin adede ulaşmasını öngörüyoruz. Öte yandan, 2026 yılında ciro ve FAVÖK rakamlarının 2025'e benzer seviyelerde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Yüksek KKO, Avrupa ticari araç pazarındaki güçlü performansı, cömert temettü ödemesi, sağlıklı bilançosu ve istikrarlı nakit akışları göz önüne alındığında, FROTO hisseleri için 153.80 TL'lik hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

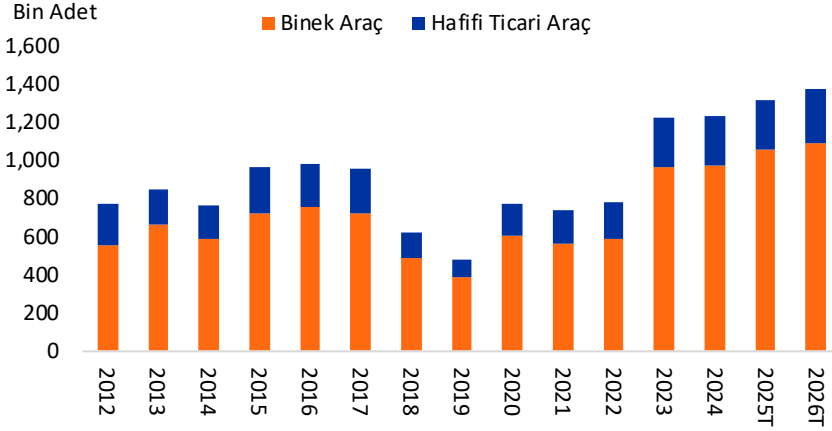
Tofaş Fabrika (TOASO.TI):

- 2025 yılının son sekiz ayında PSA markalarının (~160 bin adet) katkısı sayesinde Tofaş Fabrika'nın toplam satış hacminin 2025 yılında iki kat artışla 345 bin adede ulaşacağını öngörüyoruz (Stellantis Türkiye satın alımı Nisan sonunda gerçekleşti). 9A25'da ulaşılan 31 bin adetlik zayıf ihracat performansını göz önünde bulundurduğumuzda, şirket için 2025 tüm yılda 50 bin adetlik ihracat hacmi beklentimiz bulunuyor. Tofaş Fabrika, 2Y25'de yeni hafif ticari araç modeli KO'nın yeni varyantların piyasaya sürülmesi sayesinde üretiminin hızlanmasını bekliyor. Tofaş'ın 2025 yılında 144 bin araç üreteceğini ve yaklaşık %36'lık bir KKO'na ulaşacağını hesaplıyoruz. Stellantis Türkiye operasyonlarının konsolidasyonu sayesinde, Tofaş'ın gelirlerinin 2025 yılında reel olarak iki katından biraz üzerinde artacağını tahmin ediyoruz. Tofaş, yeni modellerin devreye girmesiyle KKO'daki iyileşme ve Stellantis Türkiye operasyonlarının birleşmesiyle bağlantılı olarak satın alma, lojistik ve genel yönetim giderleri gibi maliyet sinerjileri ile ikinci el araç satışları gibi ek gelir kaynakları sayesinde, 2025 yılı için yaklaşık %3 ve 2028 yılı için %5-7'lik bir VÖK marjı hedefliyor. Ancak 2025'de iç pazardaki sert rekabet koşullarını göz önünde bulundurduğumuzda biz muhafazakar tahminle şirketin VÖK marjını %1.7 olarak tahmin ediyoruz.
- Tofaş'ın geçtiğimiz Nisan ayında, yıllık 150 bin adet üretim kapasiteli (üretimin %80'i Türkiye pazarına tahsis edilmiş) ve toplam 256 milyon avro yatırım ile "K9" adlı yeni bir hafif ticari araç projesi duyurduğu hatırlatmak isteriz. "K9" modelinin üretimine 3Ç26'de başlanması bekleniyor. Şirketin 4Ç24'de üretimi başlayan yıllık 125 bin adet üretim kapasitesine sahip "KO" hafif ticari araç projesinin mevcut üretimi devam ediyor. Açıklanan iki hafif ticari araç projesiyle Tofaş, 2027 yılında ihracat hacmini 200 bin-220 bin adede çıkarmayı hedefliyor. Tofaş Yönetimi, önümüzdeki aylarda detaylarını duymayı beklediğimiz Agea ile değiştirilecek yeni bir binek araç modelinin de katkısıyla, 2028 yılında 600 bin adedin üzerinde toplam satış hacmiyle tam kapasite kullanımına ulaşmayı hedefliyor. Yakın zamanda şirket Agea binek araç üretimin 6 ay uzatılmasıyla Haziran 2026 sonuna kadar üretiminin devam edeceğini duyurdu.
- Agea'nın 6 aylık üretim süre uzatımını da dahil ederek, 2026'da Stellantis Türkiye operasyonlarının tüm yıl konsolidasyonu ve 4Ç26'de devreye girecek yeni K9 modelinin katkısıyla şirketin toplam satış hacminde %28 büyüme öngörüyoruz. 2026 yılında KKO'nun % 44'e ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2026'da şirket reel bazda sırasıyla %22 ve ~ %75 ciro ve FAVÖK büyümesi elde etmesini bekliyoruz. KKO'nun 2027'de %74'e, 2028'de ise %97'ye ulaşacağını öngörüyoruz.
- TOASO.IS, orta – uzun vadede satış hacmi büyümesi, KKO'da iyileşme ve kârlılıktaki önemli artışı göz önüne alındığında otomotiv hisseleri içerisindeki favori seçimimiz. TOASO hisseleri için 485 TL'lik hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

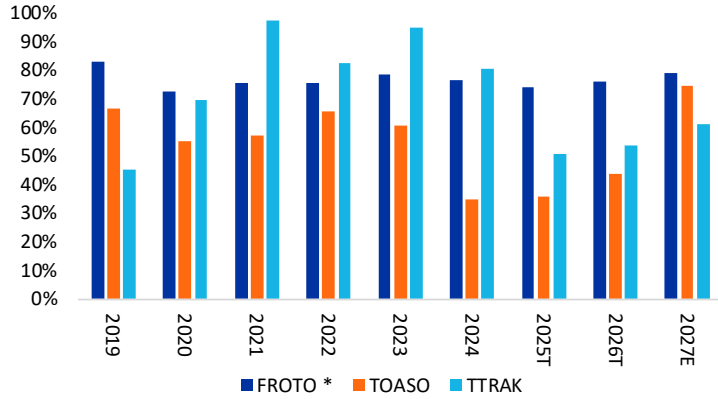
- **Doğuş Otomotiv (DOAS.TI)** : Doğuş Otomotiv, 9A25'te yurt içi hafif araç pazarında 108 bin araçlık (Skoda hariç - 103 bin) toptan satış hacmine ulaşarak yıllık bazda 0,1 puan artışla %14,3 pazar payı elde etti. Şirket, 9A25 itibarıyla yurt içi elektrikli araç pazarında %5,0'lik bir pazar payına sahip. Şirketin 1,1 milyon araçlık beklentisinin üzerinde ağır ticari araçlar dahil toplam 1,36 milyon araçlık bir iç pazar büyüklüğü varsayımımızla, Doğuş Otomotiv'in 2025 yılı için şirketin +130 bin araçlık beklentisinin üzerinde 2024'e kıyasla %3 artışla 150 bin araçlık (Skoda hariç) toplam toptan satış hacmine ulaşacağını öngörüyoruz. 2025 yılında 2024'e kıyasla konsolide satış gelirlerinde yıllık %4 büyüme ve FAVÖK marjında 2.2 yüzde puanlık erozyon öngörüyoruz. Filo satışlarındaki beklenen artış ve iç pazardaki yoğun rekabet nedeniyle 2026 yılında %4 hacim satış hacmi büyümesi ve FAVÖK marjında 0,3 yüzde puanlık düşüş beklentimiz bulunuyor. Kar marjlarının pandemi öncesi yıllara dönmesi ve 5,7 milyar TL'lik yatırım harcaması beklentisi göz önüne alındığında, 2021-2024 döneminin aksine 2025 yılı için herhangi bir ek temettü ödemesi öngörmüyoruz. Şirketin net borç pozisyonunun, 2024 sonu itibarıyla 3,1 milyar TL seviyesinden, 1Y25 sonunda 19,7 milyar TL'ye yükseldi. DOAS hisseleri için TUT tavsiyemizi koruyoruz.
- **Türk Traktör (TTRAK.TI)** : 3Ç25'de daralmanın %50'yi aşmasıyla birlikte, yurt içi traktör pazarı 9A25'de yaklaşık %36 düşüşle 30 bin adede geriledi. Yurt içi pazardaki zayıf talep nedeniyle, Türk Traktör, Eylül – Ekim aylarında dokuzar günlük üretim kesintisi planladığını hatırlatmak isteriz. Yağışların azlığı, hava koşullarının değişkenliği, yüksek borçlanma oranları ve krediye erişimdeki zorluklar ile pandemi döneminde düşük kredi faiz oranlarının da etkisiyle artan iç talep nedeniyle yüksek baz 2025 yılında zayıf seyreden yurtiçi traktör talebinin arkasındaki başlıca nedenler olarak öne çıkıyor. Ziraat Bankası'nın yerli traktör alımına yönelik %50 faiz teşviki devam etmesine rağmen, Ziraat Bankası'ndan kredi kullanımı 2023'teki %69'dan 2024'teki %19,4'ten 9A25'de %15,7'ye sert bir düşüş gösterdi. Öte yandan, Türk Traktör Finans'ın kredi kullanımı da 2024'teki %51,5'ten (2023'te %3,2) 9A25'de %17,9'a geriledi. 2025 yılı için yıllık %40 düşüşle 38 bin adetlik (Türk Traktör 2025 pazar tahmini: 38 bin - 42 bin adet) yurtiçi traktör pazarı öngörümüz bulunuyor. 2026 yılında ise, borçlanma oranlarındaki beklenen düşüşün etkisiyle %5 pazar büyümesi öngörüyoruz.
- 2025 yılı için şirketin 25.5 -29 bin adetlik toplam satış hacmin (yurtiçi 15.5 – 17 bin + ihracat 10 -12 bin) beklentisine benzer %37 düşüşle 26,6 bin adete (yurtiçi: 16.3 bin (-%48 yıllık) ve ihracat: 11 bin (-%11 yıllık) gerileyeceğini öngörüyoruz.
- 2025 yılında Türk Traktör'ün toptan iç pazar payında yaklaşık 6 yüzde puanlık bir düşüş öngörüyoruz. 2024 yılına kıyasla 2025 yılında reel olarak net satış geliri ve FAVÖK'te sırasıyla %38 ve %57'lik düşüş tahmin ediyoruz. 2025'in son çeyreğinde de yurt içi satışlardaki payın düşmesi, zayıf KKO ve zorlu iç pazar koşullarının 9A25'dakine benzer kar marjında bozulmaya yol açmasını bekliyoruz. 2026 yılında ise yurtiçi traktör pazarındaki %5 büyüme beklentimizle şirketin net satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında sırasıyla %4 ve %8 artış öngörüyoruz.
- TTRAK için hisse başına 675 TL hedef fiyatımız ile TUT tavsiyesinde bulunuyoruz.

Otomotiv ve Traktör

Yurtiçi hafif araç pazarının 2025'de %7 büyüyeceğini öngörüyoruz

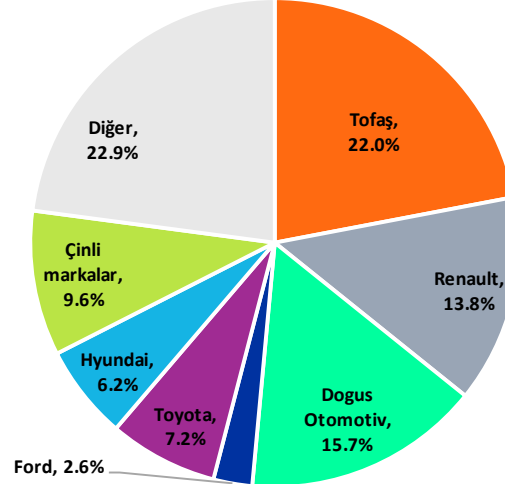


Tofaş'ın KKO'nun yeni model yatırımlarıyla artması bekleniyor

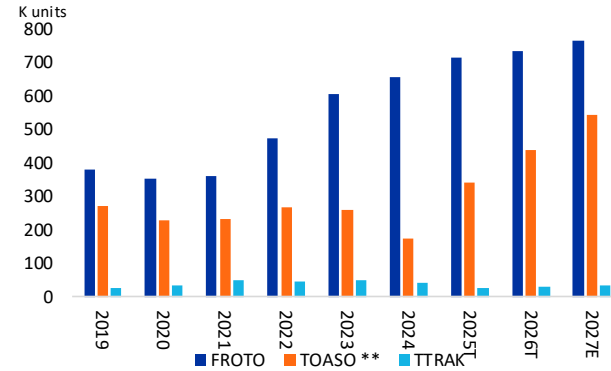


* 2023'den itibaren Romanya ve Türkiye'deki toplam kapasite

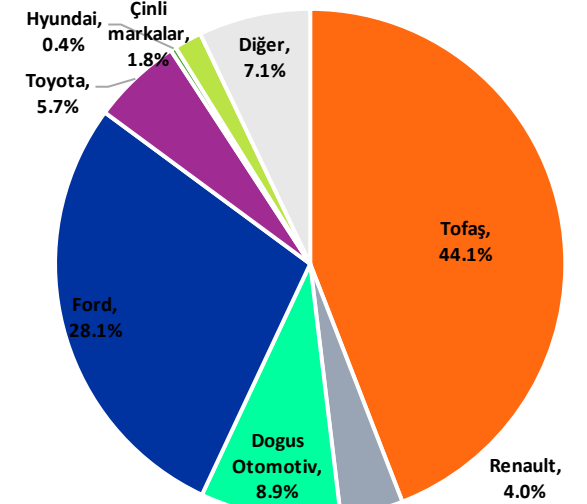
Stellantis birleşmesi sonrası binek araç segmenti lideri Tofaş



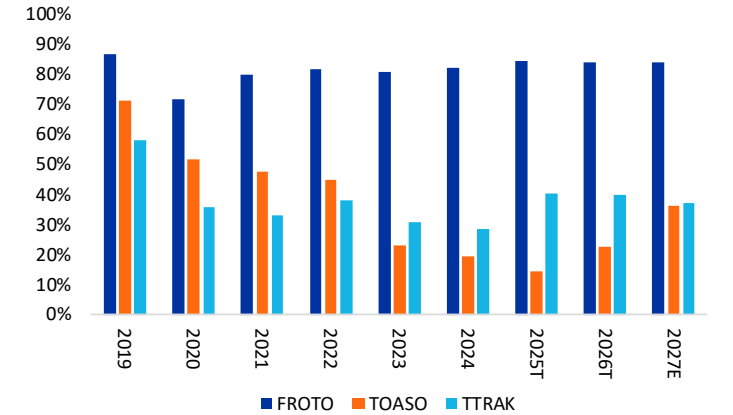
PSA birleşmesi ve yeni modellerin katkısıyla Tofaş'ın satış adetlerinde büyüme



Hafifi ticari araç segmentinde Ford ve Tofaş en büyük iki oyuncu



Toplam satış hacminde ihracat payı en yüksek Ford Otosan



Bankalar

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.				Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Hisse	Fiyat ₺													Tem.V	Kar ₺		Mevduat ₺		Net Faiz G. ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		PD/Net Faiz Geliri		ROE		Aktif Karlılığı		
AKBNK	59.50	309,400	96.00	80.00	61	AL	A	-5.1	-3.6	168	53.7	47	4%	13%	3%	67,363	110,673	2,039,797	2,428,052	110,421	192,787	301,356	401,925	4.6	2.8	1.0	0.8	2.8	1.6	25%	31%	2%	3%
ALBRK	7.98	19,950	12.00	9.83	50	AL	A	-3.5	-2	4.08	40.3	24	3%	10%	8%	13,051	16,135	230,044	301,629		26,069	47,706	1.5	1.2	0.8	0.4			59%	44%	3%	3%	
GARAN	130.00	546,000	205.00	160.00	58	AL	A	-7	-5.5	102	14	8	4%	14%	3%	119,898	170,055	2,685,308	2,969,299	164,168	234,633	446,289	598,360	4.6	3.2	1.2	0.9	3.3	2.3	31%	33%	4%	4%
HALKB	26.42	189,822	33.00	22.00	25	TUT	A	0.3	1.92	36	8.5	1		0%	37,397	46,704	2,989,520	3,668,220	105,679	117,012	189,962	236,666	5.1	4.1	1.0	0.8	1.8	1.6	22%	22%	1%	1%	
ISCTR	12.45	311,250				Ö.Y		-12	-11	159	32.3	28	4%	11%																			
TSKB	12.69	35,532	22.00	18.70	73	AL	A	-5	-3.5	8.01	41.2	27	2%	10%	5%	12,091	18,563			14,671	21,139	43,049	59,799	2.9	1.9	0.8	0.6			32%	36%	4%	5%
VAKBN	23.98	237,784	43.00	37.00	79	AL	A	-6.3	-4.8	22	7.39	3		0%	58,322	76,306	3,351,988	4,289,903	142,522	236,743	333,038	409,343	4.1	3.1	0.7	0.6	1.7	1.0	21%	21%	1%	1%	
YKBNK	32.10	271,150	45.00	35.00	40	AL	A	-5.4	-3.9	148	38.7	32	4%	12%	3%	56,840	103,087	1,772,072	2,628,629	143,264	253,331	255,784	350,345	4.8	2.6	1.1	0.8	1.9	1.1	25%	34%	2%	3%
Bankacılık																								4.6	2.8	1.0	0.8	1.9	1.6	25%	33%	2.3%	3.0%

Bankalar: Parasal gevşemenin gecikmesi geçici olarak olumsuzluk yarattı

- Mart sonunda yaşanan yüksek oynaklık nedeniyle makro normalleşmenin bir süre daha geciktiği bir dönemden geçiyoruz. Piyasalarda yaşanan şok karşısında Merkez Bankası doğru araçları kullanarak parasal sıkılaşmanın dozunu arttırdı. Bu önlemlerden en etkilisi faiz arttırımı olurken bunun bankalarımızın beklenen marj artış beklentilerini de ötelediğini görüyoruz. Merkez Bankası faizleri arttırırken, kuru dengelemek amacıyla da rezervlerinden bir miktar döviz de satmış durumda. Sonuçta, geminin normalleşme rotasına geri döndüğünü söyleyebiliriz. Olası sonuçlardan birisi de bankaların 2025 için beklenen kar momentum büyümesinin bir miktar düşmesi ve marj genişlemesinin daha az olması ancak bunların ortadan kalkmasından öte önümüzdeki yıllara aktarılması olabilir.
- İlk çeyreğin sonu ve ikinci çeyreğin başındaki faiz arttırmaları bankaların net faiz marjlarını ikinci çeyrekte olumsuz etkiledi. İlk çeyreğe göre 50 baz gerileyen net faiz marjlarının üçüncü çeyrekte yaklaşık 80 baz puan (ikinci çeyreğe göre) artmasını bekliyoruz. Bu gelişmelerden sonra sene başında 300 baz puan üzerinde beklediğimiz marj genişlemesini ortalama olarak 160 baz puana çektik.
- Türk Bankacılık Sektörü devam edecek faiz indirim döngüsü ve kademeli parasal gevşeme göz önüne alınırsa önümüzdeki üç yıl benzer ülkeler arasında en kuvvetli net faiz gelirini arttıran sektörlerden biri olacak.
- Dezenflasyon programının planlama patikasında devam etmesi ve faiz indirimleri bankaların menkul kıymet portföylerinde artış gösteren sabit getirili tahviller kaynaklı trading fırsatlarını arttıracak. Kredi büyüme sınırlamalarının ve sıkı para politikasının devam etmesi bankaları ücret ve komisyon gelir kaynaklarına odaklanmasını sonucunu getirdi. Ücret ve komisyon gelirlerinin bu sene de enflasyonun çok üzerinde büyümesini öngörüyoruz.
- Araştırma kapsamımızdaki bankaların net karları için 2025 yılında %54'lük büyüme öngörüyoruz. Sene başında %77 civarında olan bu oran faiz arttırımı ve parasal gevşeme sürecinin ertelenmesiyle aşağı yönlü revize edildi. Ancak bu revizyon karlılığın düşeceği anlamına gelmiyor. Bu sene düşen kar büyüme ivmesinin önümüzdeki yıllara transfer edileceğini gösteriyor.

Bankalar

- Aktif kalitesindeki normalleşme sürerken, net risk maliyeti gelişim sürecine bakılacak olursa aktif kalite görünümünün beklediğimizden daha iyi şekillendiğini görüyoruz. Sene başında 200 baz puanın üzerinde tahmin ettiğimiz net risk maliyeti ortalaması, ilk yarı sonuçlarından sonra bu seviyelerin altında bir gelişim olacağını ortaya koyuyor.
- Araştırma kapsamındaki bankalarımız için önümüzdeki üç yıl için ortalama % 29 özkaynak karlılığı öngörüyoruz. Bu seviye aynı dönemde beklenen ortalama enflasyonun ve sermaye maliyetinin 150-200 baz puan üzerinde yer alıyor. Bu etkiyle bankaların daha yüksek bir PD/DD çarpanıyla işlem görmesini bekleriz.
- Makro ihtiyati tedbirlerde çok tedrici ve yavaş bir gevşeme patikası bekliyoruz. Kredi büyüme sınırları ve yüksek munzamların normal seviyelere geri çekilmesi önümüzdeki yılların karlılığını çok destekleyecek.
- Sıkı para politikası sonucunda ve kredi büyüme sınırlarının olduğu bir ortamda ekonominin yavaşlaması bankaların takip oranlarını da kademeli olarak yukarı itecek. Seviye olarak çok düşük bir düzeyde olan %2.3 takip oranının orta vade de %3-3.5 seviyesine çıkması şaşırtıcı olmaz. Bunun risk maliyetlerine etkisinin ise sınırlı olmasını bekliyoruz. Son iki senedir 100 baz puan ve altında seyreden risk maliyetlerinin bu sene 200 baz puana yakın ancak altında olmasını bekliyoruz.
- Garanti Bankası'nı model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Bankanın güçlü karlılık göstergelerinin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini bekliyoruz. Banka özkaynak karlılığı anlamında kendini ayırtırmaya devam edecektir. Garanti Bankası 2026 tahminlerimize göre 3.1x F/K ve 0.9X PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor.
- Her ne kadar Eylül enflasyon verisi beklentilerin üzerinde gelse de ve önceki faiz indirim beklentilerimizi aşağıya çekmiş olsak da bankalarımız önümüzdeki dönemde parasal gevşemenin etkisiyle önemli bir kar momentumunu elde edecekler. Bugün için hedef fiyatlarımıza göre bankalarda ortalama %52 yukarı potansiyel görüyoruz.

Akbank (AKBNK.IS)

Akbank için 2025 ve 2026 yıllarında %59 ve %64 yıllık kar büyümeleri bekliyoruz. Kardaki bu güçlü momentumun ana dinamiği marjlardaki iyileşmeler olacak. Banka için bu sene 200baz puan civarı net risk maliyeti öngörürken bu rakamın önümüzdeki yıldan başlayarak düşüşe geçmesini bekliyoruz. Bankanın kısa vadeli TL fonlama yapısı ve güçlü sabit getirili menkul kıymet portföyü faiz indirimleri sürecinde önemli bir gelir artış potansiyeli sunuyor.

Yapı Kredi Bank (YKBNK.IS)

Banka, 2025 yılına göreceli olarak muhafazakâr bir stratejiyle başlarken bunun özellikle aktif kalite gelişiminde banka için fayda sağladığı görüldü. Bankanın marjları bu sene %3'ün hafif altında kalacak ancak 2026 yılında bankanın marjının 200 baz puan yükseleceğini öngörüyoruz. Özellikle bireysel mevduat alanında kazanılan piyasa paylarının fonlama maliyetleri için orta ve uzun vadede bankaya olumlu bir avantaj yaratacağını düşünüyoruz.

Bankalar

Vakıfbank (VAKBN.IS)

Vakıfbank'ın marjlarının özellikle düşük getirili aktiflerin vadelerinin dolması ve kısa vadeli TL fonlamanın ağırlığının yüksek oluşu nedeniyle faizlerin düşeceği bir ortamda iyileşmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Vakıfbank, TÜFEX portföyünü yılın başından beri düşük enflasyon varsayımlarıyla fiyatlıyor. Son çeyrekte bu portföyden bankanın çok kuvvetli bir gelir yazmasını bekliyoruz. İyileşen ücret ve komisyon gelirleri de bankanın önümüzdeki dönem karlılığını destekleyecek.

Halkbank (HALKB.IS)

Halkbank'ın gelir yapısındaki iyileşme sürecinin devam ettiğini ancak bankanın özellikle marj görünümündeki kalıcı iyileşme için bir miktar daha zamana ihtiyacı bulunuyor. Kredilerin içindeki düşük getirili plasmanların portföyden çıkmaya devam etmesiyle spreadlerdeki iyileşmenin hızlanacağını düşünüyoruz. Banka, ayrıca fonlama yapısını çeşitlendirmeye başladı ayrıca güçlenen ücret ve komisyon gelirleri de karlılığı destekleyecek.

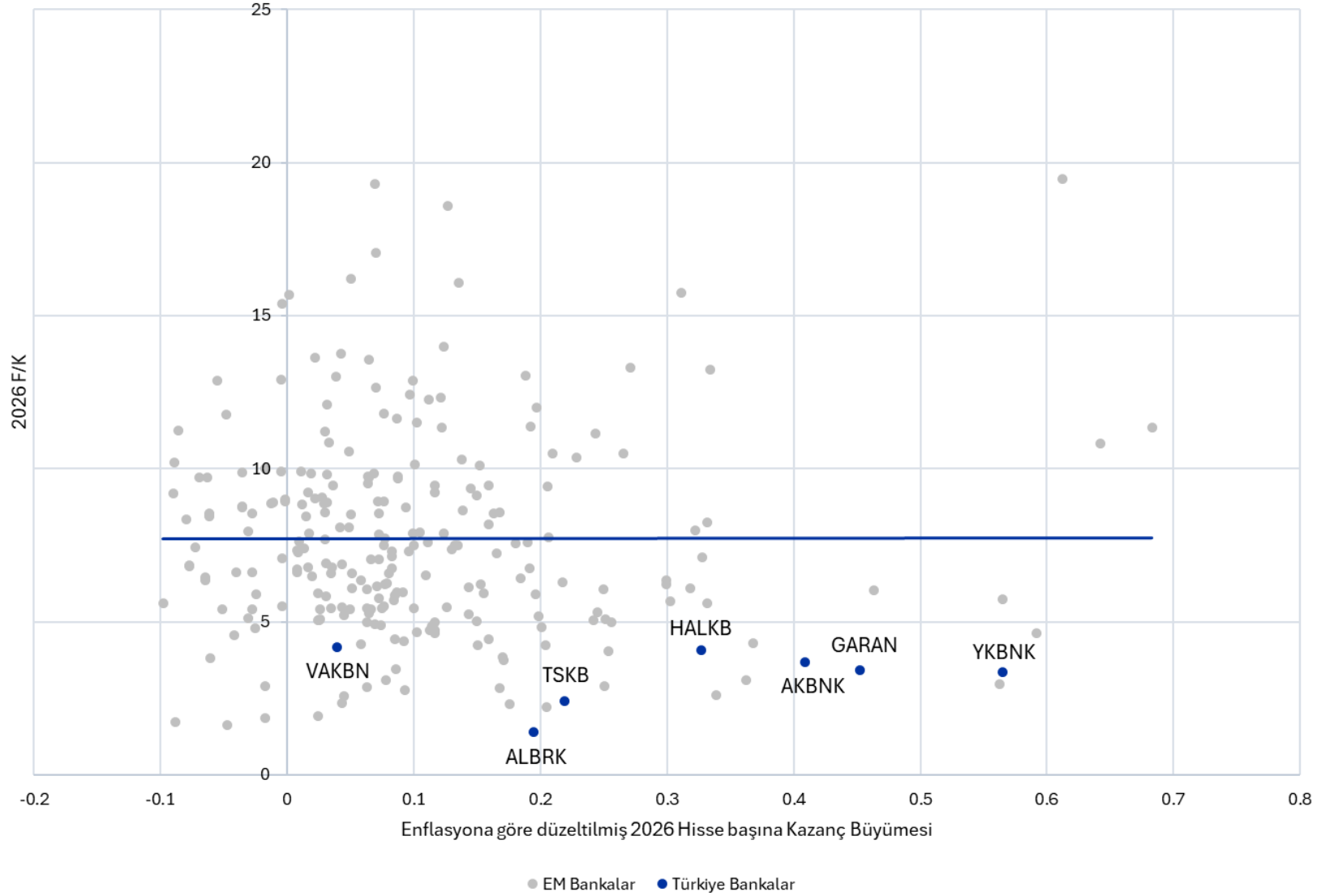
TSKB (TSKB.IS)

TSKB'nin marjlarının önümüzdeki üç yılda %5 civarında seyredeceğini düşünüyoruz. Yüksek spreadli ve büyüyen kredi portföyü yüksek marjlar için en önemli temel taşı oluştururken düşük fonlama maliyetleri de yüksek spreadi destekleyen diğer bir faktör. Banka, ticari bankalar için zorlayıcı olan regülasyon etkisini asgari oranda hissederken yüksek aktif kalitesi ve düşük maliyet tabanı da yüksek kârlılığı destekliyor. Bankanın tahmin döneminde %30 ve üzeri özkaynak karlılığı elde edeceğini öngörüyoruz.

Albaraka (ALBRK.IS)

Banka bu çalkantılı dönemde gelir yapısını önemli derecede düzeltmeyi başardı. Marjlardaki baskıya rağmen, aktif kalite konusundaki önemli performans, ücret ve komisyon tabanının genişlemesi karlılığı arttırıcı faktörler olarak çalıştı. Bankanın gelişen ana faaliyet dışı gelir tabanı da yükselen özkaynak kârlılığını destekliyor. Albaraka için hedef fiyatımızı arttırıyoruz.

Bankalar



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Sigorta

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL P.	1A Rel.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		ROE	
AKGRT	6.95	11,203	11.00	9.50	58	AL	A	13.9	15.8	2.26	28	29	11%	62%	2%	2,478	3,430	7,564	10,773	4.5	3.3	1.5	1.0	39%	37%
ANHYT	98.90	42,527	159.19	165.00	61	AL		9.46	11.2	2.56	15.1	14	7%	45%	6%	6,679	8,515	15,883	22,328	6.4	5.0	2.7	1.9	52%	45%
AGESA	204.00	36,720	294.77		44	AL	Y	10.9	12.7	1.5	19.9	56	4%	30%	3%	4,103	5,963	9,590	14,310	7.3	5.1	3.1	2.1	55%	50%
ANSGR	23.28	46,560	39.20	30.75	68	AL	A	8.68	10.4	5.01	34.7	10	5%	18%	9%	14,966	18,958	44,248	55,279	3.1	2.5	1.1	0.8	40%	38%
TURSG	12.56	125,600	18.25	13.02	45	AL	A	35.3	37.5	6.59	18.9	7	4%	28%	3%	19,454	26,389	44,049	59,117	6.5	4.8	2.9	2.1	53%	51%
Sigorta																				6.4	4.8	2.7	1.9	52%	45%

Sigorta: Sigortacılık teknik marjları güçleniyor

- Elementer sigorta şirketleri, 2025 yılında iskonto oranlarında indirim yapılması nedeniyle yıla teknik karlılıklarda görece daha olumsuz bir tabloyla başladılar. Bilindiği üzere daha düşük iskonto oranı daha yüksek karşılık ayrılmasına neden oluyor. Ayrıca özellikle ilk çeyrekte yaşanan yüksek oynaklık nedeniyle yatırım gelirleri de karlılığı yeterince destekleyemedi. Bunun yanında ilk çeyreğin sonunda yaşanan don, fırtına ve kuraklık etkisiyle de zirai ve diğer alanlarda oluşan zararlarda bilançolara önemli bir yük getirdi. 2025'in ikinci yarısında teknik karlılıklarda ilk yarıya göre iyileşme bekliyoruz. Faiz oranlarındaki göreceli düşüş yatırım gelirlerine gecikmeli etki yapacak.
- Elementer taraftaki prim artışları şu ana kadar kararlı biçimde yıllık enflasyon rakamlarının üzerinde seyrediyor. Bu da sektörün fiyatlama kabiliyetini de ortaya koymakta. Enflasyon üzeri prim üretim eğiliminin devam etmesini bekliyoruz. 2025'in ikinci yarısında hasar frekanslarının bir miktar düşmesi, asgari ücrete herhangi bir yarıyıl zammının olmaması teknik marjları olumlu etkileyecek faktörler olarak ön plana çıkıyor.
- Sıkı para politikası ve prim üretiminin (nakit akışlarının) güçlü seyriyle, sigorta şirketleri yönettiği fonlarda son iki yıldır neredeyse üç haneli büyüme rakamları kaydediyorlar. Faizlerin önümüzdeki aylarda düşecek olması yatırım gelirlerini bir miktar olumsuz etkileyecek ancak özkaynak karlılıklarında önemli bir zayıflık beklemiyoruz. Bunun nedeni ise teknik marjların kuvvetlenmesi ve karlılığın buradan beslenecek olması.
- Hayat ve Emeklilik tarafında prim ve yönetilen fon büyümeleri yıllık enflasyonun üzerinde kalmaya devam ederek özkaynak karlılığının yüksek kalmasına yardımcı oluyor. Hayat tarafında krediye bağlı hayat sigortaları ile döviz bazlı birikim sigortaları büyümeleri sürüklerken, tamamlayıcı emeklilik sigortalarının başlama ihtimalinin artması da emeklilik şirketleri için çok önemli bir katalizör olacak. Yeni sistem devreye girerse yönetilen fonların çok kısa bir sürede iki katına çıkması olası gözüküyor.
- Araştırma kapsamındaki sigorta şirketlerinin 2025 yılında ortalama olarak karlarını %47 oranında artıracığını tahmin ediyoruz. 2026 yılı net kar artış tahminimiz ise %37 düzeyinde. 2024 yılında karlarını %90 civarında arttıran bu şirketlerin orta vadede %40 üzeri özkaynak karlılığına sahip olmalarını bekliyoruz.

Sigorta

Türkiye Sigorta (TURG):

Şirket sektörde %14'lük pazar payıyla liderlik konumu sürdürüyor. Son derece karlı prim üretim kompozisyonu nedeniyle şirketin sigortacılık marjlarının rekabetin önünde seyrettiğini görüyoruz. Burada üç kamu bankası yoluyla desteklenen dağıtım kanal gücü de hem büyümeyi hem de karlılığı çok olumlu şekillendiriyor. Türkiye Sigorta için orta vadede %40 üzeri özkaynak karlılık ve yüksek temettü ödeyen bir şirket profilini sürdürme beklentimiz devam ediyor. Yönetilen fonların büyüklüğü üçüncü çeyrek sonu itibarıyla TL 76 milyarı aştı. Şirket için önümüzdeki beş yıl net kar hedefimizi arttırdık. Bunun sonunda yeni hedef fiyatımız TL 18.25 oldu. Hisse için AL tavsiyemiz sürüyor.

Anadolu Sigorta (ANSGR):

Bu sene ve daha sonrası için özellikle geçmiş yıl ortalamalarına göre marjların çok önemli şekilde düzelmesini bekliyoruz. Bunun yanında hacmi her geçen gün artan yatırım portföyünün genel karlılığa olan katkısı da artarak sürecek. Şirketin bundan sonraki süreçte kombine oranını %110'lar seviyesinden %100-105 bandına çekeceğini öngörüyoruz. Yönetilen fonların büyüklüğü üçüncü çeyrek sonunda TL 72 milyarı aşmış durumda. Anadolu Sigorta için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Anadolu Hayat (ANHYT):

Hayat ve Emeklilik sektörlerinin her ikisinde de Anadolu Hayat lider şirketlerden biri olma durumunu sürdürüyor. Şirket için orta vadede %40 ile %50 arasında değişen bir ortalama özkaynak karlılık tahmin seviyemiz bulunuyor. Şirketin karlılık momentumu bu sene ilk çeyrekte yatırım gelirleri nedeniyle kesilse de yılın geri kalanındaki güçlü performansla yüksek seyretmeye devam edecek. Şirket faiz indirimleri ve kademeli parasal gevşemeden kredi büyümesi ve krediye bağlı primlerin önemli artış potansiyeli ile istifade etmeye devam edecek. Emeklilik tarafında ise TES'in olası devreye girişi şirket için oyun değiştirici olumlu bir gelişme olacaktır. Mevcut durumda TES'e en hazırlıklı şirketlerden biri Anadolu Hayat olarak duruyor.

Aksigorta (AKGRT):

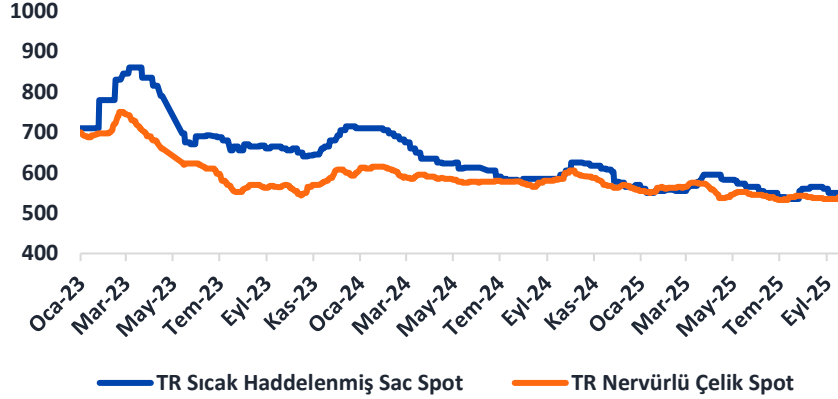
Şirketin yakın dönemde stratejisini değiştirmesini ve prim üretim kompozisyonunda motora bağlı yapıdan motor-dışı segmentlere yönelmesinin ilk meyveleri 2025'in ikinci yarısından itibaren toplanmaya başladı. Şirketin 2026'dan itibaren enflasyon üzeri prim üretim görünümüne tekrar dönmesini bekliyoruz. Karlılıkta buna paralel olarak güçlü biçimde yükselecek. Şirket için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Agesa (AGESA):

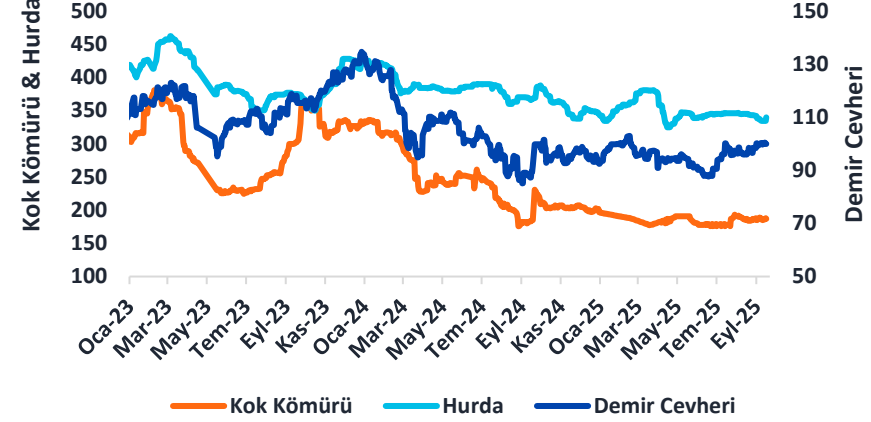
AgeSA, yönetilen fon büyüklüğü açısından Türkiye'nin özel bireysel emeklilik sisteminde bir numaralı oyuncu konumundadır ve hem hayat hem emeklilik segmentlerinde güçlü bir pozisyona sahip konumda. Şirketin istikrarlı kar performansı disiplinli risk yönetimi ve Akbank ile olan banka sigortacılığı iş birliğiyle desteklenmektedir. Yakında devreye grime olasılığı olan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nin, AgeSA'nın geniş müşteri tabanı ve lider pazar payı sayesinde şirkete önemli bir büyüme ivmesi kazandırmasını bekliyoruz. Dengeli iş modeli ve makro oynaklığa karşı düşük hassasiyetiyle AgeSA, sürdürülebilir büyüme ve uzun vadeli değer yaratımı açısından güçlü bir konumda bulunduğu inaniyoruz.

Demir & Çelik

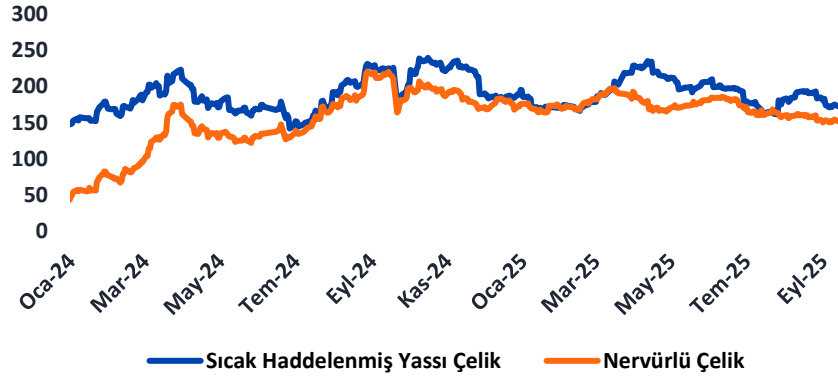
Çelik Fiyatları (dolar/ton)



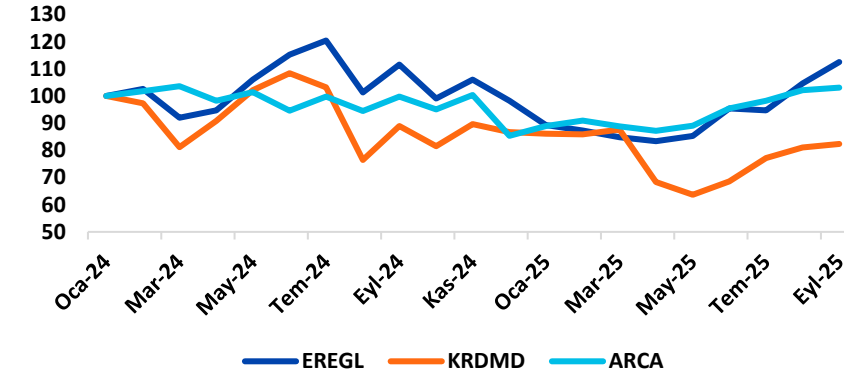
Hammadde Fiyatları (dolar/ton)



Spot Ürün Makasları (dolar/ton)



NYSE Arca Çelik Endeksi'ne kıyasla EREGL ve KRDMMD hisselerinin performansı



Kaynak: Bloomberg & İş Yatırım Tahminleri

Dayanıklı Tüketim

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.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺	
ARCLK	107.60	72,708	161.91	246.01	50	AL	A	-15	-14	9.53	24.7	14	4%	43%	5.31%	-8,977	-645	536,494	555,230	33,761	42,045	74,469	73,981	-	-	1.0	1.0	6.9	5.6				
VESBE	8.65	13,840	15.17	22.34	75	AL	A	-23	-22	2.94	22.7	10	3%	56%	0%	-106	2,061	90,176	88,551	5,574	7,813	47,770	48,406	-	7.0	0.3	0.3	6.0	4.3	0%	4%		2%
VESTL	33.10	11,104		44.39		G.G	D	-9.1	-7.6	7.93	47.2	4	23%	133%	0%	-20,984	-2,340	161,897	158,716	6,208	13,068	37,070	33,769	-	-	0.3	0.3	14.7	7.0				

Beyaz Eşya 7.0 0.3 0.3 6.9 5.6 0% 4% 2%

- Arçelik (ARCLK.IS):** Türkiye’de beyaz eşya satışları, 2025’in ilk dokuz ayında yıllık bazda %7 azaldı ve sıkı para politikası ile zayıflayan alım gücü nedeniyle yıl genelinde durgun seyretti. Avrupa’da toparlanma devam etmesine rağmen, ihracat da %7 daraldı. Çinli üreticilerden gelen artan rekabet, Türk üreticilerin pazar payı kaybetmesine yol açtı.
- Son dönemdeki makro görünüm ve yurtiçi-dışındaki artan belirsizlikler ışığında, Arçelik 2025 yılı beklentilerini revize etti. Şirket artık Türkiye gelirlerinde yaklaşık %5 düşüş (önceki: yatay) ve uluslararası gelirlerde %5–10 büyümeye (önceki: %15) öngörüyor. Düzeltilmiş FAVÖK marjı tahmini de %6,5’ten %6,0–6,5’e çekildi. Şirket ayrıca net işletme sermayesinin satışlara oranının %20–22 bandında (önceki: %20) kalmasını ve yatırım harcamalarının EUR250mn’a (önceki: EUR300mn) düşmesini bekliyor.
- Yönetim, yavaşlayan iç talep ve devam eden promosyon baskısı nedeniyle 4Ç için temkinli yaklaşımını koruyor; ancak 9A25 itibarıyla -12 milyar TL olan serbest nakit akışının pozitif dönmelerini ve kaldıraç oranının yıl sonuna kadar yaklaşık 3,8x Net Borç/FAVÖK seviyesine gerilemesini bekliyor.
- Yönetim ayrıca Avrupa’daki pazar payı kayıplarını telafi etmeye yönelik önemli adımlar attıklarını belirtti. Üretim tesislerinin yeniden konumlandırılmasından doğan sinerjiler kapsamında düşük maliyetli 2.000’den fazla yeni ürün (SKU) piyasaya sürülecek. Yeni ürün lansmanları ve markaların yeniden konumlandırılması, rekabet gücünü artırmayı hedefliyor. Bu adımların olumlu etkilerinin 4Ç25 itibarıyla belirginleşmesi beklenirken, Çinli oyuncular arasındaki fiyat rekabetinde istikrar sinyalleri de görülüyor.
- Yurtiçi talep zayıf kalmaya devam etse de, Ekim ayı satışlarındaki güçlü toparlanma ivmenin sürmesi halinde yukarı yönlü potansiyel yaratıyor.
- Mevcut seviyelerde Arçelik’in değerlemesinin cazip olduğunu düşünüyoruz. 2026’da marj iyileşmesinin, sinerji kazanımları, daha dengeli kur/enflasyon görünümü, düşük hammadde maliyetleri ve işletme sermayesi optimizasyonu ile destekleneceğini öngörüyoruz. 162 TL/hisse hedef fiyatımızla “AL” tavsiyemizi koruyoruz.
- Vestel Elektronik (VESTL.IS) & Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS):** Bilgiye erişim kısıtları nedeniyle her iki hisse için de tavsiyemizi GÖZDEN GEÇİRİLİYOR olarak güncelliyoruz.

Çimento

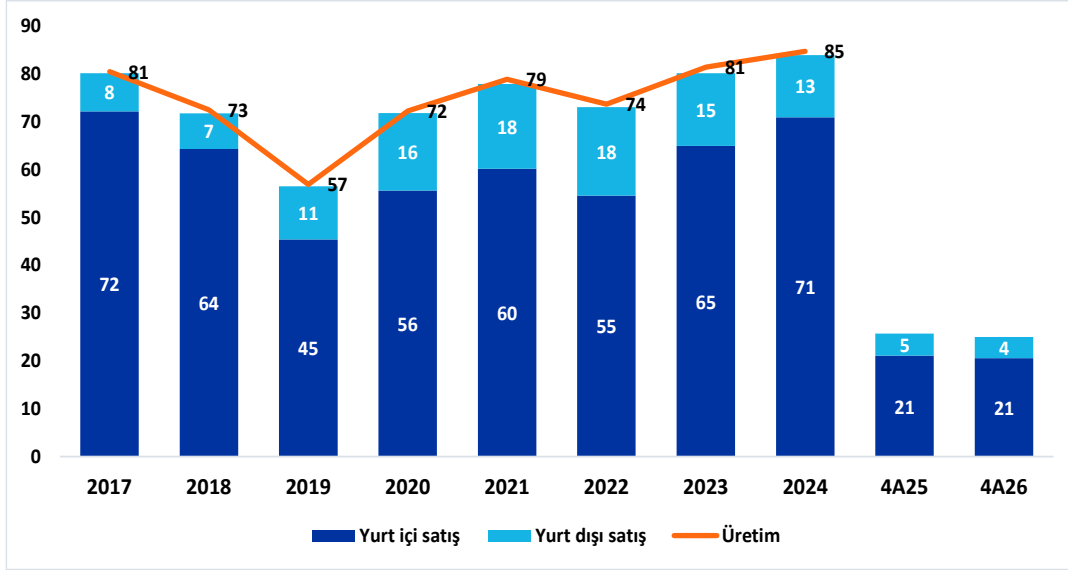
Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL. %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ. %	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
AKCNS	132.10	25,290	203.35	244.70	54	AL	A	-4	-2.5	2.94	20.5	15	3%	49%	5.12%	992	1,972	26,637	27,433	3,633	4,544	29,599	30,479	26.7	13.4	0.9	0.9	7.5	6.0	3%	7%	2%	5%
OYAKC	20.82	101,220	35.10	33.33	69	AL	A	3.02	4.68	16.3	19.9	5	5%	58%	5%	8,283	8,255	55,951	57,028	15,121	16,129	56,823	58,550	12.8	12.9	1.9	1.8	6.4	6.0	14%	14%	11%	11%
CIMSA	47.18	44,613	66.36	1.87	41	AL	Y	0.17	1.79	13	45	8	3%	19%	4%	5,079	4,909	45,964	48,392	8,405	9,179	33,455	29,984	9.2	9.5	1.4	1.6	8.2	7.5	13%	15%	6%	6%
Çimento															12.8	12.9	1.4	1.6	7.5	6.0	13%	14%	6%	6%									

Sektörel Görünüm

- 2024 yılında yurtiçi çimento talebi güçlü seyrini sürdürmüş, bu performansın ana itici gücü deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri olmuştur. 2025 yılı için de yurtiçi talepte belirgin bir düşüş öngörülmemektedir. Para politikasında süregelen gevşeme döngüsünün kentsel dönüşüm projelerini desteklemesi, dezenflasyon sürecinin ise konut ve altyapı yatırımları için daha elverişli bir ortam yaratması beklenmektedir. Bununla birlikte, deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetlerinin çimento talebinin ana belirleyicisi olmaya devam etmesi beklenmektedir.
- Deprem bölgesinde talep güçlü seyrini korurken, ülkenin diğer bölgelerinde zayıflama 2025 boyunca daha belirgin hale gelmiştir. Güçlü 2024 baz yılı sonrasında, ilk dört ay itibarıyla yurtiçi hacimlerde sınırlı bir daralma gözlenmektedir. Üreticiler, maliyet artışlarını fiyatlara tam olarak yansıtmakta zorlanmış; özellikle yılın ilk yarısında fiyatlama dinamikleri beklentilerin altında kalmıştır. Hacimlerin dirençli kalmasına rağmen zayıf fiyatlama performansı karlılıkları baskılamaktadır.
- 2025 başında fiyatlama koşullarında bir toparlanma öngörülse de gerçekleşen fiyat artışları enflasyonun gerisinde kalmıştır. Zayıf küresel görünüm, arz fazlası ve dalgalı yurtiçi talep, reel fiyat artışı potansiyelini sınırlamaktadır. Bu doğrultuda, 2025 yılı için enflasyonun altında, takip eden dönemde ise kademeli olarak iyileşen bir fiyatlama patikası beklenmektedir.
- Maliyet tarafında 2025 yılı genelinde dengeli bir görünüm hâkimdir. Petrokok ve kömür fiyatları büyük ölçüde yatay seyrederken, elektrik maliyetlerinde sınırlı artışlar gözlenmiştir. Maliyet cephesi genel olarak istikrarlı seyretmiş, bu da şirketlerin marjlarına ilave bir baskı yaratmamaktadır. Ek bir dışsal şok yaşanmadığı sürece yılın geri kalanında maliyet görünümünün yatay seyretmesi beklenmektedir.
- Orta-uzun vadede Suriye'nin yeniden inşası, sektörde ek talep yaratabilecek potansiyel bir katalizör olarak öne çıkmaktadır. Güney bölgelerinde faaliyet gösteren ve Suriye pazarına lojistik olarak entegre üreticiler (potansiyel olarak OYAKC.IS, CIMSA.IS, LMKDC.IS) bu süreçten en fazla fayda sağlayabilecek konumdadır. Buna ek olarak, Ukrayna ve Filistin'deki çatışmaların çözülmesi de bölgesel çimento talebi açısından uzun vadede yukarı yönlü potansiyel barındırmaktadır; ancak bu senaryolar kısa vadede somut bir büyüme faktörü olmaktan uzaktır.

Çimento

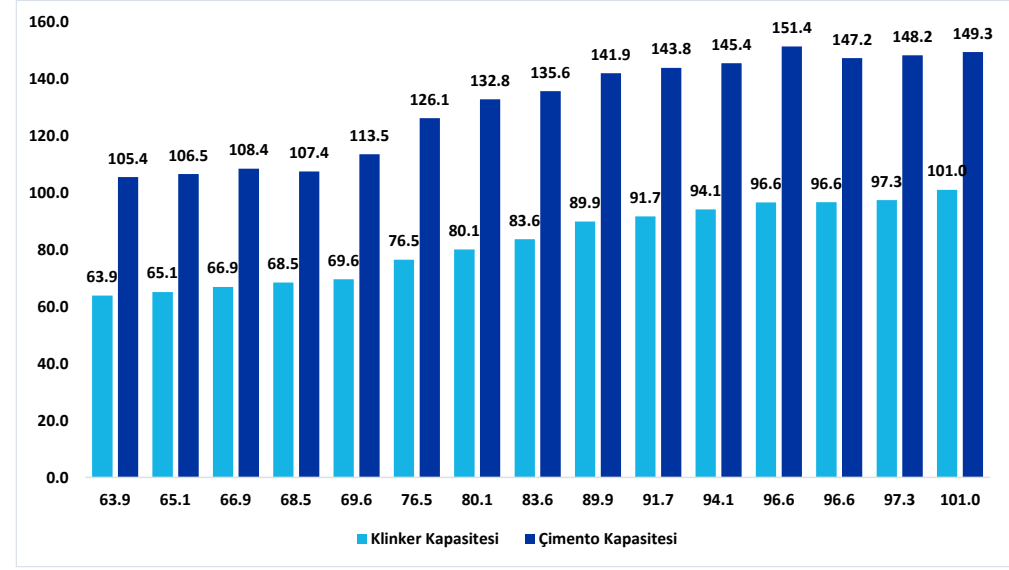
Türkiye Çimento Üretim & Satış, mn ton



Kaynak: Türk Çimento

Çimento üretimi, hem toparlanan yurt içi satışların (71 milyon ton) hem de ihracat hacimlerinin (13 milyon ton) katkısıyla 2024 yılında 84,8 milyon ton ile rekor seviyeye ulaştı. Ancak, yurt içi talep hala 2018 öncesi seviyelere tam olarak dönmüş değil. Öte yandan, 2022'de zirveye ulaşan ihracat hacimleri sonrasında bir miktar gerileme gösterdi. 2025'in ilk dört ayına (4A25) ait veriler, 2024'ün aynı dönemine kıyasla hafif bir daralmaya işaret ediyor; bu da talep koşullarının hala kırılgan olduğunu gösteriyor.

Türkiye Çimento & Klinker Kurulu Kapasite

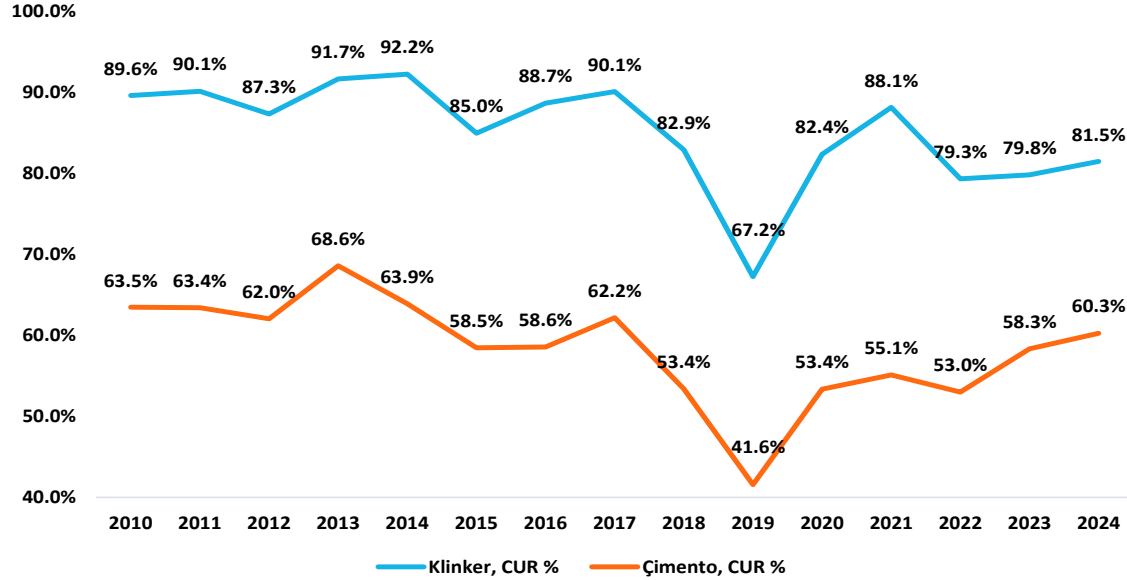


Kaynak: Türk Çimento

Çimento ve klinker üretim kapasiteleri bir süredir olgunluk aşamasına ulaşmış durumda. 2024 itibarıyla toplam kurulu kapasite çimentoda 149,3 milyon ton/yıl, klinkerde ise 101,6 milyon ton/yıl seviyesinde bulunuyor. Sektör uzun süredir yapısal bir kapasite fazlasıyla karşı karşıya; bu durum son yıllarda düşük kapasite kullanım oranlarının kalıcılığını açıklıyor. Yeni büyük yatırımlar yapılmazken, süregelen modernizasyon ve yenileme yatırımları kapasitede sınırlı artışlar getirmeye devam ediyor.

Çimento

Türkiye Çimento & Klinker Kapasite Kullanım Oranları, %



Kaynak: Türk Çimento

Kapasite kullanım oranları 2024 yılında ılımlı bir toparlanma gösterdi; klinker tarafında oran 0,7 puan artışla %81,5'e, çimentoda ise 2 puan yükselişle %60,3'e ulaştı. Ancak bu iyileşmeye rağmen her iki oran da tarihsel ortalamaların oldukça altında seyrediyor ve hala toparlanma için alan bulunduğunu gösteriyor. Faiz oranlarındaki düşüşün inşaat faaliyetlerini kademeli olarak canlandırmasıyla talebin güçlenmesi bekleniyor; ancak bu etkinin hissedilmesi zaman alacaktır. İhracat talebindeki zayıf toparlanma işaretleri de iyileşme hızını sınırlıyor. Yapısal tarafta ise çimento üretiminde klinker kullanımını azaltan yeni teknolojiler ivme kazanıyor; bu durum uzun vadede klinker kapasite kullanım oranı (CUR) artışını sınırlayabilecek bir unsur olarak öne çıkıyor.

Çimento Şirketleri Çarpanları

	Kapasite (mn ton/yıl)						
	Çimento	Klinker	Klinker/Çimento	Piyasa Değeri	FD/FAVÖK	F/K	FD/Klinker
AFYON	2.0	1.7	85%	4,968	5.0	17.1	2.5
AKCNS	9.0	7.0	78%	24,869	7.7	22.4	3.7
BSOKE	n.a.	1.0	-	25,360	206.9	297.0	28.1
BTCIM	1.8	1.4	78%	23,045	19.3	30.6	20.1
BUCIM	2.9	1.4	48%	9,345	7.1	47.8	8.6
CIMSA	4.8	3.8	79%	40,415	9.6	21.4	16.1
CMENT	5.4	4.2	78%	30,489	12.6	49.9	7.0
GOLTS	5.1	3.2	63%	5,918	7.5	114.0	2.4
NUHCM	5.7	4.6	81%	38,455	8.5	19.5	7.1
OYAKC	24.0	12.6	53%	103,359	6.9	13.0	7.5
LMKDC	3.6	2.3	64%	13,059	4.0	7.1	5.1
Median	5.1	3.5	78%	25,114	7.5	20.5	7.0
Average	6.7	4.1	71%	30,622	7.7	24.8	6.7

Kaynak: İş Yatırım

Çimento

OYAK Çimento (OYAKC)

- OYAK Çimento, 2025'in ikinci çeyreğinde hem çimento hem de hazır beton satış hacimlerindeki artışla zayıf fiyatlama koşullarının etkisini büyük ölçüde sınırlamıştır. Şirket dönem boyunca rakiplerine kıyasla daha güçlü bir performans sergilemiş olup, geniş operasyonel yayılımı ve güçlü pazar konumu sayesinde bu ivmeyi üçüncü çeyreğe taşıması beklenmektedir. Zayıf fiyatlama marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam etse de operasyonel verimlilik ve alternatif yakıt kullanımı bu etkinin bir kısmını sınırlamaktadır.
- Enerji ve yakıt maliyetleri istikrarlı seyrederken, verimlilik artışları ve alternatif yakıt kullanımı marjların korunmasına yardımcı olmuştur. Para politikasındaki gevşeme ve olası bölgesel yeniden yapılanma süreçleri (Suriye, Ukrayna, Filistin), uzun vadede ek yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.
- 1Y25 itibarıyla yaklaşık 8,7 milyar TL net nakit pozisyonu bulunan OYAK Çimento, güçlü bilançosu ve yüksek nakit yaratma kapasitesiyle inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirebilecek ve sürdürülebilir temettü politikasını koruyabilecek konumdadır. Operasyonel dayanıklılığı, güçlü finansal yapısı ve bölgesel fırsatlara erişimiyle OYAK Çimento, Türk çimento sektörü içinde en beğendiğimiz şirket olarak öne çıkmaktadır.

Çimsa (CIMSAS)

- Çimsa, yüksek katma değerli ürün portföyü ve geniş uluslararası varlığı ile sektörde öne çıkmaktadır. Beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimento (CAC) segmentlerindeki güçlü konumu ile yapı malzemeleri iş kolundaki büyüme, yurtiçi fiyat dalgalanmalarına karşı koruma sağlamaktadır. Mersin'de devam eden CAC kapasite artışı (1Y26 itibarıyla 197 bin ton hedeflenmektedir), orta vadede marj sürdürülebilirliğini desteklemektedir. Mersin, Eskişehir ve Afyon tesisleri ile İspanya'daki Buñol ve Mannok varlıklarının katkısıyla Çimsa, dengeli ve verimli bir üretim yapısına sahiptir.
- Zayıf küresel talep ortamına rağmen, geniş coğrafi yayılımı ve ürün çeşitliliği Çimsa'yı döngüsel dalgalanmalara karşı görece korunaklı kılmaktadır. Enerji ve yakıt maliyetlerinin istikrarlı seyri, artan yenilenebilir enerji ve alternatif yakıt kullanımı maliyet baskılarını sınırlamaktadır. Türkiye'deki kentsel dönüşüm süreci ve olası parasal gevşeme 2025–2026 döneminde talebi desteklerken, Suriye ve Ukrayna'nın yeniden inşası uzun vadede operasyonel görünüm için ek potansiyel taşımaktadır.
- 6,8x 2025T FD/FAVÖK ve ~7,4x F/K çarpanlarıyla işlem gören Çimsa, yurt içi benzerlerine yakın değerlendirme seviyelerinde işlem görmekle birlikte, küresel erişimi, güçlü ESG uygulamaları ve yüksek katma değerli ürün portföyü sayesinde daha güçlü yapısal büyüme potansiyeli sunmaktadır.

Akçansa (AKCNS)

- 2025 yılına bakım kaynaklı üretim düşüşüyle başlayan Akçansa'nın, üçüncü çeyrek itibarıyla üretim hacimlerinin geçen yılki seviyelere yaklaşması beklenmektedir. Bununla birlikte, zayıf fiyatlama koşulları ciro ve kârlılıkta yıllık daralmaya yol açmıştır. Şirket, bu dönemde operasyonel disiplin ve işletme sermayesi verimliliği sayesinde olumsuz etkileri sınırlamıştır.
- Sektörel koşulların ve makroekonomik ortamın iyileşmesiyle birlikte, Marmara bölgesindeki güçlü konumunun Akçansa'nın operasyonel performansına destek sağlaması beklenmektedir. Ancak mevcut yüksek kapasite kullanım oranı göz önüne alındığında, kısa vadede belirgin bir katalizör bulunmamaktadır. Şirketin yakın vadeli yukarı yönlü potansiyeli büyük ölçüde fiyatlama koşullarındaki iyileşmeye bağlıdır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

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.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026											
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$												
AKSGY	7.87	19,006	12.81	9.96	63	AL	A	0.51	2.13	1.22	53.8	9	1%	4%	7%	4,935	4,385	4,163	4,438	2,603	2,713	45,232	47,847	4.0	4.5	0.4	0.4	8.2	7.8	11%	9%	10%	8%											
EKGYO	19.93	75,734	34.16	23.16	71	AL	A	0.3	1.92	88.9	48.4	34	2%	25%	19%	26,640	23,077	64,939	54,771	21,168	17,855	148,272	155,127	3.0	3.4	0.5	0.5	4.4	5.3	19%	15%	10%	8%											
ISGYO	19.75	18,935	29.80	28.49	51	AL	A	4.11	5.79	3.04	38.9	9			0%	1,392	1,893	3,932	4,520	1,744	2,208	55,565	55,516	14.3	10.5	0.4	0.4	11.6	9.1	2%	3%	2%	3%											
RGYAS	153.30	50,742	221.80	186.29	45	AL	A	3.65	5.32	3.07	11.3	65			0%	8,018	12,596	11,934	13,511	8,238	8,546	123,908	133,416	6.6	4.2	0.4	0.4	8.6	8.3	7%	10%	5%	7%											
OZKGY	13.59	19,787	13.58	11.02	0	AL		3.42	5.09	1.56	25	9				26,877	29,035					0.8	0.7			-	-																	
TRGYO	77.65	77,650	121.69	82.85	57	AL	A	3.88	5.56	3.22	21	26	4%	17%	7%	9,555	7,689	17,444	15,740	7,514	7,141	135,725	138,902	8.5	10.6	0.6	0.6	8.7	9.1	7%	6%	6%	5%											
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları																																												

- 9A25 itibarıyla, konut satışları yıllık bazda %19,2 artış gösterdi. Bu büyüme, güçlü ipotekli (+%76) ve ikinci el satışlar (+%21,6) ile desteklenirken, yabancılara satışlar %12,6 geriledi. Ruslar en büyük alıcı grubu olmaya devam etti. Nisan ayında yapılan politika faiz artışı talep potansiyelini sınırlasa da, Temmuz, Eylül ve Ekim aylarında gerçekleştirilen faiz indirimleri gevşeme döngüsünün yeniden başladığına işaret etmekte. Krediye erişimdeki kolaylaşma ve Kur Korumalı Mevduat uygulamasının sonlandırılmasına ek olarak, ertelenen talebin yıl sonuna kadar ivmeyi desteklemesi bekleniyor. Öte yandan Konut Fiyat Endeksi, Eylül itibarıyla yıllık %32,2 nominal artış gösterirken reel bazda sınırlı bir gerileme kaydetti.
- Perakende tarafında, Ciro Endeksi Ağustos'ta yıllık %33,8 artış gösterirken yıllık bazda hafif reel büyüme kaydetti; AVM ziyaretçi sayısı endeksi ise yıllık bazda yatay bir seyir izledi. Ofis piyasasında, modern alanlara yönelik talebin devam etmesiyle İstanbul ofis kiralaları 2Ç25'te metrekare başına 26,5 ABD dolarına yükselirken sınırlı arz sebebiyle boşluk oranı %10'a geriledi (4Ç24: %10,4).
- 2025'te getirilen yeni vergi paketi ile GYO'lar için kurumlar vergisi istisnası kaldırıldı. Kârının en az %50'sini temettü olarak dağıtan GYO'lar %10 kurumlar vergisine tabi tutulurken, daha az dağıtanlar %30 oranında vergilendirilmektedir. Güçlü kira geliri olan GYO'lar bu yükümlülükleri yönetmede daha avantajlı konumda olup, temettü odaklı yatırımcılar için cazibesini korumaktadır.
- Akiş GYO (AKSGY.IS)** merkezi lokasyonlarda konumlanan alışveriş merkezlerinden elde ettiği güçlü kira gelirleriyle öne çıkmaktadır. 2025'in ilk yarısında gelirleri reel bazda %3,2 artış göstermiştir. Kadıköy Sahrayıcedit'te konut projesi geliştirme çalışmaları devam etmekte olup, 2025'te gelir katkısı beklenmemektedir. Öte yandan, yüksek doluluk oranları ve güçlü AVM ziyaretçi trafiği sayesinde kira gelirlerinin 2025'in ikinci yarısında reel büyümesini sürdürmesi beklenmektedir.
- Mevcut AVM operasyonları ve yeni konut projesinin etkilerini dikkate alarak, Akiş GYO için 12 aylık hedef fiyatımızı 9,96 TL'den 12,81 TL'ye yükseltiyor, 63% yükseliş potansiyeli öngörüyor ve "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. 2Ç25 itibarıyla 1.254 mn TL net borç seviyesi, yönetilebilir düzeydedir. Hisse, şu anda 50% Net aktif değer (NAD) iskontosuyla işlem görmektedir olup, 5 yıllık tarihsel ortalama iskonto 19% seviyesindedir. Akiş GYO'ya dair pozitif görüşümüz; i) yüksek kaliteli AVM portföyünden elde edilen güçlü kira gelirleri, ii) sağlıklı finansal görünüm ve iii) düzenli temettü dağıtım kapasitesi ile desteklenmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

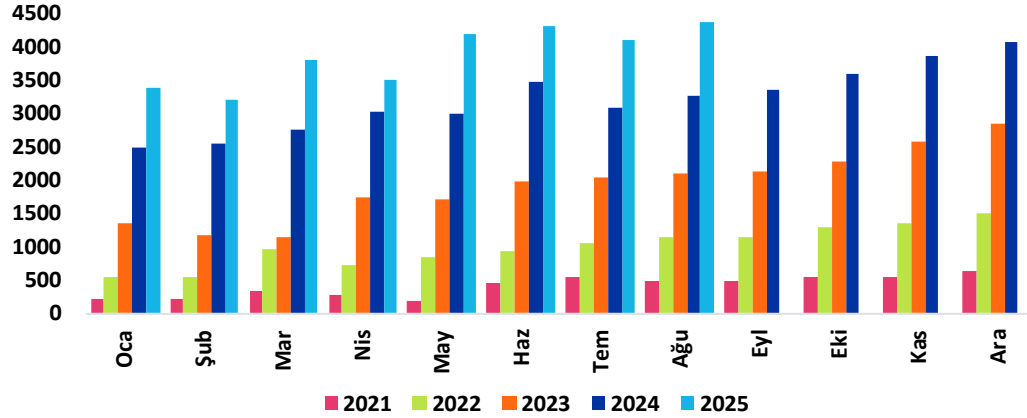
- **Emlak Konut GYO (EKGYO.IS)**, 2025'in ilk yarısında 47.890 mn TL gelir elde ederek güçlü bir performans sergilerken, yılın ilk 9 ayında ise 57 milyar TL ön satış rakamına ulaşmıştır. Yıl sonu 77 milyar TL ön satış hedefini yakalaması beklenmektedir. 2025'in geri kalanında devam edecek faiz indirimleri ve daha olumlu makroekonomik koşullar ile Emlak Konut GYO'nun artan konut talebinden faydalanarak güçlü satış gelirlerini sürdürmesi beklenmektedir. Bu performans, şirketin geniş ve katma değerli proje stoğu ve 2025 yıl sonundaki konut teslimatları ile desteklenecektir.
- Emlak Planlama İnşaat (EPP) ve Emlak Konut Asansör'ün (EKA) ilerleyen süreçte potansiyel halka arzları önemli katalizörler olabilir. Ayrıca şirketin artan uluslararası faaliyetleri önümüzdeki yıllarda kârlılığa olumlu katkı sağlayacaktır.
- Emlak Konut GYO, i) geniş ve değerli varlık portföyü, ii) tüm pazar segmentlerine hitap eden çeşitlendirilmiş ve yüksek kaliteli proje stoğu ve iii) kentsel dönüşümün pozitif etkileri sayesinde öne çıkmaktadır. Şirket, benzersiz iş modeli ve büyük ölçekli konut geliştirme kabiliyetleriyle rakiplerinden ayrılmaktadır.
- Emlak Konut GYO güncel olarak net aktif değerine göre %54 iskontolu işlem görmekte olup, 5 yıllık tarihsel iskontosu ise %8'dir.
- **İş GYO (ISGYO.IS)** Altunizade Litus Projesi'nde teslimlere devam ederken, Kasaba, Balmumcu, Tuzla ve Profilo konut projelerinde inşaat ve geliştirme faaliyetleri sürmektedir. 2025'in ilk 9 ayında kira gelirleri (üst hakkı gelirleri hariç) %24,7 reel artış göstermiştir. 2024 ve 2025'in ilk yarısında yapılan yatırım amaçlı gayrimenkul satışları ve alımları sonrasında, 2025YS'de kira gelirlerinde reel büyümenin devam etmesini bekliyoruz. Şirketin güçlü kira gelirleri ciroyu desteklemeye devam edecektir.
- Şirketin net nakit pozisyonu portföyünde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkullerin satışının katkısıyla 3Ç25 itibarıyla 1.201mn TL'ye yükselirken, yeni kira getirili varlıkları portföyüne ekleyerek finansal görünümünü güçlendirmiştir.
- Bu gelişmeleri dikkate alarak, İş GYO için 12 aylık hedef fiyatımızı 28,49 TL'den 29,80 TL'ye revize ediyor, 51% yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre güncel olarak 59% iskonto ile işlem görmekte olup, 5 yıllık ortalama tarihsel primi ise %3'tür. İş GYO: i) değerli ve çeşitlendirilmiş varlık portföyü, ii) toplam gelirler içerisindeki kira gelirlerinin yüksek payı ve iii) devam eden projelerden gelecekte beklenen pozitif gelir katkısı ile öne çıkmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

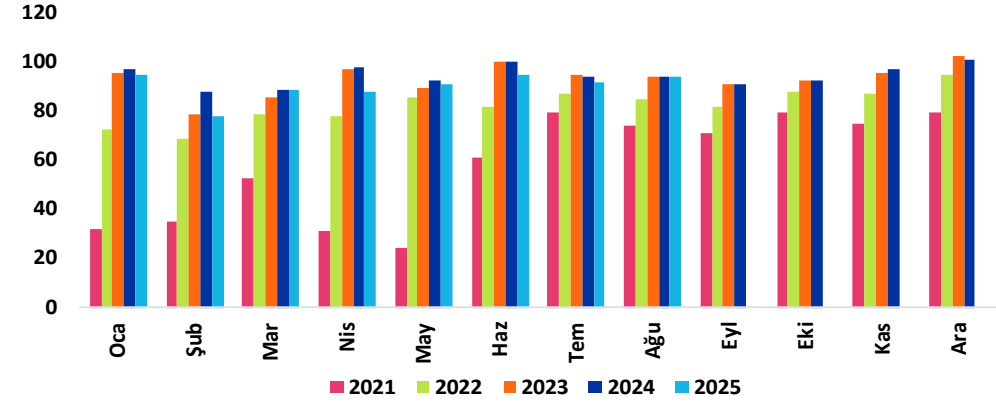
- **Rönesans GY (RGYAS.IS)**, farklı bölgelerde büyük şehirlerde yayılmış güçlü AVM portföyüyle 2025'te de yüksek kira gelirini sürdürmektedir. 2025'in ilk yarısında 4.990 mn TL gelir elde eden şirket, yıllık bazda reel %9,3 büyüme kaydetmiş ve kira gelirlerindeki reel artış trendini korumuştur. MaltepePark konut/ofis projesinde inşaat çalışmaları devam ederken, projede satışların 2025 yılında içerisinde başlaması beklenmektedir.
- Mevcut proje havuzu ve nakit akışı dikkate alınarak, 12 aylık hedef fiyatımızı 186,29 TL'den 221,80 TL'ye revize ediyor, 45% yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. Şirketin güncel net borcu 16.600 mn TL seviyesindedir. Rönesans GY'yi öne çıkaran faktörler: i) güçlü kira geliri yaratma kapasitesi, ii) coğrafi çeşitliliğe sahip ve düşük rekabet ortamından faydalanan AVM portföyü, iii) düzenli temettü dağıtma potansiyeli ve iv) yalnızca bir AVM yatırımcısı değil, aynı zamanda 2.000'den fazla mağazasıyla önemli bir perakende oyuncusu olması.
- Hisse, şu anda 53% Net aktif değer iskontosuyla işlem görmekte olup, 1 yıllık tarihsel ortalama iskonto 31% seviyesindedir.
- **Torunlar GYO (TRGYO.IS)**, 2024'ün ilk yarısında Torun Tower'ın Denizbank'a satışıyla net nakit pozisyonunu önemli ölçüde güçlendirirken, 2Ç25 itibarıyla 22.320 mn TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Bu kaynak, kira getirici varlık alımları, portföy genişlemesi veya temettü ödemeleri için kullanılabilir.
- 5. Levent konut projesinde teslimler devam ederken, Torun Center Hilton Otel ve Paşabahçe Konut/Otel projelerinin inşaat/geliştirme çalışmaları sürmektedir. Bu projeler, konut, kira ve otel gelirlerini destekleyecektir. 2025'in ilk yarısı konut teslimleri açısından zayıf geçse de, devam eden projelerde teslimatların hızlanmasıyla yılın son çeyreğinde güçlü konut satış geliri kaydedilmesi beklenmektedir. Ayrıca, 2025 yılında kira gelirlerinde yıllık bazda reel büyüme öngörmekteyiz.
- Şirketin mevcut proje stoğu ve portföy yapısı dikkate alındığında, 12 aylık hedef fiyatımızı 82,85 TL'den 121,69 TL'ye yükseltiyor, 57% yükseliş potansiyeli öngörüyor ve "AL" tavsiyemizi yineliyoruz.
- Hisse, şu anda %32 net aktif değer iskontosuyla işlem görmekte olup, 5 yıllık tarihsel ortalama iskonto oranı %11'dir. Torunlar GYO'yu, Emlak Konut'un ardından, i) değerli ve çeşitlendirilmiş portföyü, ii) güçlü kira yaratma kapasitesi, iii) konut proje stoğu ve iv) temettü potansiyeli sağlayan sağlıklı bilançosu nedeniyle tercih etmeye devam ediyoruz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

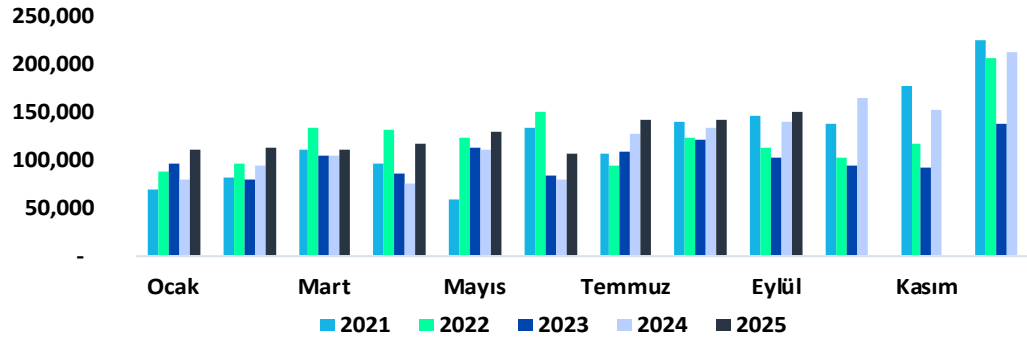
AVM Ciro Endeksi



AVM Ziyaretçi Endeksi

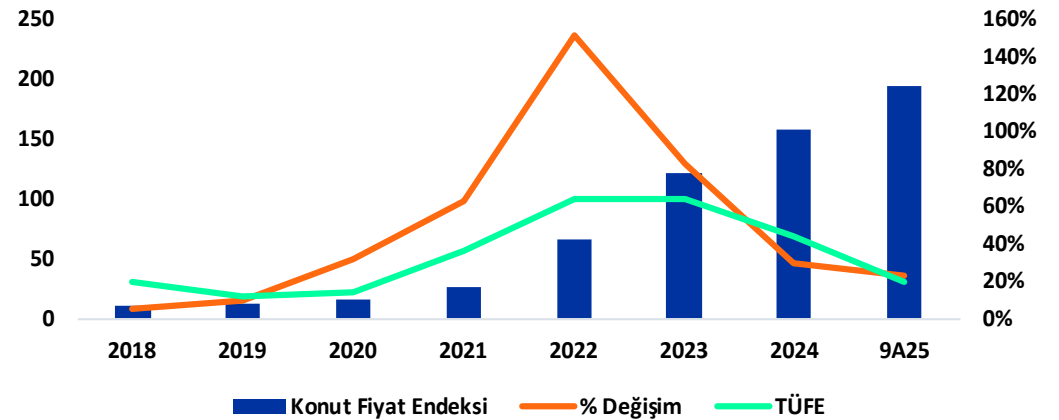


Konut Satış Adedi



Kaynak: AYD, TÜİK

Konut Fiyat Endeksi



Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

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, %
Torunlar GYO	TRGYO	77.65		77,650	113,947	-32%	-25%	-11%	5%
Emlak Konut GYO	EKGYO	19.93		75,734	163,176	-54%	-12%	-8%	12%
İş GYO	ISGYO	19.75		18,935	46,014	-59%	-44%	3%	2%
Akiş GYO	AKSGY	7.87		19,006	37,712	-50%	-30%	-19%	3%
Alarko GYO	ALGYO	26.30		7,622	15,810	-52%	-54%	-18%	1%
Özak GYO	OZKGY	13.59		19,787	57,479	-66%	-57%	-36%	2%
Kiler GYO	KLGYO	6.40		8,928	21,283	-58%	-49%	-19%	1%
Sinpaş GYO	SNGYO	4.82		19,280	46,493	-59%	-48%	-20%	4%
Reysaş GYO	RYGYO	20.40		40,800	62,270	-34%	-1%	18%	4%
Yeni Gimat GYO	YGGYO	137.90		33,361	16,545	102%	31%	59%	9%
Avrupa Kent GYO	AVPGY	60.35		24,140	31,827	-24%	-20%	13%	2%
Rönesans GY	RGYAS	153.30		50,742	107,760	-53%	-31%	157%	2%
Halk GYO	HLGYO	4.12		15,821	40,685	-61%	-54%	-27%	1%
Vakıf GYO	VKGYO	2.45		8,453	21,767	-61%	-43%	-7%	1%
Ziraat GYO	ZRGYO	22.80		107,015	66,083	62%	124%	105%	6%
Akfen GYO	AKFGY	2.55		9,945	27,945	-64%	-52%	-13%	1%

Telekomünikasyon

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. %	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺			
TCELL	98.75	217,250	144.89	158.16	47	AL	A	0.92	2.55	64.5	43.7	73	4%	35%	3%	17,426	16,927	240,675	246,534	102,092	101,748	247,552	225,152	13.1	13.5	0.9	1.0	2.7	2.7	7%	7%	4%	4%		
TTKOM	51.40	179,900	72.89	69.40	42	AL	A	1.18	2.81	30.9	13.3	47	7%	57%	3%	21,708	18,035	230,126	243,046	88,758	91,499	210,493	205,176	8.7	10.5	0.9	0.9	2.8	2.7	10%	9%	4%	3%		
İletişim																							10.9	12.0	0.9	1.0	2.7	2.7	9%	8%	4%	4%			

- 2025 yılı, geçmiş dönem fiyat artışlarının etkisiyle tüm oyuncuların reel büyüme kaydettiği Türk telekom operatörleri için güçlü bir yıl oldu. Ancak 2Ç25'ten itibaren fiyat artışlarının hızı yavaşladı ve mobil pazardaki rekabet belirgin şekilde arttı. Bu durum, 2026'da reel büyüme potansiyelini sınırlayacak olsa da tamamen ortadan kaldırmayacaktır; özellikle enflasyonun gerilemesi ve operatörlerin fiyatlandırma disiplinini koruması göz önüne alındığında.
- Reel büyüme hızının yavaşlamasına rağmen, 2026'da kârlılıkta bir gerileme öngörmüyoruz, zira maliyet baskılarının daha yönetilebilir olacağını düşünüyoruz.
- BTK, Türkiye'nin uzun süredir beklenen 5G frekans ihalesini 16 Ekim 2025'te tamamladı ve 700 MHz ile 3500 MHz bantlarında toplam 11 paket tahsis etti. Toplam teklif tutarı KDV hariç 2,95 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşti ve beklentilerle genel olarak uyumlu oldu.
- Tahsis edilen frekans paketleri 2042 yılına kadar geçerli olacak, ilk 5G sinyallerinin ise 1 Nisan 2026'da devreye alınması bekleniyor. Hatırlatmak gerekirse, bu ihaleyle mevcut 2G–4.5G lisansları da 2042'ye kadar uzatıldı ve 2029'dan itibaren mobil gelirlerin %5'i BTK'ya pay olarak aktarılacak. Bu gelişme, sektördeki önemli bir belirsizliği ortadan kaldırarak düzenleyici görünürlüğü güçlendirdi.
- 2026'da 5G lansmanı, kısa vadede ticari faydası sınırlı olmakla birlikte, çok yıllık bir yatırım (capex) döngüsünün başlangıcını temsil ediyor. Bu süreç, 2029'daki 4.5G lisans yenilemesine ilişkin belirsizliği ortadan kaldırırken uzun vadeli faydalar sağlayacak.
- Turkcell, 160 MHz'lik frekans için 1,224 milyar ABD doları ödedi (tahminimizle uyumlu). İhale sonrası Turkcell'in kontrolündeki toplam spektrum 394,4 MHz'e ulaştı; bu da Türkiye genelinde toplam spektrum kaynaklarının yaklaşık %42'sine karşılık geliyor ve Turkcell'in en geniş frekans portföyüne sahip operatör konumunu koruduğunu gösteriyor. Türk Telekom ise 140 MHz spektrum için 1,094 milyar ABD doları ödedi (bizim 950 milyon ABD doları tahminimizin biraz üzerinde) ve toplam bant genişliğini 315 MHz'e çıkardı. Böylece şirket, 3.5 GHz bandında abone başına en yüksek spektrum kapasitesine sahip operatör haline geldi.
- Ayrıca Türk Telekom, sabit hat imtiyaz sözleşmesini 2,5 milyar ABD doları (KDV hariç) bedelle yenileyerek 17 milyar ABD doları tutarında yatırım taahhüdünde bulundu. Yönetim, bu yatırımın mevcut sermaye harcaması yoğunluğu içinde rahatlıkla karşılanabileceğini ve yatırım harcaması/satış oranlarının kısa vadede yatay, orta vadede ise azalan bir seyir izlemesinin beklendiğini vurguladı.

Telekomünikasyon

- Bu yüksek yükümlülüklerin, operatörleri serbest nakit akışı ve bilanço disiplinine öncelik vermeye yönlendireceği, dolayısıyla rekabetin daha rasyonel bir zeminde ilerlemesini sağlayacağı görüşündeyiz. Bu bağlamda, düşük kaldıraç oranı, cazip çarpanlar ve değerlendirme ile geçmiş yatırımlarını nakde çevirme potansiyeli sayesinde Turkcell'i sektördeki en cazip tercih olarak görüyoruz. Buna karşılık, Türk Telekom uzun vadeli stratejik değer yaratımını güvence altına almasına rağmen, kısa vadede yüksek kaldıraç baskısı nedeniyle değerlendirme açısından daha sınırlı bir cazibe sunmaktadır.

Turkcell (TCELL.IS): Hedef fiyatımızı 145 TL/hisseye yükselterek “AL” tavsiyemizi koruyoruz. Yoğun rekabete rağmen, aktif fiyat güncellemeleri ve üst segment satışlardaki güçlü performans sayesinde 3Ç25'te ARPU büyümesi güçlü seyrini sürdürmektedir. Güçlü ilk yarı sonuçları sonrası, yüksek baz etkisi, daha seyrek fiyat ayarlamaları ve 2Y25'te artan yatırım harcamalarının maliyet tabanını yükselteceği beklentisi nedeniyle temkinli kalan yönetimin, 3Ç sonuçlarıyla birlikte yıl sonu beklentilerini yukarı revize etmesini muhtemel görüyoruz. Turkcell 2025 yılı için; %7–9 reel ciro büyümesi, %41–42 FAVÖK marjı (2024: %41,9) ve yaklaşık %24 faaliyet bazlı yatırım harcaması/satış oranı (2024: %22,8) hedeflemektedir.

Türk Telekom (TTKOM.IS): Sabit hat imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesinin ardından, Türk Telekom orta vadeli hedeflerini içeren bir yol haritası paylaşmıştır. Şirket, 2030'a kadar fiber erişim noktalarını 33,5 milyondan 37 milyona çıkararak (FTTH/B oranı %44 → %76), fiber abone sayısını 14,1 milyondan 17 milyona yükseltmeyi (FTTH/B oranı %42 → %79) ve ortalama internet hızını yaklaşık dokuz kat artırarak 670 Mbps'ye çıkarmayı planlamaktadır. Bu FTTH dönüşümü, BTK'nın Yi-ÜFE'ye paralel fiyat ayarlamalarına izin veren yeni toptan fiyatlandırma düzeni ve çift altyapı yatırımlarının azalması ile desteklenerek, Türk Telekom'un yatırım getirisini (ROI) maksimize etmesi ve liderliğini pekiştirmesi beklenmektedir. Genişleyen fiber omurga, aynı zamanda 5G altyapısını ve yeni dikey alanlarda (Yapay Zekâ, IoT, bulut, siber güvenlik vb.) büyümeyi destekleyerek dijital ekosistem sinerjilerini güçlendirecektir. Hedef fiyatımızı 73 TL/hisseye revize ediyor, güçlenen nakit akışı görünümü ve fiber odaklı büyüme potansiyeli ile uzun vadede olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Sağlık Hizmetleri

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. %	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
MPARK	329.00	62,843	514.51	526.43	56	AL	A	-0.9	0.7	8.29	41.7	42			8%	5,013	4,897	54,346	59,682	14,278	15,184	40,923	44,942	13.1	13.5	1.6	1.5	5.3	4.9	14%	11%	6%	6%
SELEC	76.50	47,507	65.02	55.70	-15	TUT		-4.3	-2.8	2.02	14.9	13	2%	25%		5,459		183,813		7,353		17,709		9.1	-	2.8		5.7	-	31%		7%	
Sağlık																								11.1	13.5	2.2	1.5	5.5	4.9	23%	11%	7%	6%

- **MLP Sağlık (MPARK):** dayanıklı ve ölçeklenebilir iş modeliyle Türkiye'nin en büyük özel hastane operatörüdür. Şirketin hızla büyüyen tamamlayıcı sağlık sigortası pazarındaki liderliği, güçlü bir yapısal büyüme dinamiği yaratırken; sıkı maliyet disiplini ve verimlilik artışları, FAVÖK marjındaki olumlu seyrin korunmasını sağlamaktadır. Özel sermaye fonunun çıkış hazırlıkları yapması ve kurucu CEO'nun en büyük hissedar konumuna gelmesiyle birlikte, mülkiyet kaynaklı belirsizliğin ortadan kalkması stratejik görünülüğü artıracaktır.
- 2025'in ikinci yarısının güçlü geçmesini bekliyoruz. Şirket 2025'in ilk yarısında yaklaşık %25 FAVÖK marjı açıklamıştır ve yıl geneli için 0,6 puanlık marj artışı öngörmekteyiz; bu da reel bazda %7 FAVÖK büyümesi anlamına gelmektedir. Türk Tabipleri Birliği'nin Temmuz ayında yaptığı %20'lik tarife artışı, bu yıl SGK fiyat artışı yapılmamasına rağmen, yeni hastanelerin iyileşen kârlılık profiliyle birlikte büyümeyi destekleyecektir.
- 2026 itibarıyla yeni düzenlemeler faaliyet ortamını sıkılaştıracaktır. Tüm hekimlerin bordro sistemine alınması ve yeni hastane ruhsatlarının sınırlandırılması gerekecektir. Bu durum, işletme giderlerini artırırken, MPARK'ın mevcut ruhsatlar kapsamında yürüttüğü projeleri öne çekmesine neden olacak ve ön yüklü yatırım (capex) harcamalarını hızlandıracaktır. Şirket bu zorlukları daha sıkı maliyet disiplini ve değer zincirindeki diğer oyuncularla maliyet paylaşımı yoluyla yönetmeyi planlamaktadır. 2026 yılı için 0,8 puanlık FAVÖK marjı daralması öngörmekteyiz. Ayrıca, hızlandırılmış ruhsat alımları ve üç arsa satın alımıyla birlikte, yatırım harcamalarının satışlara oranının 2025'te %20'ye yükselmesi, sonrasında ise ortalama %9 seviyesinde normalleşmesi beklenmektedir.
- 2025–2027 dönemi, geçmiş yıllara kıyasla finansal performans açısından daha zorlu bir dönem olacak; marjlarda hafif baskı ve serbest nakit akışında daha belirgin zayıflama görülebilir. Ancak, büyüme görünümü korunmaktadır. Öte yandan, yeni düzenlemelerin sektörde büyük oyuncular lehine konsolidasyonu hızlandırması beklenmektedir.
- Tamamlayıcı sağlık sigortasındaki liderliği, genişleyen hastane ağı ve güçlü yatırım hattı ile MPARK sektördeki liderliğini daha da güçlendirmeye iyi konumlanmıştır. 515 TL/hisse hedef fiyatımızla "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2025T EV/FAVÖK 4,8x (IFRS-16 hariç) çarpanından işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %38 iskonto taşımaktadır.

Holdingler

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.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026					
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		ROE -₺		ROA -₺				
ENKAI	77.25	463,500	96.17	90.68	24	AL	A	11.1	12.9	23.5	8.27	27	4%	64%	4%	33,167	50,681	150,771	236,738	34,272	51,597	370,367	476,076	13.2	10.5	1.3	1.2	10%	12%	8%	9%			
KCHOL	167.20	424,002	285.00	318.12	70	AL	A	-3.3	-1.7	118	26.4	40	3%	202%	5%									-	-									
SAHOL	80.85	169,815	170.00	172.00	110	AL	A	-6.9	-5.3	61.7	53.2	42	4%	8%	4%									-	-									
DOHOL	17.07	44,672	25.98		52	AL	Y	-0.4	1.26	8.48	35.7	21	2%	49%	1%	2,296	2,745	87,984	98,285	7,187	8,394	64,921	55,395	20.4	17.1	0.7	0.8	3%	5%	1%	2%			
AGHOL	25.62	62,394	48.00	54.89	87	AL	A	-0.9	0.67	4.22	37.9	24	1%	2%	2%	5,401	7,529	700,965	736,407	75,083	77,685	93,667	82,767	12.1	8.7	0.7	0.8	5%	9%	1%	1%			
TKFEN	84.50	31,265		85.43		G.G		3.68	5.36	10.9	21.2	12	4%	8%									-	-										
ALARK	80.20	34,887	158.57	168.46	98	AL	A	-2.6	-1	8.48	37.1	12	2%	15%		18,472		15,239		1,256		72,686		2.0	-	0.5		26%		18%				
Holding																											12.6	10.5	0.7	0.8	8%	9%	5%	2%

Takip listemizdeki Holdinglerin net aktif değer iskontosu tarihsel ortalamalarının üstünde. Bu sebeple hedef NAD'lara uyguladığımız iskontoyu 5 puan artırdık. En Çok Önerilenler listesindeki tercihimiz KCHOL olsa da diğer Holding hisseleri için de görüşümüz olumlu. DOHOL ve KCHOL yüksek nakit pozisyonları ile öne çıkarken, SAHOL faiz indirimlerinden en çok faydalanacak Holding olarak öne çıkıyor. AGHOL ve ALARK ise görece daha defansif portföy yapısına sahipler.

Anadolu Grubu Holding (AGHOL.IS)

- 3 ana iş kolu için de olumlu görüşümüzü koruduğumuz Anadolu Grubu Holding, defansif portföyü, yüksek döviz bazlı FAVÖK payı ve yüksek NAD iskontosu ile ön plana çıkıyor. AEFES'in Rusya operasyonlarına geçici yönetim atanması sonrası Holding hissesinin fazla cezalandırıldığını düşünüyoruz. Buna ek olarak NAD payı düşük olan otomotiv segmenti ise son yıllarda Holding'e yarattığı temettü geliri ile Holding'in solo borcuna olumlu etki etti. Holding'in solo borcu 2Ç25 sonu itibarıyla 2,5 milyar TL seviyesinde, geçtiğimiz çeyreklere paralel seyretti.
- Enflasyon muhasebesi parasal kazançlar ile birlikte Holding'in net karını olumlu etkilese de enflasyondaki düşüş ile beraber iştiraklerin marjlarındaki olumsuz etkinin azalmasını bekliyoruz. Ayrıca TL değer kaybı ve enflasyon arasındaki makasın daralması ile birlikte yurtdışı operasyonları bulunan iş kolların reel büyümelerinde toparlanmalar görebiliriz.
- Orta vadede Holding'in büyük bir iş koluna giriş/çıkış yapmasını beklemiyoruz. Holding yönetimi TOGG veya Özbekistan yatırımı kapsamında ASUZU'ya sermaye artırımı planı olmadığını belirtti.
- Holding'in cari NAD iskontosu, sırasıyla %35 ve %36 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %39 seviyesinde.

Holdingle

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.
- Holding stratejik planlamasında portföyün daha dinamik yönetileceğini belirtti. IRR-WACC farkını artırmak isteyen Holding portföyünde stratejik olmayan iş kollarından çıkışlar görebiliriz. Çıkışlar ile birlikte ana iş kollarındaki yeni yatırımların hızlanması da beklenebilir. 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 6.280 MW kurulu güce ulaşması hedeflenirken, güncel yatırımların tamamlanması ile Holding'in ABD'deki yenilenebilir enerji portföyü de 790 MW'a ulaşacak. 2029 hedeflerinde NAD'ını dolar bazında 2 katına çıkarmak isteyen Holding, NAD kompozisyonundaki büyümeyi Dijital iş kolu ile desteklemek istiyor. Enerji ve İklim Teknolojileri, Bankacılık ve Finansal Hizmetler ile Malzeme Teknolojileri iş kollarının ağırlıkları aynı kalırken, Dijital iş kolunun ağırlığının artması bekleniyor.
- Holding'in cari NAD iskontosu, sırasıyla %49 ve %45 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %59 seviyesinde.

Koç Holding (KCHOL.IS)

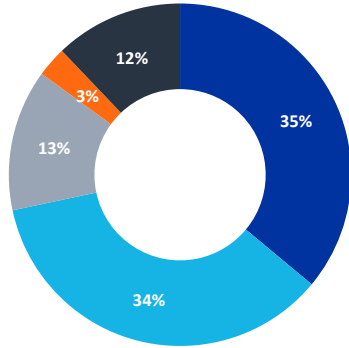
- Holding'in çeşitlendirilmiş portföyü, iştiraklerinden gelen güçlü temettü akışı, ana iştiraklerine yönelik olumlu görüşümüz, döviz bazlı gelirlerinin yüksek payı ve portföy yapısı sayesinde döviz dalgalanma risklerine karşı doğal hedge pozisyonu nedeniyle KCHOL'u beğenmeye devam ediyoruz. Enflasyon 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 görüyoruz. Holding'in mevcut solo net nakit pozisyonu 850 milyon ABD\$ civarında. Temettü geliri ise 6A25 sonunda 20 milyar TL'yi aştı. İkinci temettü ödemesi yapacak iştiraklerden elde edilecek nakit sonrası Holding'in solo net nakit pozisyonunda artış bekliyoruz. Holding'in kombine gelirlerinin yaklaşık %48'i döviz bazında. NAD'ın %90'ından fazlası borsada işlem gören varlıklardan oluşmakta.
- Büyüme için yeni alanlar sağlık sektörü (hizmet ve ekipman üretimi), mühendislik-imalat şirketleri ve yenilenebilir enerji olarak gözüküyor. Holding ayrıca portföyünün coğrafi çeşitliliğini artırmak istiyor.
- Hedef NAD'ımıza uyguladığımız iskontoyu %25'e yükselttik. Halka açık varlıklar ve solo nakit pozisyonu hedef NAD'ımızın %95'ini oluşturuyor. Holding'in cari NAD iskontosu, sırasıyla %33 ve %31 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %40 seviyesinde.

Holdingle

- **Alarko Holding (ALARK.IS):** enerji dağıtım ve üretim iş kollarıyla öne çıkıyor.
- Türkiye'nin altyapı yatırımları ihtiyacı ve artan nüfusu ile önemli fırsatlar sunan elektrik dağıtım sektörü, düzenleyici yapısı ve yatırımlarına enflasyonun üzerinde %12,3 oranında gerçek getiri garantisi ile öngörülebilir bir yatırım fırsatı sunuyor.
- Cenal Elektrik Santrali'nde, elektrik fiyatlarındaki reel artışa bağlı olarak 2Y25'te toparlanma görülebilir.
- Holding'in yüksek nakit pozisyonu, düşük kaldıraçla birlikte yüksek finansal gelir sağlıyor.
- Eğer erken sonuçlar şirket hedefleriyle uyumlu olursa tarım iş kolu umut vaat edebilir. 2028 yılına kadar hedef, Türkiye'de 5000 hektar ve Kazakistan'da 5000 hektar alana ulaşmak. Türkiye'de 450 milyon ABD doları ve Kazakistan'da 550 milyon ABD doları tutarında hedeflenen yatırımlar bulunuyor.
- Kazakistan'daki doğalgaz sübvansiyonları ve Türkiye'deki jeotermal sahalar, bu yatırımların fizibilitesini destekliyor.
- Bir diğer önemli yatırım ise Türkiye'de bir batarya hücresi üretim tesisi kurmak. Şirketin yaptığı açıklamaya göre, ALARK'ın %60 pay sahibi olacağı bir JV (ortak girişim) Gotion Group ile oluşturulacak. Detaylar henüz açıklanmadı ve bu yatırımla ilgili gelecek haberler şirket için bir katalizör olabilir.
- Takip listemizdeki diğer holdinglerle karşılaştırıldığında, Alarko'nun portföy çeşitliliği şu anda sınırlı ve portföyün büyük bir bölümünü oluşturan elektrik segmentinin yüksek düzeyde düzenlenmiş bir pazar olması ve üretimin büyük bir kısmının ithal kömürle yapılması risk olarak görülebilir.
- **Doğan Holdig (DOHOL.IS)**
- Holding'in solo net nakit pozisyonu 662 milyon ABD doları seviyesindedir. %40 NAV iskontosu uygulanmasına rağmen mevcut yukarı yönlü potansiyel %50'nin 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.
- Hepiyi Sigorta: Güçlü bir halka arz adayıdır. 2Ç25 itibarıyla yönetilen varlık büyüklüğü 621 milyon ABD doları olup, yıl sonu hedefi 735–785 milyon ABD doları aralığındadır.
- GWIND: +50 MW'lık planlanan kapasite artışı tamamlanmış olup, %70'in üzerindeki FAVÖK marjı beklentisi hedefe paralel ilerlemektedir.
- Madencilik: %50'nin üzerinde gelir artışı ve %25'in üzerinde FAVÖK marjı beklentileriyle uyumlu seyretmektedir; 40–45 milyon ABD doları tutarındaki yatırım harcaması planlandığı şekilde devam etmektedir.
- KAREL: Yaklaşık 40 milyon ABD doları tutarında bir sermaye artışı planlanmakta olup, Doğan Holding'in katkısı yaklaşık 16 milyon ABD doları olacaktır. Amaç, borçluluğu azaltmak ve operasyonel iyileşmeyi desteklemektir.
- Doğan Trend Otomotiv: Çin'den ithal araçlara uygulanan vergilerin %60'tan %25'e düşürülmesiyle, MG satışlarının maliyet avantajı ve rekabetçi fiyatlama sayesinde yeniden ivme kazanması beklenmektedir.
- Holding, finans ve yatırım segmenti hariç olmak üzere, 2025 yılı için açıkladığı beklentisini korumaktadır; gelir ve FAVÖK büyümesinin TÜFE ile paralel gerçekleşmesi öngörülmektedir.

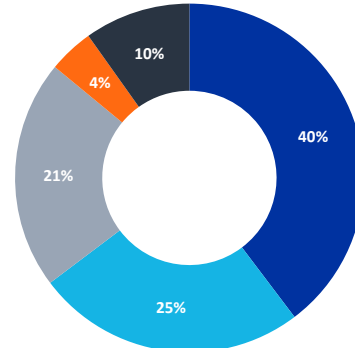
Holdingler

SAHOL NAD KIRILIMI



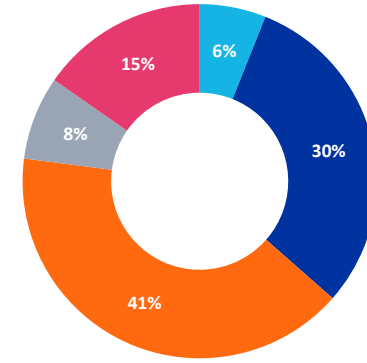
■ Finans ■ Enerji ■ Malzeme Teknolojileri ■ Perakende ■ Diğer

KCHOL NAD KIRILIMI



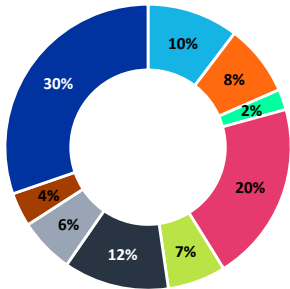
■ Otomotiv ■ Enerji ■ Finans ■ Dayanıklı Tüketim ■ Nakit & Diğer

AGHOL NAD KIRILIMI



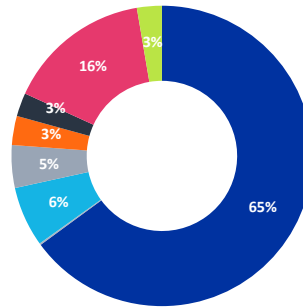
■ Bira Grubu ■ CCOLA ■ MGROS ■ ASUZU ■ Diğer

DOHOL NAD KIRILIMI



■ Elektrik Üretim ■ Otomotiv ■ Elektronik, Teknoloji ve Sanayi ■ Finans ve Yatırım ■ İnternet ve Eğlence ■ Madencilik ■ Nakit ■ Diğer

ALARK NAD KIRILIMI



■ Enerji ■ Taahhüt ■ Gayrimenkul ■ Sanayi ■ Turizm ■ Nakit ■ Tarım ■ Yatırım

NAD İskontoları

Şirket	Cari NAD İskontosu
AGHOL	-38.7%
ALARK	-63.9%
DOHOL	-52.3%
KCHOL	-40.0%
SAHOL	-59.3%

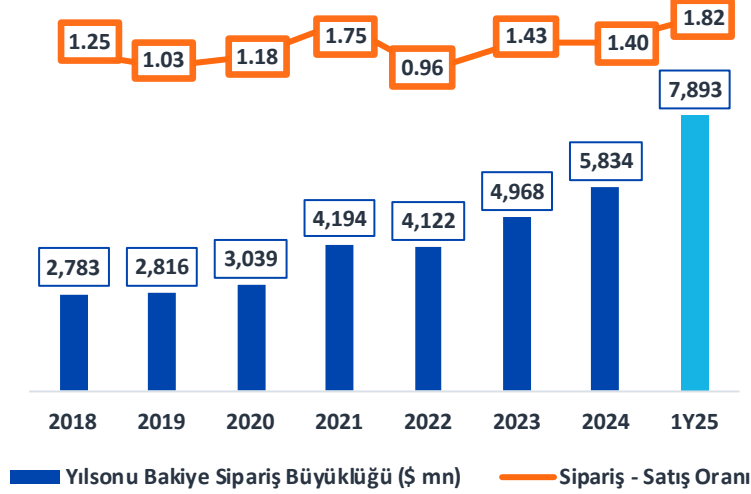
Holdinger

Enka İnşaat (ENKAİ.IS):

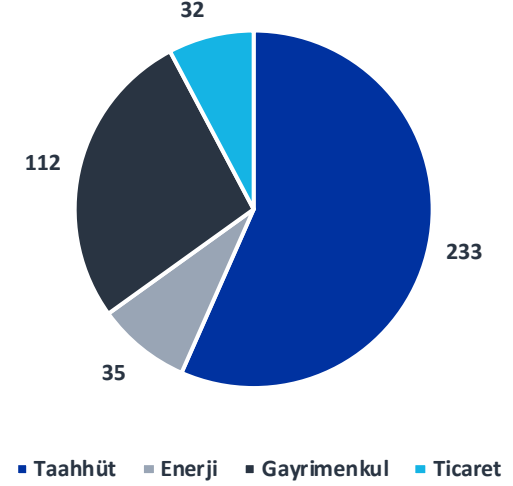
- Enka, mevcut piyasa değerin %48'ine denk gelen 5,3 milyar dolarlık güçlü net nakit pozisyonu, taahhüt segmentindeki güçlü büyüme performansı ve döviz bazlı gelirleri ile defansif bir isim olarak öne çıkıyor. ENKAİ için %24 getiri potansiyeline işaret eden 96TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.
- 2024 ve 1Y25, yeni proje kazanımları ve karlılık açısından oldukça güçlü geçti. 7,9 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğüne ulaşılırken, 1Y25 sonu itibarıyla 3,2 milyar dolar büyüklüğünde yeni sipariş alındı, sipariş/teslimat oranı ise 1,8x seviyesinde gerçekleşti. Özellikle enerji santralleri ve altyapı projelerinde uzmanlığını kanıtlamış olan Enka'nın inşaat sektöründeki faaliyetlerinin, Şirket'in faaliyet gösterdiği bölgelerdeki altyapı ihtiyaçları ve Avrupa'nın enerji dönüşüm sürecinden kaynaklanabilecek yeni siparişler sayesinde orta vadede canlılığını koruyacağını öngörüyoruz. Şirket'in enerji ve altyapı projelerindeki uzmanlığı sayesinde Enka'nın bu alanlarda gelecekte yeni projeler elde etmek için güçlü bir konumda olduğuna inanıyoruz. Öte yandan, Şirket'in 2025 yılını 4,9 milyar dolar büyüklüğünde yeni sözleşmeyle kapatacağını düşünüyor, ve taahhüt segmenti için, 2025 ve 2026 yıllarında, dolar bazında ciroda sırasıyla %23,9 ve %25,7; FAVÖK'te ise her iki yılda da %24,8 oranında büyüme bekliyoruz.
- Kırklareli'de inşaatı devam eden ve mevcut santrallerden daha yüksek verimliliğe sahip olacak 850 MW Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali'nin 4Ç25'te devreye alınması bekleniyor. Yeni kapasite, Şirketin mevcut kurulu kapasitesinin %21'ine karşılık gelirken, enerji segmenti finansallarındaki toparlanmanın bu santralin devreye alınmasının ardından gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Son yıllarda önemli büyüklüğe ulaşan yabancı devlet tahvili portföyünün, ABD tahvillerinde yaşanan değer artışının etkisiyle 2Ç25 finansallarına olumlu yansıdığı görülmekte olup, 2Y25 için de olumlu beklentilerimizi korumaktayız.
- Enka, 2Ç25'te Tuzla'da 10 MW kapasiteli veri merkezi inşasına başladı. Türkiye ve yurtdışında çeşitli ülkelerde de yeni veri merkezi yatırımları planlanmakta. Veri merkezi yatırımı ile Şirket'in yeni bir iş koluna adım atabileceğini ve bu yatırımlardan kira geliri elde edebileceğini düşünüyoruz. Enka'nın güçlü net nakit pozisyonu, yeni iş koluna girmek için sağlam bir konum sağlarken bu yatırımı, uzun vadeli değer yaratımı açısından stratejik bir fırsat olarak görüyoruz.

Holdingle

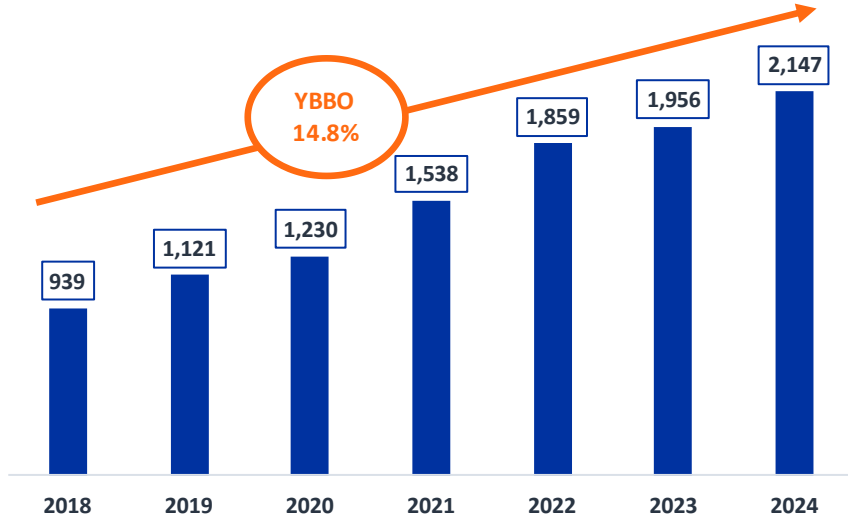
ENKAI - Bakiye Sipariş Büyüklüğü (\$ mn), Sipariş - Satış Oranı



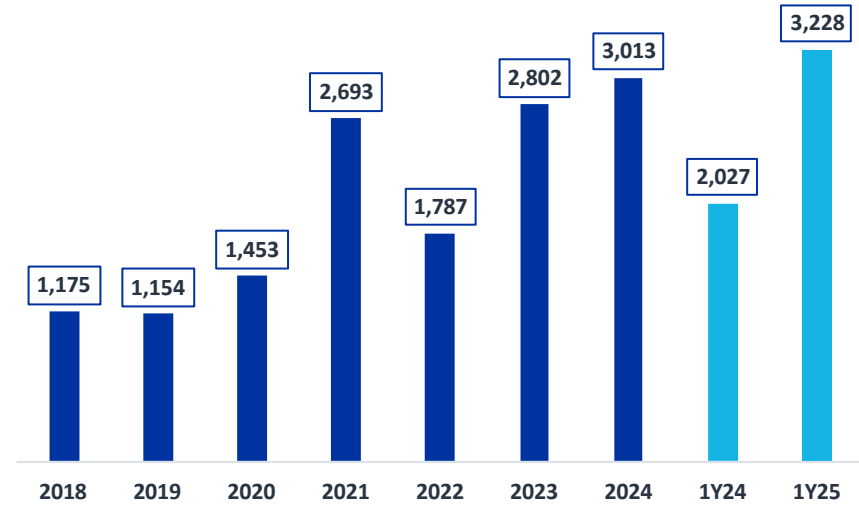
ENKAI - FAVÖK Kırılımı (1Y25) (\$ mn)



ENKAI - Satışlar (\$ mn) - Taahhüt Segmenti



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



Holdingle

ENKAI NAD Kırılımı (milyon dolar)				
İş Kolları	Değerleme Yöntemi Mevcut FD		Hedef Değer	NAD Ağırlığı
İnşaat	İNA	3.832	4.300	32%
Enerji	İNA	831	1.050	8%
Gayrimenkul	İNA	1.823	2.027	15%
Ticaret	6.0x FD/FAVÖK	385	385	3%
Diğer Varlıklar	Değerleme Yöntemi		NAD Ağırlığı	
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	Hedef Değer		2.322	17%
Satışa Hazır Varlıklar	Hedef Değer		15	0%
Geri Alınan Paylar	Piyasa Değeri		302	2%
Toplam Hedef Değer			10.401	77%
Konsolide Net Nakit			3.253	24%
Azınlık Payları			-107	-1%
Hedef NAD			13.546	
Hedef NAD'ine göre iskonto			-23%	
Hedef Piyasa Değeri (%10 Holding İskontosu)			12.192	
Piyasa Değeri			10.426	
Hedef Fiyat (US\$)			1,99	
Hedef Fiyat (TRY)			96	
Artış Potansiyeli			24%	

Petrol & Gaz

Fiyat ve Oranlar		Ply. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺	
TUPRS	196.00	377,652	249.00	204.79	27	AL	A	5.09	6.79	81.9	46.5	34	11%	79%	8%	36,695	33,775	796,402	766,970	68,108	61,002	347,424	344,706	10.8	11.7	1.1	1.1	5.1	5.6	10%	10%	6%	6%
AYGAZ	194.70	42,795	312.00	231.45	60	AL	A	6.74	8.46	2.35	24.2	56	4%	n.a	6%	4,283	4,386	82,328	81,087	2,435	2,615	66,240	66,785	10.5	10.2	0.7	0.7	17.4	16.2	6%	7%	5%	6%
PETKM	17.10	43,338	18.00	25.00	5	SAT	D	-5.5	-3.9	39	48	9			0%	-7,873	-1,432	94,010	98,527	-2,023	1,608	66,109	50,732	-	-	0.7	0.9	-	-				
Petrol																																	

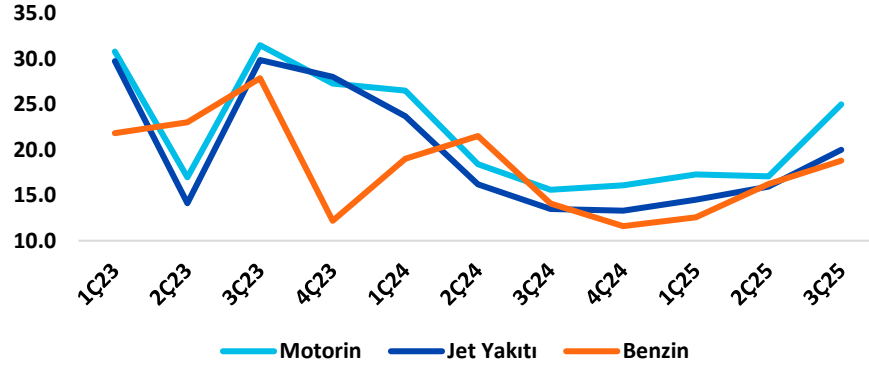
- **Tüpraş (TUPRS.IS):** Akdeniz rafineri marjları 2024 yılının ilk yarısında başlayan normalleşmenin ardından, bölgedeki jeopolitik gerilimin tırmanması ve Avrupa ve Afrika'daki rafineri bakımları nedeniyle 2025'in ikinci yarısında tekrar yükselişe geçti. Bölgedeki rafinaj kapasitesi artışlarının yetersizliği sebebiyle ürün marjlarının ilerleyen dönemde de pandemi öncesi ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyoruz. Büyük bakımlarını tamamlayan ve Akdeniz'in en yüksek kompleksiteye sahip rafineri şirketleri arasında yer alan Tüpraş, rafineri ürünleri talebinin beklenenden yüksek katılık sergilemesini beklediğimiz önümüzdeki yıllarda arz tarafında yaşanabilecek ilave şoklardan yararlanmak için iyi bir konumlanmaya sahip. Bununla beraber şirket, petrol talebindeki uzun vadeli riskleri göz önüne alarak stratejik dönüşüm planı çerçevesinde portföyünü yenilenebilir enerji, sürdürülebilir havacılık yakıtı ve hidrojen yatırımlarıyla çeşitlendirme yoluna gidiyor. Türkiye'nin akaryakıt talebi yılın ilk yarısında yıllık bazda büyüme sergilerken, Tüpraş'ın 2Y25 kapasite kullanım oranı %98 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin yılı %93 kapasite kullanım oranıyla tamamlamasını bekliyoruz (Şirket beklentisi: %90-%95). Net rafineri marjının daralan ağır ham petrol fiyat farklarına rağmen ürün marjlarında yaşanan yükseliş sebebiyle varil başına 6-7 dolar arasında gerçekleşmesini bekliyoruz (Şirket beklentisi: 5-6 dolar/varil).
- 2025-2026 FAVÖK tahminlerimizde yukarı yönlü revizyon ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle TUPRS için hedef fiyatımızı hisse başına 205TL'den 249TL'ye yükseltiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. TUPRS 25T 4,7x Düzeltmiş FD/FAVÖK ve 26T 5,1 Düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanları ile yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %11/%1 iskontolu işlem görüyor. Şirketin yenilenebilir enerji ve sürdürülebilir havacılık yakıtı yatırımlarının ilerleyen dönemde çarpan genişlemesine yol açabileceğini düşünüyoruz.
- **Aygaz (AYGAZ.IS):** Yılın ilk yarısında geçen yıla göre daha yüksek stok zararına rağmen daha uygun fiyatlı LPG tedariki, operasyonel giderlerde sağlanan verimlilik ve dağıtım marj artışları sonucu LPG ve doğal gaz segmentinde %12 reel FAVÖK büyümesi elde edildi. Bangladeş'teki iş ortaklığı United Aygaz ise yılın ilk yarısında 91 bin ton satışla yıllık %85 hacim büyümesine ulaştı ve karlılığa pozitif katkı sağlamaya başladı. Aygaz'ın tüm segmentlerinde pazar lideri olduğu LPG dağıtım iş kolu döviz bazlı öngörülebilir nakit yaratımı sağlarken, şirketin düşük borçluluğu büyüyen LPG pazarlarındaki potansiyel yatırımlar için iyi bir fırsat sunuyor. Şirketin önümüzdeki yıllarda ana faaliyetlerinden yıllık ortalama 62 milyon dolar FAVÖK yaratmasını bekliyoruz. Aygaz'ın tanker filosunun güçlendirilmesiyle önümüzdeki dönemde bölgesel LPG ticaretinde daha aktif olacağını düşünüyoruz. Bununla beraber Aygaz, Tüpraş'taki %9,3 dolaylı payı üzerinden düzenli temettü geliri elde etmeye devam ediyor. Yılbaşından bu yana TUPRS'ın gerisinde kalan hisse performansı ve mevcut değerlemelerde Aygaz'ın Tüpraş dışı varlıklarının neredeyse sıfıra yakın fiyatlanması, AYGAZ'ı TUPRS'a iskontolu yatırım için cazip kılıyor.
- Güncel TUPRS hedef değerimizin modele yansıtılması ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle AYGAZ için hedef fiyatımızı hisse başına 231TL'den 312TL'ye yükseltiyor, %60 getiri potansiyeliyle hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Petrol & Gaz

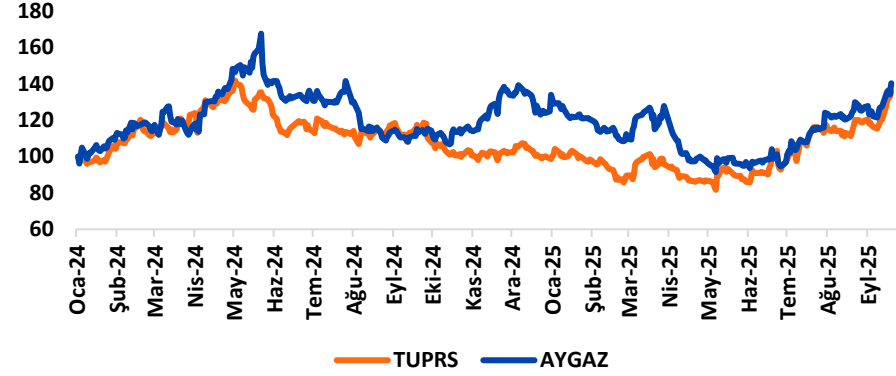
- **Petkim (PETKM.IS):** Avrupa petrokimya piyasasında talep zayıflığı ve belirli ürünlerde arz fazlası sorunları devam ettiğinden, ürün marjlarında yaşanan zayıflığın 2026 yılında da sürmesini bekliyoruz. Elyaf grubu başta olmak üzere ekonomik olmayan üniteler, maliyet optimizasyonu için geçici olarak kapalı kalmaya veya düşük kapasite seviyelerinde işletilmeye devam ediyor. Şirket yönetimi yılın ikinci yarısında operasyonlarda ılımlı bir iyileşme ile birlikte yılın ilk yarısındaki faaliyet zararının telafi edileceğini öngörüyor. Rafine marjlarında yaşanan artış sonucu STAR Rafinerisi'nin 2Y25'te kuvvetli nakit üreterek borçlarını azaltmaya devam edeceğini ve ilerleyen yıllarda Petkim'e temettü katkısı sağlamaya başlayacağını tahmin ediyoruz. Bununla beraber şirketin ana iş kolunda kalıcı bir iyileşme için mevcut üretimin optimize edilmesi ve yeni üretim ünitelerinin kurulmasını içeren Master Plan projesi ile ilgili fizibilite çalışmalarının seyri önem arz ediyor. Petkim/SOCAR Türkiye, güçlü büyüme potansiyeli ve yüksek talep nedeniyle Etilen, PP and YYPE/LAYPE tesislerine yatırım yapmayı planlarken nihai yatırım kararının 2026 yılında alınması bekleniyor.
- Şirket operasyonlarında kısa-orta vadede iyileşmenin sınırlı kalacağına yönelik beklentimiz beklentimiz ve şirketin yüksek kaldıraç seviyesini dikkate alarak, PETKM hisseleri için SAT tavsiyemizi koruyoruz.

Petrol & Gaz

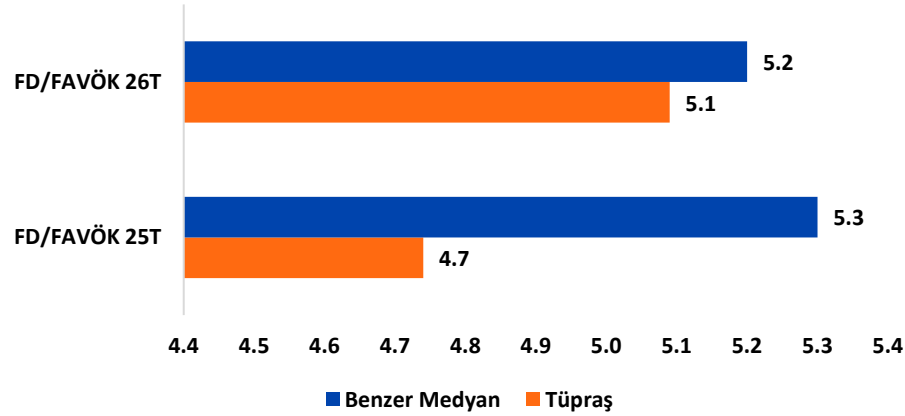
Ürün Marjları (dolar/varil)



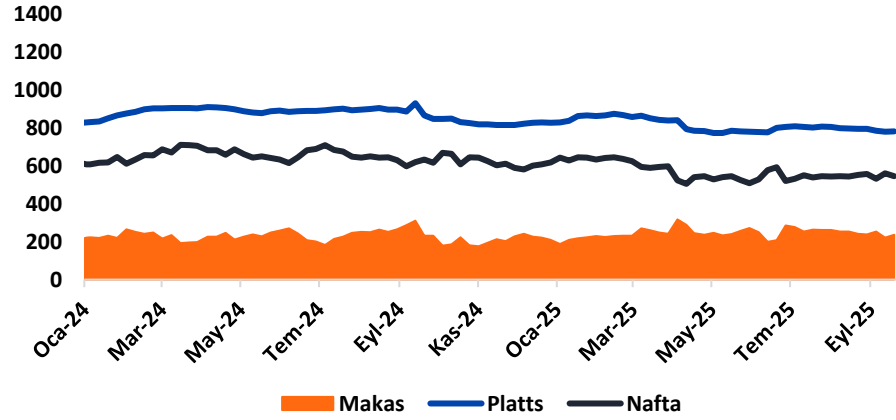
TUPRS & AYGAZ Göreceli Hisse Performansı



Tüpraş – Benzer Şirket Karşılaştırması



Platts – Nafta Makası (dolar/ton)



Kaynak: Şirket & Bloomberg & İş Yatırım Tahminleri

Giyim Perakendeleri

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.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺	
KOTON	17.23	14,295	27.66	34.94	61	AL	A	-5.4	-3.9	2.44	13.2	6			3%	1,569	1,666	32,955	33,675	7,016	7,938	9,077	9,953	9.6	9.0	1.7	1.5	3.3	2.9	18%	18%	6%	7%
MAVI	39.62	31,479	68.22	68.22	72	AL	A	6.05	7.76	12.5	72.6	32	3%	153%	3%	2,964	3,829	48,882	49,129	8,857	9,489	15,864	18,552	11.1	8.6	2.1	1.8	3.4	3.2	20%	22%	11%	13%
Tekstil Entegre																																	

- **Mavi (MAVI.IS)** – Mavi, 2Ç25 sonuçlarını açıkladığından bu yana endekse göre yaklaşık %2 negatif ayrıştı. Zorlu piyasa koşullarına rağmen şirketin güçlü temelleri, temkinli işletme sermayesi yönetimi ve sağlam maliyet disiplini dikkate alındığında, bu zayıf performansın haksız olduğunu düşünüyoruz.
- Operasyonel açıdan bakıldığında, 2Ç25 sonuçları genel olarak beklentilerle uyumluydu ve önemli bir sürpriz içermedi. Net kâr tarafındaki sert yıllık düşüşün ana nedeni, IAS39 kaynaklı 137 milyon TL'lik olumsuz etki ve şirketin döviz pozisyonunu hedge amacıyla artırması nedeniyle azalan finansal gelirler oldu. 2025 yılına ilişkin olarak, Mavi nominal ciro büyüme hedefini %35'ten %30'a indirirken, kârlılık beklentisini ise yukarı yönlü revize etti:

IFRS16 hariç FAVÖK marjı: %20 → %21,5

IFRS16 dahil FAVÖK marjı: %17 → %17,5

Bu revizyon, nominal FAVÖK beklentilerinde anlamlı bir değişiklik olmadığını gösteriyor.

- Ayrıca 2025'in ilk yarısında sepet büyüklüğünün %34,2 arttığını (reel bazda sadece %2,1 daralma) ve aynı dönemde Türkiye'de giyim-ayakkabı enflasyonunun %10,7, ulusal perakende satış hacimlerinin ise %3,2 azaldığını not etmek önemli. Bu, Mavi'nin ürün karmasını optimize etme ve fiyatlama gücünü koruma becerisini ortaya koyuyor.
- İleriye dönük olarak, 2026 tüketici açısından zorlu bir yıl olmaya devam edecek, ancak Mavi açısından en kötü dönemin geride kaldığına inanıyoruz. 2025'in ikinci yarısında, IFRS16 hariç FAVÖK büyümesinin enflasyonu anlamlı şekilde aşarak düşük bazdan reel kârlılık ivmesini yeniden kazandırmasını bekliyoruz. 2026'da beklenen faiz indirimleri; (i) TL faiz giderlerini ve kredi kartı komisyon maliyetlerini azaltarak net kârı destekleyecek, (ii) sektördeki stok finansmanı baskılarını hafifletecektir. Ayrıca daha güçlü bir euro ve TL'nin değer kazanımının sona ermesi, uluslararası markalarla rekabeti normalize edecektir.
- MAVI'nin cazip bir değerlendirme sunduğunu düşünüyoruz; hisse şu anda 2026T EV/nakit FAVÖK 3,6x çarpanından işlem görüyor (faiz, sabit kira ve kart ücretleri hariç) ve bu, uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %50 iskonto anlamına geliyor.

Giyim Perakendeleri

- **Koton (KOTON.IS):** Zayıf tüketici talebi ve yoğun rekabete rağmen Koton, etkin stok yönetimi, kontrollü maliyet yönetimi, ayrıca yeni indirim stratejisi ve dinamik fiyatlandırma politikası sayesinde 2Ç25'te güçlü bir FAVÖK marjı toparlanması elde etti. Buna göre, düzeltilmiş FAVÖK (diğer gelir/giderler dahil) 2.200 milyon TL (+%12 yıllık) seviyesinde gerçekleşirken, marj %30,8 (+5,9 puan yıllık) oldu.
- Üç çeyrektir negatif olan serbest nakit akışı, operasyonel performanstaki iyileşmenin etkisiyle 2Ç25'te 636 milyon TL pozitif gerçekleşti. Diğer yandan, döviz cinsi krediler ve kur hareketleri nedeniyle net borç 2Ç25 sonu itibarıyla 8,0 milyar TL'ye yükseldi.
- 2025 yılı için temkinli kalmayı sürdürüyoruz; reel gelirlerin yatay seyretmesini ve düzeltilmiş FAVÖK marjının %19,9 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 3Ç görünümü, faaliyet marjlarında bir miktar gerilemeye işaret ediyor. 2026'da daha dengeli bir enflasyon/kur görünümü, Koton'un uluslararası satışlarını ve kârlılığını destekleyecek; bu kapsamda %3 reel büyüme ve 0,6 puanlık marj artışı öngörüyoruz. Görece yüksek sabit kira oranlarını da dikkate aldığımızda, şirketin nakit yaratımının 2026'nın ikinci yarısından itibaren daha sürdürülebilir hale gelmesini bekliyoruz.
- Koton için hedef fiyatımızı 35 TL'den 28 TL'ye hafifçe aşağı yönlü revize ettik. Güçlü markası, omni-channel varlığı ve uluslararası genişleme stratejileri ile şirketin, uygun fiyatlı ve trend moda segmentinde büyüyen talebi fırsata çevirmeye iyi konumlandığını düşünüyoruz.
- Hisse, 2026T düzeltilmiş EV/FAVÖK (IFRS-16 hariç) 4,0x çarpanından işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %45 iskonto taşımaktadır.

Gıda Perakendeleri

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 Değ.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026											
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$										
BIMAS	532.00	319,200	830.24	680.77	56	AL	A	-1.7	-0.1	65.7	68.2	50	3%	60%	4%	31,429	35,356	736,152	795,743	39,571	61,156	179,572	204,959	10.6	9.5	1.9	1.6	9.3	6.0	19%	18%	10%	10%									
MGROS	446.75	80,886	753.15	762.38	69	AL	A	0.39	2.01	27.2	50.8	26	2%	12%	6%	14,690	15,861	415,091	441,326	24,492	34,073	89,272	102,717	5.8	5.3	0.9	0.8	3.7	2.7	18%	17%	7%	7%									
SOKM	43.90	26,045	85.52	63.58	95	AL	A	20.6	22.6	7.44	45.7	33	2%	19%	8%	6,640	7,100	279,623	291,937	6,988	13,836	42,897	50,253	4.1	3.8	0.6	0.5	4.3	2.2	16%	15%	6%	6%									
Ticari Mağazacılık																																										

Sektörel Görünüm

- 2025 yılında perakende sektöründe satış büyümesi yavaşlıyor. Enflasyondaki düşüş, nominal satış ivmesini baskılarken zayıf reel talep de reel büyüme dinamiklerini sınırılıyor. Gıda enflasyonunun hala yüksek seyretmesi benzer mağaza satışlarını (LfL) desteklese de, ciro artışı ağırlıklı olarak hacim bazlı bir toparlanma yerine fiyat kaynaklı olmaya devam ediyor. Hanehalkı harcamalarındaki sınırlı artış, temel kategoriler ve özel markalar üzerinde yoğunlaşırken, mağaza trafiği yatay veya hafif negatif seyreliyor. 2024'teki yüksek kira artışları ve sıkılaşan maliyet koşulları nedeniyle yavaşlayan mağaza açılışları da reel ciro büyümesini sınırılıyor.
- Rekabet baskısı yüksek seyrediyor. İndirim mağazalarının agresif fiyat stratejileri ve büyüyen e-ticaret kanalları, fiyatlama esnekliğini azaltarak brüt marjlar üzerinde baskı yaratıyor.
- Maliyet tarafında ise operasyonel giderlerde (OPEX) iyileşme gözleniyor. 2024'teki ücret şokunun ardından personel giderleri normalleşirken, dijitalleşme ve lojistik yatırımlarının getirdiği verimlilik artışları da destekleyici oluyor. Bu kapsamda, 2025'te ciro büyümesinin ılımlı seyretmesi, FAVÖK marjlarının ise büyük oranda yatay veya talep artışından ziyade gider normalleşmesinden kaynaklanacak hafif yukarı yönlü bir trend kaydetmesi öngörülüyor. Genel olarak, 2025 yılı perakendeciler için ağ genişlemesinden çok operasyonel verimlilik, maliyet kontrolü ve nakit akışı dayanıklılığına odaklanılan bir yıl konumunda.
- Talep üzerindeki baskı konusunda en kötünün geride kalmış olabileceğini düşünmekle birlikte, reel tüketimdeki toparlanmanın enflasyonun inatçı seyri ve temkinli para politikası gevşemesi nedeniyle yavaş ve kademeli olması bekleniyor. Bu nedenle sektöre ilişkin görüşümüz yıl başına kıyasla daha olumlu olsa da hacim bazlı net bir toparlanma sinyali henüz oluşmaması sebebiyle temkinli iyimser yaklaşımımızı sürdürüyoruz.

Gıda Perakendeleri

Bim Birleşik Mağazalar (BIMAS.IS)

- BİM, düşük maliyetli iş modeli ve disiplinli gider yönetimi sayesinde sektördeki defansif liderliğini sürdürüyor. Ancak büyüme ağırlıklı olarak enflasyon kaynaklı; hacim katkısı sınırlı kalıyor. 2025'te nominal %43, reel olarak ise yaklaşık %7 ciro büyümesi öngörüyoruz. Zayıf alım gücü nedeniyle müşteri trafiği ve sepet hacimlerinin %1,5–2 civarında daralmasını bekliyoruz.
- Verimlilik artışları ve personel giderlerindeki normalleşme marjları desteklese de kısa vadede yukarı yönlü potansiyelin sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Mağaza açılışlarındaki yavaşlama da büyüme ivmesini sınırlandırıyor. 2025 yılı için FAVÖK marjını yaklaşık %7,5 seviyesinde, şirketin yıl sonu beklentisine paralel bekliyoruz.
- 2025'in düşük baz etkisiyle, 2026'da hem trafik hem sepet hacminde düşük tek haneli hacim artışı bekliyoruz. Ancak 2025'teki yavaş mağaza açılış temposundaki zayıflığın 2026'da da devam etmesi reel büyüme potansiyelini sınırlayabilir. 3Ç25'te trafik ve marj tarafında ılımlı bir toparlanma olası olsa da mevcut makro koşullar altında hızlı bir dönüş için güçlü bir katalizör bulunmadığını düşünüyoruz. Yıllık gelir büyüme performansının şirket hedeflerinin alt bandına yakın seyretmesini beklerken BİM için temkinli duruşumuzu koruyoruz;

Migros (MGROS.IS)

- Migros, çok kanallı (omnichannel) ekosistemi ve operasyonel ölçeği sayesinde en güçlü konumda bulunan oyuncu olarak öne çıktığını düşünüyoruz. Migros Sanal Market, Macroonline ve Migros Hemen kanalları ciro dayanıklılığını desteklemeye devam ediyor. Büyüme hala enflasyon kaynaklı olsa da Migros'un çeşitlendirilmiş iş modeli pazar payı kazanımlarını mümkün kılıyor.
- Yoğun rekabet ve agresif fiyatlamaya rağmen, lojistik verimliliği, dijital yatırımlar ve geçen yılki ücret şokunun ardından maliyet normalleşmesi Migros'un operasyonel kaldıraç etkisini güçlendiriyor. Bu sayede şirket verimlilik artışı, istikrarlı nakit üretimi ve daha sağlam bir gider yapısı ile öne çıkıyor.
- 2025 yılı için düzeltilmiş FAVÖK marjını yaklaşık %4,1 seviyesinde, yıllık bazda yatay bekliyoruz. Enflasyonun istikrar kazanması ve tüketici güveninin artmasıyla 2026'da marj artışı potansiyeli öngörürken mevcut değerlemenin, Migros'un operasyonel performansını tam olarak yansıtmadığını ve orta vadede yeniden değerlendirme (re-rating) potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

Gıda Perakendeleri

Şok Marketler (SOKM.IS)

- Şok, 2024 son çeyreğinden itibaren başlayan operasyonel toparlanmasını 2025'te de sürdürerek maliyet kontrolü ve karlılıkta istikrarlı bir iyileşme sergiliyor. Makro zorluklara rağmen trafik artışı ve yeni mağaza açılışları ciro momentumunu desteklerken disiplinli gider yönetimi de olumlu işaretler veriyor. 2025'te reel büyümenin şirket beklentileriyle uyumlu olarak yaklaşık %5 olmasını öngörüyoruz.
- Agresif fiyat rekabeti brüt marjlar üzerinde baskı oluşturmaya devam etse de personel giderlerindeki normalleşme ve verimlilik artışı FAVÖK tarafında anlamlı bir toparlanmaya işaret ediyor. Geçtiğimiz yıl enflasyon muhasebesi altında negatif FAVÖK açıklayan şirket, bu yıl pozitif seviyelere dönerek operasyonel iyileşmeye ilişkin iyileşme sinyali vermeye başladı.
- Benzerlerine kıyasla önemli bir iskontoyla işlem gören hisse için temel olarak artış potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Maliyet normalleşmesi, trafik artışının sürmesi ve ilave büyük bir negatif şok olmadığı koşullarda Şok'un yeniden değerlendirme sürecini destekleyecek bir performans sergilemesi olası görünüyor.

Reel Satış Büyümesi						
	2023	2024	1Ç25	2Ç25	1Y24	1Y25
BIMAS	18.0%	10.0%	3.0%	4.0%	12.0%	3.0%
MGROS	29.3%	12.1%	8.5%	5.7%	11.1%	7.0%
SOKM	18.3%	4.7%	5.3%	3.0%	1.7%	4.1%

FAVÖK Marjı (UMS29)						
	2023	2024	1Ç25	2Ç25	1Y24	1Y25
BIMAS	4.2%	4.3%	3.6%	6.1%	3.8%	4.8%
MGROS	3.1%	3.4%	4.7%	5.4%	3.3%	5.1%
SOKM	2.9%	0.0%	0.1%	1.1%	-1.4%	0.6%

Yatırım Harcamaları/Satış Oranı						
	2023	2024	1Ç25	2Ç25	1Y24	1Y25
BIMAS	3.4%	3.5%	3.1%	3.3%	3.8%	3.2%
MGROS	3.5%	3.4%	2.0%	3.4%	3.0%	2.7%
SOKM	1.8%	2.6%	1.7%	1.7%	2.5%	1.7%

Serbest Nakit Akışı Marjı				
	2023	2024	1Ç25	2Ç25
BIMAS	2.7%	2.7%	6.2%	-0.7%
MGROS	5.5%	6.1%	-2.3%	6.5%
SOKM	8.9%	7.2%	7.6%	8.5%

Satış Alanı Büyümesi				
	2023	2024	1Ç25	2Ç25
BIMAS	8.4%	8.8%	8.0%	7.2%
MGROS	15.6%	5.3%	5.0%	2.4%
SOKM	4.3%	2.4%	2.1%	1.0%

Yıllık Beklentiler		Satış Büyümesi	FAVÖK Marjı	Yatırım Harcaması/Satışlar
MGROS	UMS29	%8-10	6%	%2.5-3
BIMAS	UMS29	%8 (+/-%2)	%5 (+/-%0.5)	%3.5-4
	nominal	%45 (+/-%5)	%7.5 (+/-%0.5)	
SOKM	UMS29	%6 (+/-%2)	%2 (+/-%0.5)	%2.5 (+/-%0.5)

Anadolu Efes (AEFES.IS)

- Anadolu Efes hisseleri, Rusya bira operasyonlarına geçici yönetim atanmasının ardından ciddi değer kaybetti.
- Bira grubu için proforma bazda Türkiye’de hafif hacim daralması, yurtdışı operasyonlarda ise yatay hacim beklentimizin yanı sıra geçtiğimiz 3 senede oldukça kuvvetli seyreden faaliyet marjlarında yıllık bazda hafif daralma öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısında nakit yaratımı ile beraber yıl sonunda bira grubu borçluluğunda bir miktar daha azalma bekliyoruz. Konsolide sonuçlara etkisi oldukça sınırlı olsa da yüksek alkollü içki üretimi ve dağıtımı alanında yapılan yatırımların şirketin marjına uzun vadede katkı sağlamasını bekliyor ve olumlu buluyoruz.
- Rusya operasyonları ve nakit pozisyonu dahil edilmediğinde dahi solo bira grubu 25T 3.8x FD/FAVÖK çarpanı ile yabancı benzerlerine kıyasla oldukça iskontolu işlem görüyor.
- Hedef fiyatımızı CCOLA hisseleri ve bira grubu için yaptığımız güncellemeler ile birlikte hafif aşağı yönlü revize ediyoruz. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Rusya operasyonlarını değerlememize dahil etmeye devam etsek de çarpan ve İNA analizinde kullandığımız iskntoları artırmamız sebebi ile eski hedef fiyatımızın yaklaşık %20’sini oluşturan Rusya operasyonlarının güncel hedef fiyatımızdaki payı %14 seviyesine geriledi. Finansal Yatırımlar altında konsolide edilen Rusya operasyonlarını gelir tablosu tahminlerimize dahil etmiyoruz.

- Nispeten zayıf seyreden Türkiye ve Pakistan hacimlerine rağmen Özbekistan, Kazakistan ve Irak operasyonlarındaki güçlü büyümeleri hacimleri destekliyor. Şirketin yurtdışı operasyonları için paylaştığı orta-yüksek tek haneli hacim büyümesi beklentisinde ise yukarı yönlü risk olduğunu düşünüyoruz.
- Yılın ikinci yarısında marj iyileşmeleri ve nakit yaratımı ile beraber borçluluk seviyesinin düşmeye devam etmesini bekliyoruz. Şirketin enflasyon muhasebesi hariç faaliyet kar marjındaki hafif daralma beklentisinde de ciddi bir risk öngörmüyoruz. Önümüzdeki birkaç çeyrekte de maliyetlerdeki öngörülebilirlik ve fiyatlandırma politikası ile beraber kuvvetli marjlar göreceğimizi düşünüyoruz. Şirket 2025 hammadde maliyetlerinin büyük kısmını da hedge etmiş durumda.
- CCOLA hisseleri 25T 5.9x ve 26T 5.5x FD/FAVÖK çarpanları ile yurtdışı benzerlerine kıyasla sırasıyla %28 ve %24 iskonto ile işlem görüyor. Makro tahminlerimizdeki revizyon ve hacim ve ünite kasa başı fiyat varsayımlarımızdaki değişiklikler sebebi ile hedef fiyatımızı 87TL'ye çekiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Gıda & İçecek

Ülker Bisküvi (ULKER.IS)

- Ülker, 2025 yılında satış gelirlerinde %3 (+/- %1) büyüme ve %17,5 (+/- %0,5) FAVÖK marjı hedeflemekte. Bizim 2025 yıl sonu tahminlerimiz ise satış gelirlerinde reel bazda %2,0 büyüme ve %17,4 seviyesinde FAVÖK marjına denk geliyor.
- Hammadde maliyetlerindeki artışlar FAVÖK marjındaki daralmada önemli bir rol oynadı. Marjlar üzerindeki bu baskının 2Y25'te de devam etmesini bekliyoruz. Önümüzdeki sene için de hafif bir marj iyileşmesi görebiliriz. Hammaddelerin çoğu ya hedge edildi ya da önceden satın alındı. Haziran 2025 itibarıyla, net döviz pozisyonun %66'sı kapatılmış durumda ve 549 milyon dolar açık pozisyon hedge edildi. Net Borç/FAVÖK ise 1.9x seviyesinde.
- ULKER için hedef fiyatımızı hisse başına 231 TL'den 206 TL'ye düşürüyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat revizyonumuz, güncellenen makro varsayımlarımızın yanı sıra revize edilen birim fiyat varsayımlarımız ve hacim büyüme beklentilerimizden kaynaklanıyor. ULKER hisseleri 4.1x 2025T FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %58 iskonto ile işlem görmektedir.

TAB Gıda (TABGD.IS)

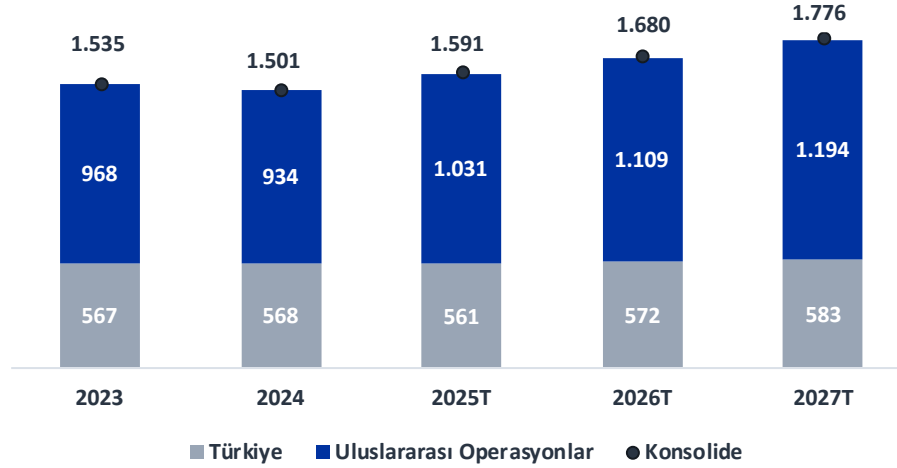
- Şirketin sene içerisindeki satış rakamları ve marjları beklentilerimize paralel olarak devam etmektedir. Yüksek restoran açılış hızı ve TAB Gıda'nın stratejik, veri tabanlı ekonomik menü promosyon stratejisi, fiş adetleri ve ciroda büyümeyi desteklemekte olup beklediğimiz şekilde ortalama fiş tutarındaki artışı sınırlayarak FAVÖK marjı üzerinde hafif geçici bir baskı yaratmaktadır.
- Bununla birlikte, düşük sermaye gereksinimli büyüme modeli, yüksek franchise oranı ve tam entegre tedarik zinciri (Patates üretimi: ATAKP.IS, Ekmek ve Et Üretim Tesisleri, lojistik ve teknolojik altyapısı: ATATP.IS) sayesinde orta vadede marjların toparlanma potansiyeli güçlüdür.
- Ayrıca, şirket yıl sonu için yüksek reel ciro artışı beklentilerinin yanı sıra restoran açılış hedeflerinde önemli bir yukarı yönlü revizyon yaparak, kapanan KFC ve Pizza Hut restoranlarından pazar payı kazanma fırsatını değerlendirmektedir. Bu stratejiyle, önümüzdeki yıllarda pazar konumunu daha da güçlendirmeyi hedeflemektedir. Şirket, BIST gıda perakende segmentinde güçlü büyüme hikayelerinden birini sunmaya devam etmektedir.

Gıda & İçecek

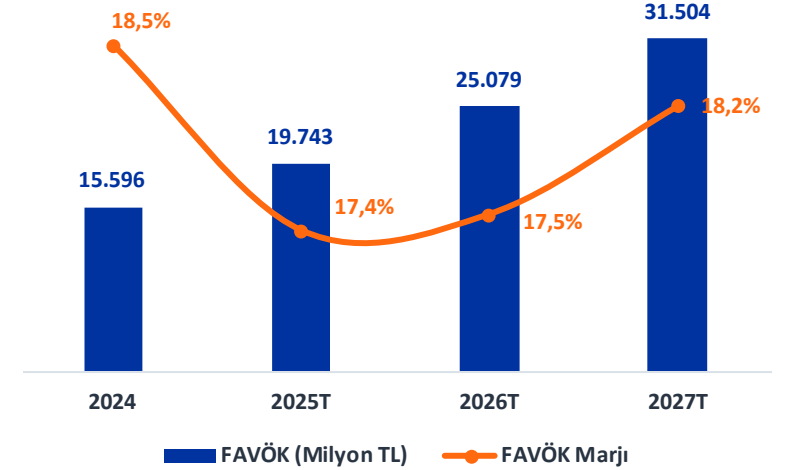
AEFES – Rusya Bira Operasyonları*

	1Y24	1Y25
Hacim (mhl)	12,9	13,5
Satışlar (milyon TL)	22.847	34.737
FAVÖK (Milyon TL)	3.192	6.505
FAVÖK Marjı	14,0%	18,7%
Net Kar (Milyon TL)	1.854	2.938

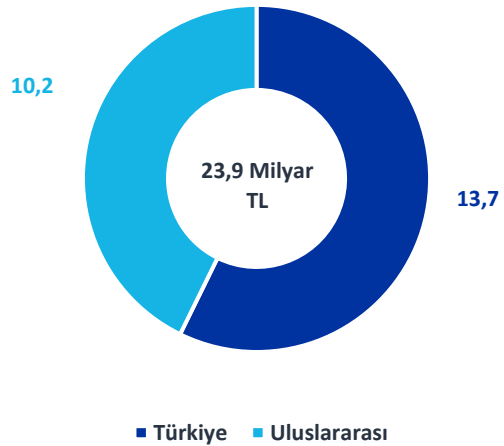
COLA - Hacim (Milyon Ünite Kasa)



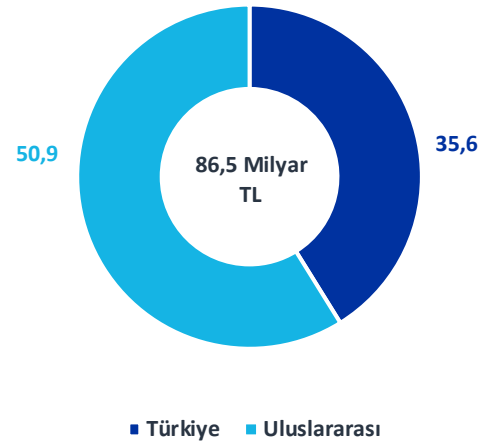
ULKER - FAVÖK ve FAVÖK Marjı



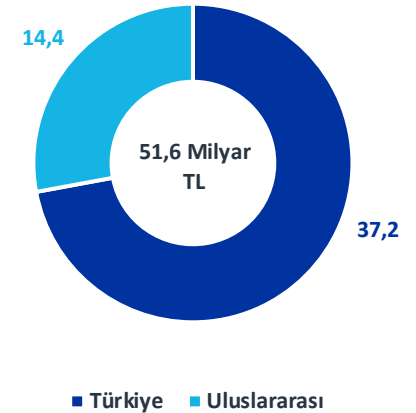
AEFES - 6A25 Satışların Dağılımı - Bira Grubu (Milyar TL)



COLA - 6A25 Satışların Dağılımı (Milyar TL)



ULKER - 6A25 Satışların Dağılımı (Milyar TL)



*UMS-29 Düzeltmeleri Öncesi
Kaynak: Şirket Sunumu, İş Yatırım

Gıda & İçecek

Atakey Patates (ATAKP.IS)

- Şirketin dondurulmuş gıda satış hacimleri sene başında paylaştıkları 74K ton beklentileriyle paralel seyrederken, net satış rakamları ve marjlar baskı altında kalmaya devam etmektedir.
- Şirketin satış kırılımı 9A25 döneminde çoğunlukla TAB Gıda olmak üzere yurt içi müşterilere yönelmesi beraberinde Çin pazarındaki ihracat kanalında henüz toparlanma işareti görülmemektedir. TAB Gıda'nın yüksek alımları ve restoran açılışlarındaki hız satış hacmini desteklemekte, ancak bu gelişme aynı zamanda sene sonu ortalama satış fiyatı üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmaktadır.
- Önümüzdeki dönemde, Atakey için temel odak noktası hacim büyümesi ile karlılık arasındaki dengenin sürdürülebilirliği olacaktır.

Göknur Gıda (GOKNR.IS)

- Göknur Gıda, konsantre meyve suyu satış hacimlerindeki yıllık artış sayesinde reel anlamda büyümeyi sürdürüyor. 1Ç'ye (%37) ve 2Ç'ye (%17) ilişkin brüt marj dalgalanmaları olmuş olsa da, önümüzdeki dönemde marjın yaklaşık %25 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz.
- Şirketin, hammadde tedariği konusundaki esnekliği sayesinde zirai don etkilerinden rakiplerine kıyasla daha az olumsuz etkilenmiş durumda. İç pazarda gıda enflasyonundan kaynaklanan fiyatlama gücünün avantajını da kullanmakta.
- Şirket ayrıca Afyon'da yeni bir taze meyve-sebze paketleme hattı ve soğuk hava deposu yatırımı duyurdu. Finansallara yansımaları zamanla görülecek olup önemli bir adım olduğunu düşünüyoruz.
- Kazakistan'da kurulacak yeni bir fabrika için ekipman tedariği ve danışmanlık hizmeti veriyor; bu tesisle birlikte garanti alım anlaşması sayesinde küresel hammadde tedarik ağını güçlendirmesi bekleniyor.

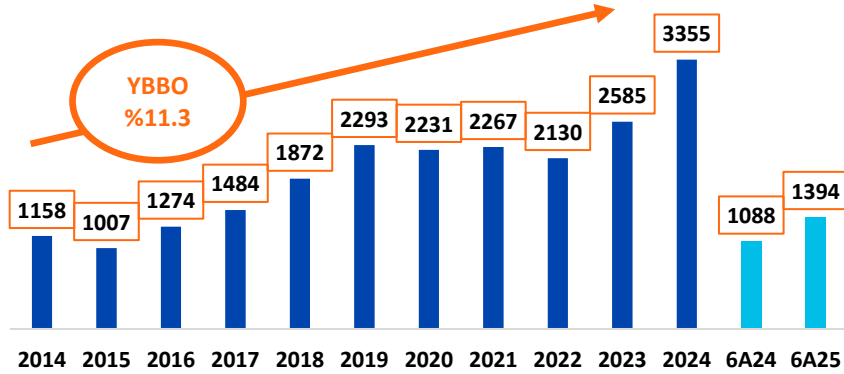
Savunma

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.:%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
ASELS	205.70	937,992	247.00	212.00	20	AL	A	-4.3	-2.8	134	25.8	53	0%	11%	0.3%	24,905	41,041	179,589	212,165	45,350	53,788	198,263	232,465	39.5	24.0	5.0	4.2	22.2	18.7	13%	19%	8%	11%
Savunma Teknolojisi															39.5	24.0	5.0	4.2	22.2	18.7	13%	19%	8%	11%									

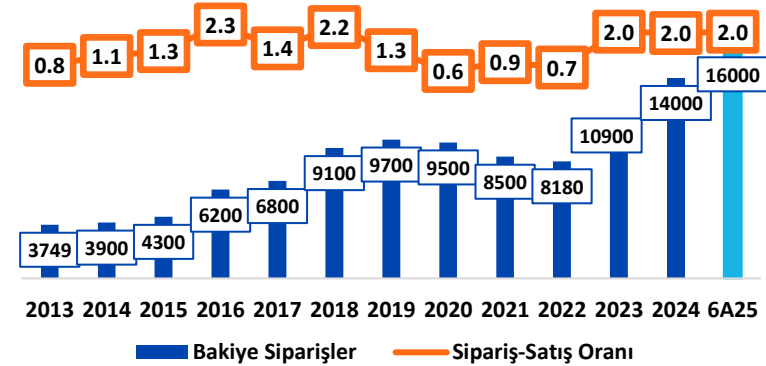
- **Aselsan (ASELS.IS)**, artan jeopolitik gerilimlerle birlikte savunma harcamalarının yükseliş trendine girdiği bir dönemde, önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekleyecek rekor bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. Büyüyen Türk savunma sanayisi ekosisteminde kilit bir oyuncu konumunda olan Aselsan, radar, elektronik harp, elektro-optik, güdüm ve hava savunma sistemleri gibi savunma elektroniği alanlarındaki ileri teknolojik yetkinlikleriyle öne çıkıyor.
- Aselsan'ın halihazırda faaliyet gösterdiği 5.000 dönümlük alana ek olarak 1,5 milyar dolarlık yatırımla kurulacak 6.500 dönüm büyüklüğündeki Oğulbey Teknoloji Üssü'nde başta hava savunma sistemleri olmak üzere kritik teknolojilerin seri üretimi gerçekleşecek. Yeni yatırımlarla artırılan seri üretim kapasitesi ve Aselsan'ın yerli platform üreticisi iş ortaklarıyla birlikte yükselen ihracat faaliyetlerinin, şirketin önümüzdeki dönemde büyüme ivmesini sürdürmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz.
- Şirketin gelirlerinin büyük kısmı dövize endeksliken, harcamalarının çoğunluğunu TL oluşturuyor. AR-GE teşvikleri nedeniyle kurumlar vergisinden muaf olan ve Yatırım Taahhütlü Avans Kredileri ve Proje Bazlı Yatırım Teşvikleri nedeniyle ucuz finansman imkanlarını kullanan Aselsan, alacak tahsilatlarında da iyileşme göstererek Net Borç/FAVÖK oranını 1.0x'in altında tutmaya devam ediyor.
- 1Y25 sonu itibarıyla 2,84 milyar dolar büyüklüğünde yeni sipariş alan Aselsan'ın 2025 yılını 8,3 milyar dolarla kapatacağını ve yıl sonunda bakiye sipariş büyüklüğünün 18,3 milyar dolara ulaşacağını öngörüyoruz. Böylelikle 1,42x olan ve benzerlerine kıyasla %23 primli olan FD/Bakiye Sipariş rasyosunun 2025 yılı sonunda 1,25x'e gerilemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2025 yılı ciro tahminimizi 4,1 milyar dolar, 2026 yılı ciro tahminimizi ise 5,0 milyar dolar olarak revize ediyor, ASELS için hisse başına hedef fiyatımızı 212TL'den 247TL'ye yükseltiyoruz.
- ASELS hisseleri, 2026T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 18,1x ve 2027T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 14,4x ile uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %4 primli / %7 iskontolu işlem görüyor. 2024-2027 arasında yurt dışı benzerlerinin medyan ciro büyüme beklentisi %12'yken, Aselsan'ın dolar bazında yıllık %22 bileşik büyüme oranı ile büyümesini bekliyoruz.

Savunma

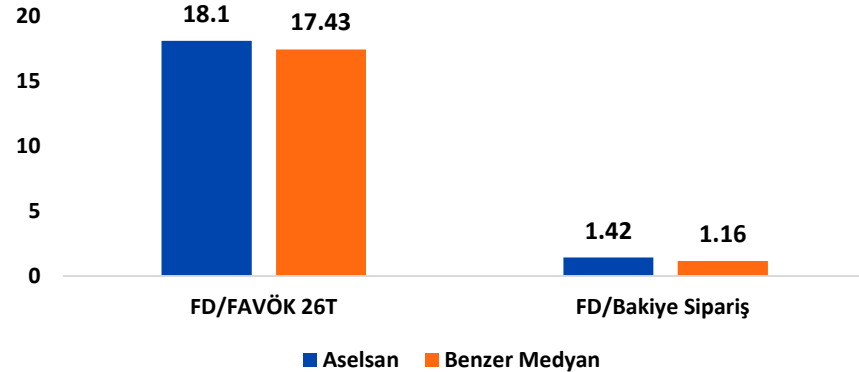
Aselsan – Net Satış Gelirleri (bin dolar)



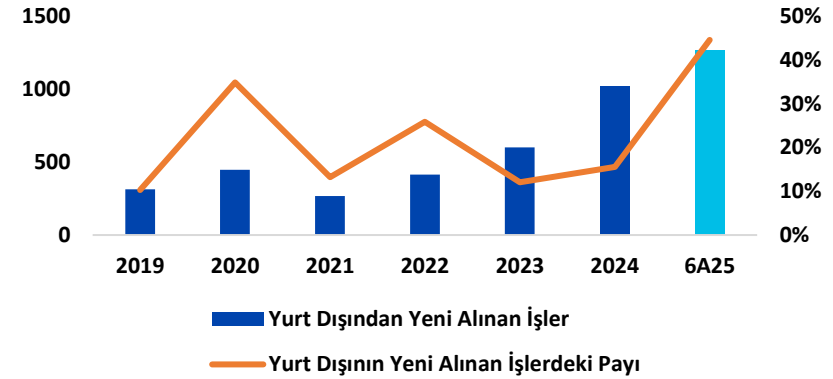
Aselsan – Bakiye Siparişler (bin dolar) & Sipariş-Satış Oranı



Aselsan – Benzer Şirket Karşılaştırması



Aselsan – Yurt Dışından Yeni Alınan İşler (bin dolar)



Kaynak: Şirket & Bloomberg & İş Yatırım Tahminleri

Mobilya

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.%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
YATAS	36.64	5,489	49.97	48.39	36	AL	A	4.39	6.08	1.14	59	16	3%	37%	0%	4	295	20,078	20,471	1,012	1,332	12,259	12,428	-	19.5	0.5	0.5	10.8	8.2	0%	2%	0%	1%
Mobilya																																	

- **Yataş (YATAS.IS)**, yatırım döngüsünü tamamlamış olup 2026'dan itibaren marj odaklı bir büyüme evresine girmektedir.
- Sünger fabrikası ve çatı GES projelerinin tamamlanmasıyla birlikte yatırım harcaması yoğunluğu azalacak, bu da serbest nakit akışını ve kârlılığı artıracaktır.
- Eylül 2025'te test üretimine başlayan ve 2029'a kadar tam kapasiteye ulaşması beklenen 1,2 milyon m³'lük sünger tesisi, üretiminin %30–35'ini iç kullanım için ayıracaktır. Bu tesis, dikey entegrasyon ve maliyet verimliliği sayesinde brüt kâr marjında kademeli olarak 1–2 puan iyileşme sağlayacaktır.
- Önümüzdeki dört yılda toplam 2,4 milyon m³ sünger üretimi ile yaklaşık 4,5 milyar TL (2026'da 500 milyon TL) ek gelir yaratması beklenmektedir.
- Tesis ayrıca, otomotiv, hazır giyim ve ayakkabı gibi mobilya dışı sektörlerle de tedarik sağlayabilme potansiyeline sahiptir; bu da orta vadede şirketin ihracat payını %15–20 seviyesine yükseltebilir.
- 12 MW'lık çatı GES projeleri, 2026'dan itibaren şirketin elektrik ihtiyacının tamamını karşılayacak ve yıllık yaklaşık 2 milyon dolar tutarında maliyet tasarrufu ve ek gelir sağlayacaktır.
- Varlık Fonu'na bağlı İstikbal–Bellona–Mondi grubu satış sürecine girmiştir – Bellona satılmış, İstikbal ise ihaleye çıkmıştır. Yeni sahiplerin kârlılık odaklı stratejisi, sektörde daha sağlıklı bir fiyatlama ortamı yaratarak Yataş'ın marjlarını destekleyebilir.
- Son iki yıldır sıkı para politikası ve azalan alım gücü nedeniyle zayıf seyreden mobilya talebinde kısa vadede belirgin bir toparlanma beklemiyoruz. Ancak, 2026'nın ikinci yarısında para politikasındaki gevşeme ile daha gözle görülür bir toparlanma beklenmektedir.
- Şirketin 2025'i reel bazda %5 daralma ve %10,5 FAVÖK marjı ile tamamlamasını, 2026'da ise %3 reel büyüme ve %12,0 marj elde etmesini öngörüyoruz.
- YATAS, 10,8x 2025T ve 8,2x 2026T EV/FAVÖK çarpanları itibarıyla küresel benzerlerine göre önemli bir iskonto ile işlem görmekte olup, kârlılık görünürlüğü arttıkça yeniden değerlendirme potansiyeli taşımaktadır. 50 TL/hisse hedef fiyatımızla "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Teknologi Perakende

[illegible]

- **Teknosa (TKNSA.IS)**: Türkiye tüketici elektroniği pazarı, 2025'in ilk yarısında yıllık bazda %5 daralırken, çevrimiçi segment reel olarak yalnızca %1 büyümeye kaydetti. Bu durum, yüksek faiz ortamının devam ettiğini ve tüketici alım gücündeki erozyonun sürdüğünü göstermektedir. Talep toparlanması yavaş seyretmekte olup, beklenen faiz indirim döngüsünün ertelenmesi, Teknosa gibi iç talep odaklı hisselerde yeniden değerlendirme katalizörlerini geciktirmektedir.
- Teknosa, 2025'in ilk yarısında gelirlerinde reel %10 daralma ile piyasadan daha zayıf bir performans sergiledi; bu durum, şirketin kârlılık odaklı stratejisi ve artan rekabet koşullarından kaynaklanmaktadır.
- Zayıf ciroya rağmen, şirket maliyet verimliliğini artırmaya odaklanmayı sürdürdü. FAVÖK marjı, güçlü maliyet disiplini, ürün karması optimizasyonu ve düşük stok seviyelerinin katkısıyla %2,6'dan %4,0'a yükseldi.
- Net kâr tarafında toparlanma sınırlı kaldı; zira kredi kartı komisyon oranları satışların %4,75'ine ulaştı (2023: %3,2). Faiz oranlarının politik faiz %39,5'e karşılık %35 ile sınırlandırılması, maliyetlerdeki rahatlamının kademeli olacağını göstermektedir. Bu dönemde şirket, tüketici kredilerinin kullanımını artırarak finansman maliyetlerini hafifletmeye çalışmaktadır.
- Olumlu tarafta, Teknosa daha hızlı stok devir hızı ve etkin envanter yönetimi sayesinde 24 milyon TL negatif net işletme sermayesi elde etti.
- Genel olarak, 2025 yılında reel bazda %6 gelir daralması ve yıllık bazda 1 puanlık FAVÖK marjı artışı öngörüyoruz.
- Kısa vadede kârlılık baskısı sürse de, orta vadede Teknosa'nın toparlanma potansiyeline yapısal olarak pozitif bakıyoruz; bu görünüm, şirketin varlık-hafif iş modeli, devam eden dönüşüm stratejisi ve iyileşen marjlar ile nakit dönüşümü tarafından desteklenmektedir.
- 38 TL/hisse hedef fiyatla "AL" tavsiyemizi koruyoruz, ancak beklenenden yavaş gerçekleşen faiz indirim döngüsü nedeniyle yeniden değerlendirme katalizörlerinin 2026'ya sarkmasını bekliyoruz. Hisse, 2026T düzeltilmiş EV/FAVÖK (IAS-29 öncesi) 5,7x çarpanından işlem görmektedir.

Teknoloji

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 Değ. %	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
LOGO	161.40	15,333	227.56	225.23	41	AL	Y	-6.8	-5.3	2.13	64.5	43	3%	85%	-8%	1,920	1,585	5,704	6,100	1,985	2,182	3,429	4,662	8.4	10.1	4.7	3.4	7.8	7.1	53%	39%	22%	18%
Teknoloji																																	

- **Logo Yazılım (LOGO.IS)**, Türkiye’de KOBİ segmentine yönelik henüz doygunluğa ulaşmamış kurumsal uygulama yazılımları (EAS) pazarının lider oyuncusudur. Şirketin güçlü markası, 35 yılı aşkın sektörel deneyimi, 800’ü aşkın iş ortağı ağı ve kanıtlanmış Ar-Ge kabiliyeti, bu liderliği desteklemektedir.
- Şirketin devam eden SaaS ve abonelik bazlı gelir modeline geçiş süreci, tekrarlayan gelir oranını 2016’daki %52’den 2025’in ilk yarısında %85’e yükselterek gelir görünürlüğü ve müşteri sadakatini artırmıştır. SaaS dönüşümünün hızlanması, orta vadede ciro ve marjlarda geçici baskı yaratabilecek olsa da, uzun vadede sürdürülebilir ve kârlı bir büyüme öngörülmektedir.
- Total Soft’un yeniden yapılanması, Infosoft’tan çıkış ve Ar-Ge faaliyetlerinin merkezileştirilmesi (Türkiye’de çalışan sayısı 2024’te yıllık bazda %7 azaldı), operasyonel çevikliği artırmış ve yönetimin odağını Logo Türkiye operasyonları ve yeni büyüme alanlarına yönlendirmiştir. Logo’nun entegre finans ve açık bankacılık alanlarına genişlemesi, yüksek marjlı yeni bir dikey yaratmakta; fintech kullanıcı sayısının 2024’teki yaklaşık 15 binden 2026’da 50 binin üzerine çıkması beklenmektedir.
- Logo, 2025 yılı için (IAS 29 kapsamında) IFRS gelirlerinde %11, fatura bazlı gelirlerde %7 büyüme ve %35 FAVÖK marjı (-2,3 puan yıllık) öngörmektedir. Bu görünüm, şirketin servisleşme stratejisini ve devam eden makro zorlukları yansıtmaktadır. Bununla birlikte, ekonomik toparlanma döneminde KOBİ’lerin dijitalleşme talebindeki birikmiş potansiyelin ve Logo’nun geniş e-hizmet müşteri tabanının büyümeyi hızlandırmasını bekliyoruz.
- Logo, 2026T FD/FAVÖK 7,1x çarpanından işlem görmekte olup, bu seviye uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %46 iskonto anlamına gelmektedir. Hissenin son dönemdeki zayıf performansının ardından tavsiyemizi “AL” seviyesine yükseltiyoruz. Şirketin yüksek büyüme potansiyeli ve yeniden başlayan para politikasındaki gevşeme döngüsünün değerlendirilmesinden yukarı yönlü potansiyel yaratabileceğine inanıyoruz. Makroekonomik koşullar ana risk unsuru olurken, açık bankacılık lisansının alınması potansiyel yeni fintech ürünlerinin önünü açacak bir katalizör görevi görebilir.

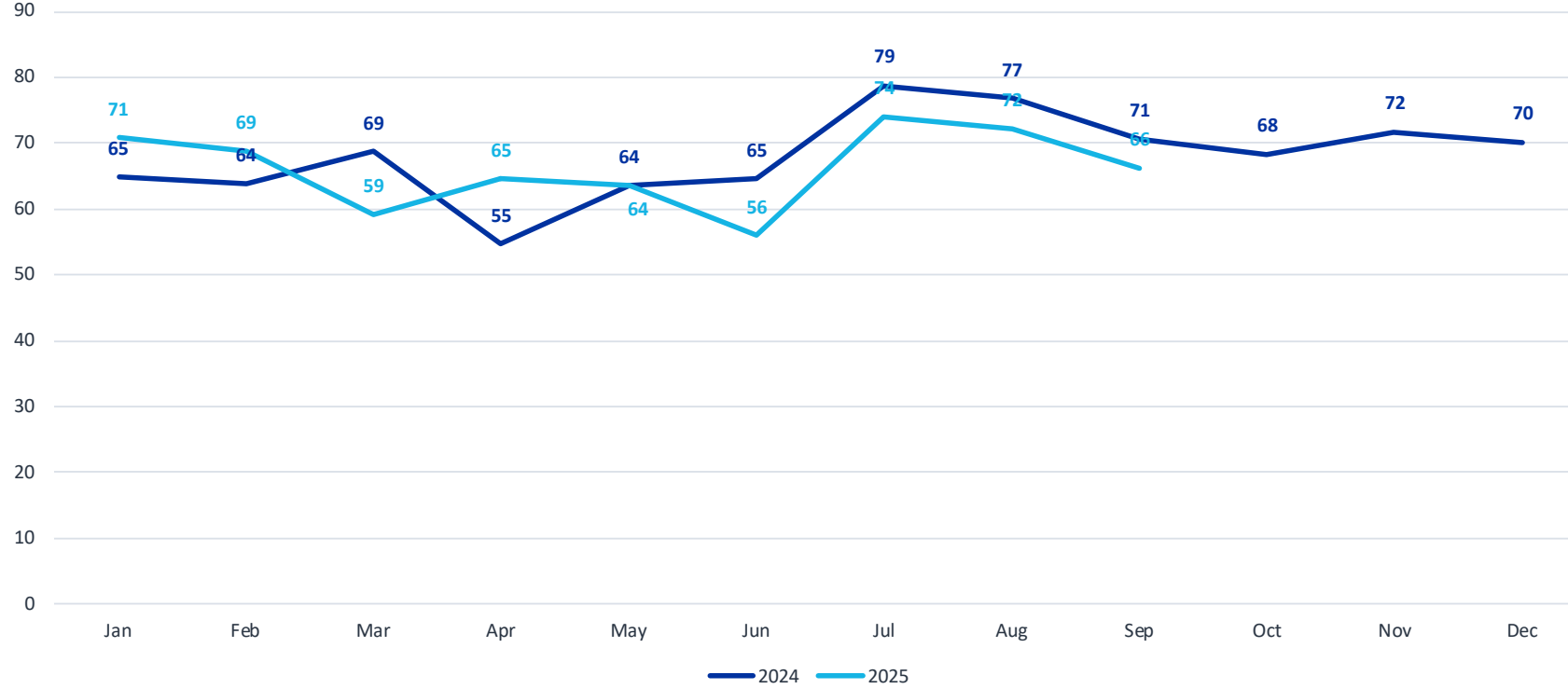
Enerji

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.:%	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026							
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺						
AKFYE	17.24	20,636	27.14	34.62	57	AL	A	3.79	5.47	3.11	28.4	39			0%	102	186	6,687	6,903	4,075	4,238	49,605	49,761	-	-	0.4	0.4	7.8	7.5	0%	0%	0%	0%					
AKSEN	49.22	60,360	88.18	74.00	79	AL	A	32	34.2	9.08	19	5	3%	25%	0%	3,406	4,605	41,927	45,778	12,410	16,594	53,556	55,977	18.6	13.7	1.2	1.1	8.2	6.1	6%	8%	3%	3%					
ASTOR	95.85	95,658	182.97	162.00	91	AL	A	-1.8	-0.2	42.5	36.7	46	1%	24%	7%	5,859	9,258	38,442	47,626	12,072	14,389	32,149	34,780	17.1	10.8	3.1	2.9	7.7	6.5	20%	28%	13%	19%					
AYDEM	18.92	13,339	40.63	56.51	115	AL	A	2.27	3.92	1.77	18.4	16	2%	n.a	3%	420	952	8,745	9,061	5,859	6,071	34,464	34,473	33.3	14.7	0.4	0.4	6.3	6.1	1%	3%	1%	1%					
MOGAN	9.52	23,230	15.96		68	AL		-3.5	-1.9	1.85	10.7	10			0%	-3,785	470	12,883	12,126	7,112	7,416	58,240	61,727	-	-	0.4	0.4	8.1	7.7	1%		0%						
GWIND	24.96	13,478	55.53	48.21	122	AL	A	2.55	4.21	2.55	30	12	4%	55%	0%	1,313	1,217	3,034	3,103	2,156	2,279	14,844	15,846	10.8	11.6	1.0	0.9	7.1	6.8	9%	8%	6%	5%					
Elektrik																													17.8	12.7	0.7	0.7	7.8	6.6	6%	6%	3%	2%

Eylül ayında 2.729 TL seviyesinde kayda geçen PTF, yıllık bazda reel anlamda %15 düşüşe işaret ediyor. Bir önceki ay olan Ağustos'ta bu fark %16 seviyesindeydi ve aradaki makasın kademeli olarak daraldığı görülüyor. PTF'deki reel düşüş, enflasyon muhasebesi etkisiyle elektrik üretim şirketlerinin cirolarına yansımaya sürdürüyor. Dolar paritesindeki artış ile enflasyon arasındaki farkın kapanması bu etkinin ilerleyen dönemde bir miktar zayıflamasını sağlayabilir. Ancak saatlik fiyat limitinin henüz artırılmamış olması, PTF'nin dolar bazında da baskılanmasına neden oluyor. Böylece fiyatlar hem nominal hem de reel anlamda sınırlı kalıyor. Saatlik tavan fiyat limitinin üçüncü çeyrek yerine dördüncü çeyrekte artırılması daha olası görünüyor. Bu nedenle, üçüncü çeyrek elektrik fiyatlarının dolar bazında zayıf seyrini sürdürmesi; ancak reel anlamda geçtiğimiz yaz aylarına kıyasla görece daha güçlü kalması bekleniyor. Rakamlardaki reel daralmanın etkisi, bu yıl kapasite artışı gerçekleştiren şirketlerde sınırlı kalıyor. Takip listemizdeki AKFYE, AKSEN ve GWIND, 2025 yılı itibarıyla kurulu güçlerini artırarak zayıf fiyat ortamına rağmen operasyonel büyüme potansiyellerini korumayı başardılar. Özellikle AKSEN, yurt dışı projelerinin yüksek payı sayesinde PTF hassasiyetini oldukça düşürürken; GWIND, kapasite artışlarının katkı vermesiyle üretimini geçen yılın ilk dokuz ayına kıyasla %27 artırarak öne çıktı. AKFYE ise yüksek hidroelektrik kompozisyonuna rağmen ilk dokuz ayda üretimini %1 artırarak görece istikrarlı bir performans sergiledi.

Enerji

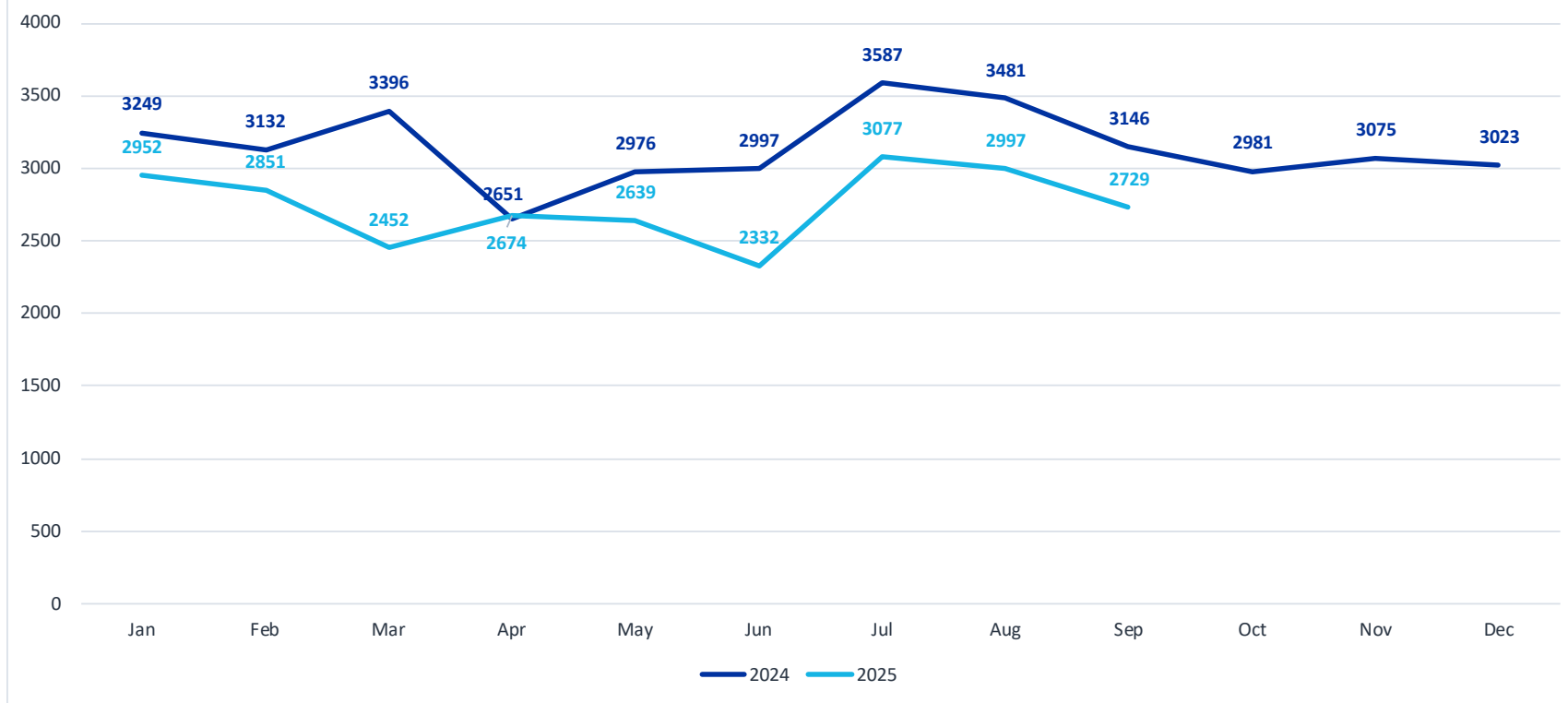
Piyasa Takas Fiyatı (\$/MWs)



Kaynak: EPIAŞ

Enerji

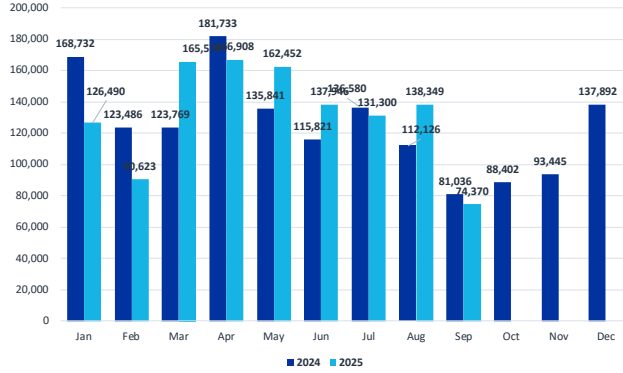
Piyasa Takas Fiyatı, 30 Eylül 2025 Satın Alma Gücüne Göre Endekslenmiş (TL/MWs)



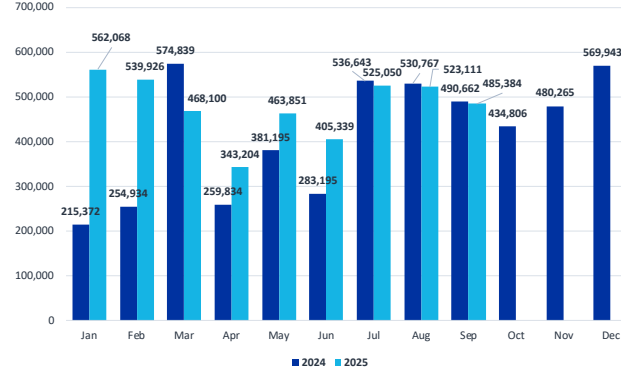
Kaynak: EPIAŞ

Enerji – Şirket Üretimleri

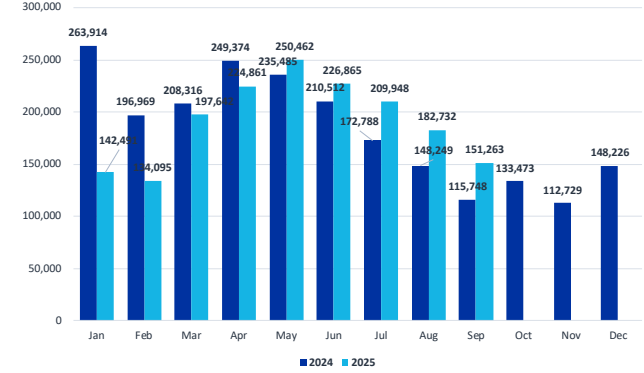
AKFYE Üretim (MW)



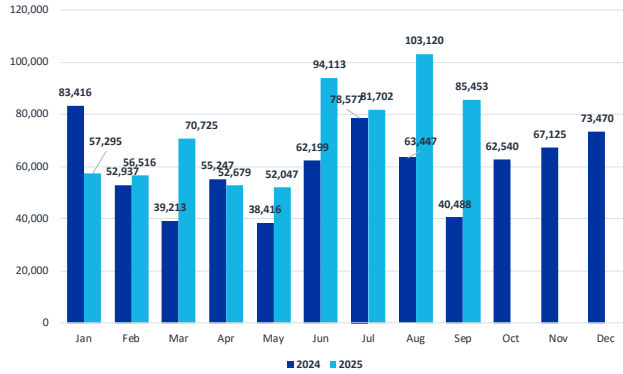
AKSEN Üretim (MW)



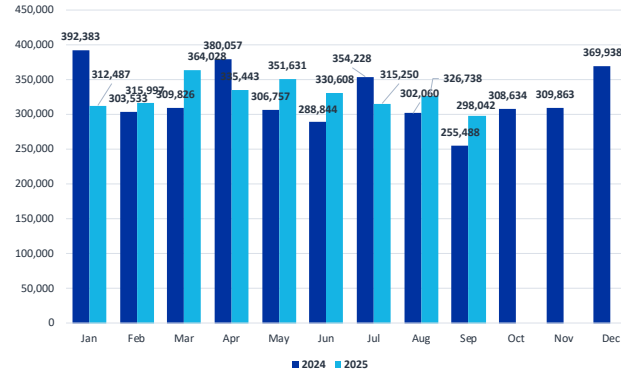
AYDEM Üretim (MW)



GWIND Üretim (MW)



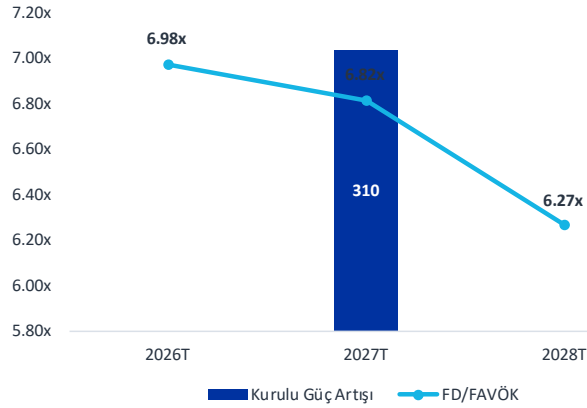
MOGAN Üretim (MW)



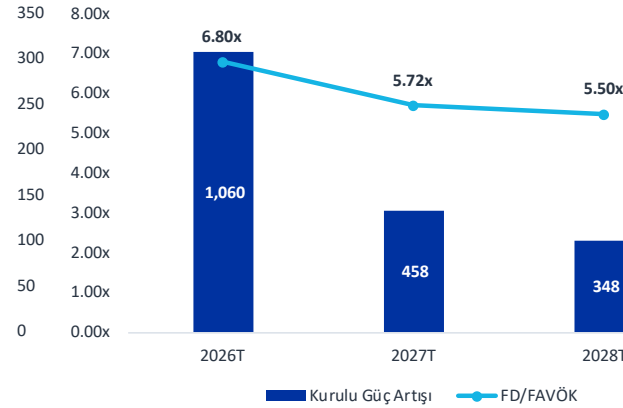
Kaynak: EPIAŞ

Enerji – FD/FAVÖK ve Kurulu Güç Artışları

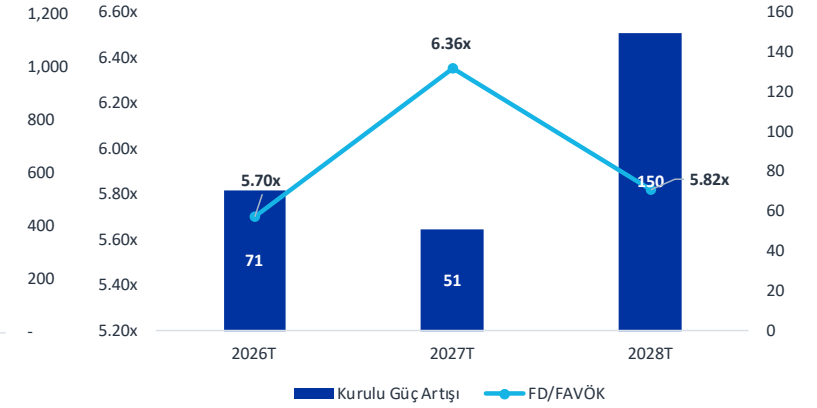
AKFYE FD/FAVÖK ve Kurulu Güç Artışı



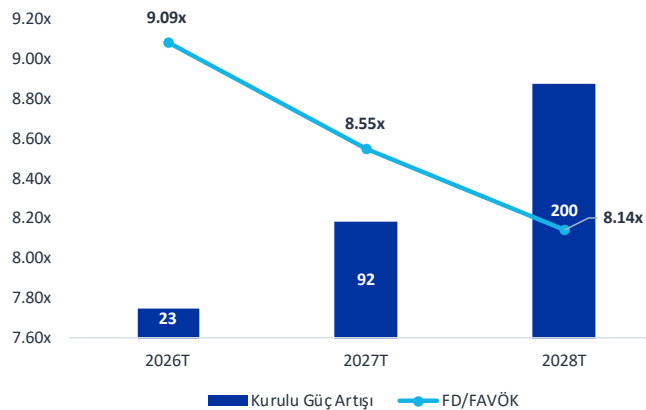
AKSEN FD/FAVÖK ve Kurulu Güç Artışı



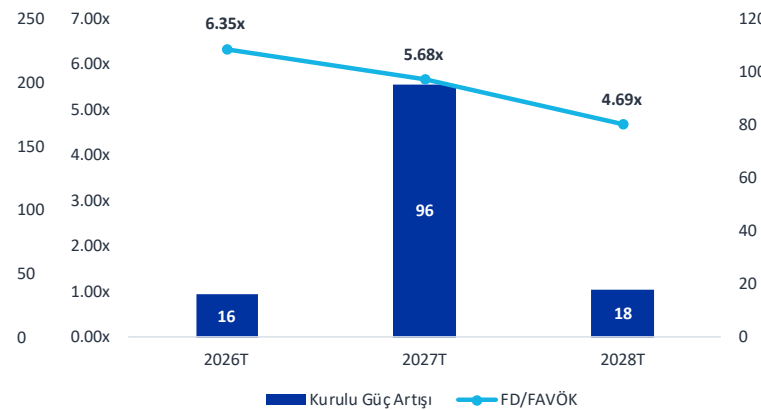
AYDEM FD/FAVÖK ve Kurulu Güç Artışı



GWIND FD/FAVÖK ve Kurulu Güç Artışı



MOGAN FD/FAVÖK ve Kurulu Güç Artışı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım. 2026 yılı FD rakamı 2025 yıl sonu net borç, 2027 yılı FD rakamı 2026 yıl sonu net borç ve 2028 yılı FD rakamı 2027 yıl sonu net borç tahminimiz kullanılarak hesaplanmıştır.

Enerji

Aksa Enerji (AKSEN.IS), 2028'e kadar FAVÖK'ünü üç kat artırarak 660 milyon USD'ye, kurulu gücünü ise 5GW seviyesine çıkarmayı hedefliyor. Artış; imzalanmış uzun vadeli PPA'lar, tedarik anlaşmaları ve güçlü finansman yapısına dayanırken, %90 öngörülebilir nakit akışı ve %42 FAVÖK marjı finansal sağlamlığı destekliyor. Şirket'in FAVÖK'ünün yaklaşık %80'inin yurt dışı operasyonlardan gelmesi, Türkiye'deki elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı önemli bir koruma sağlıyor ve Aksen'i yurt içi üreticiler arasında daha istikrarlı bir konuma taşıyor. Güncellenen varsayımlar doğrultusunda hedef fiyatımızı 74 TL seviyesinden 87 TL seviyesine çekiyoruz ve böylece değerlememiz 2026 sonu için 7.45x FD/FAVÖK çarpanına ve %81 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Akfen Yenilenebilir (AKFYE.IS), 2025 yılında kapasitesini 699MW'dan 887MW'a çıkardı. Ancak yeni kapasitelerin tam katkı vermemesi ve hidroelektrik santrallerinin yağışların etkisiyle zayıf performans göstermesi nedeniyle 2025 finansalları sınırlı kaldı. 2026 yılında hidroelektrik payının azalması ve yeni tesislerin tam kapasiteyle devreye girmesiyle FAVÖK'te belirgin bir toparlanma bekliyoruz. Bu toparlanma, üretim kompozisyonunun daha dengeli hale gelmesiyle birlikte sürdürülebilir büyüme açısından olumlu sinyal veriyor.

Galata Wind (GWIND.IS), bu yıl kapasite artışları ve hidro etkisinden arındırılmış üretim yapısı sayesinde diğer üreticilere kıyasla öne çıkmayı başardı. Yılın ikinci yarısında 354 MW kapasiteyle üretim yapan Şirket, ilk altı ayda 383 GW elektrik üretirken Temmuz-Eylül 3 aylık dönemde 280 GW elektrik üretmesi ikinci yarı operasyonel performansı açısından olumlu sinyaller veriyor. Böylelikle üretim ve kapasite artışının FAVÖK'e yansımaları yaklaşık 52 milyon USD FAVÖK yaratması ve yıllık bazda %6 reel büyüme sağlamasını bekliyoruz. Fakat 2026 yılında hem kurulu güç artışında büyümenin zayıf kalması hem de Taşpınar santralinde YEKDEM tarifesinin bitecek olmasıyla yatay bir seyir gözlemleyebiliriz.

Aydem Enerji (AYDEM.IS), yılın büyük bölümünde yağış eksikliğinin etkisiyle zayıf bir performans sergilese de, üçüncü çeyrekte hidro üretimde gözlenen toparlanma ile yıl sonu itibarıyla 5.8 milyar TL FAVÖK tahminimize ulaşmasını bekliyoruz. Şirket bu yıl kapasite artışı gerçekleştirirse de, 2026'da devreye alınacak 71 MW'lık ek kapasite artışı gerçekleştirecek. Sayfa 68'e eklediğimiz grafiklerde 2026T FD/FAVÖK çarpan beklentimiz 5.68x seviyesinde olması nedeniyle de AYDEM'in göreceli ucuzluğunun gözden kaçmaması gerektiğini düşünüyoruz.

Mogan Enerji (MOGAN.IS), diğer elektrik üreticilerine göre defansif kalıyor. Yüksek borçluluk oranına rağmen jeotermal kaynaklı üretim yapısı sayesinde öngörülebilir ve güçlü nakit akışları yaratmaya devam ediyor. Bu operasyonel nakit akışlarının, borçluluğun azaltılmasında temel itici güç olacağı ve 2026 sonunda net borç/FAVÖK oranının 3x'in altına gerilemesini bekliyoruz. Ancak yüksek finansman giderleri nedeniyle 2027 öncesinde anlamlı bir net kâr öngörmüyoruz.

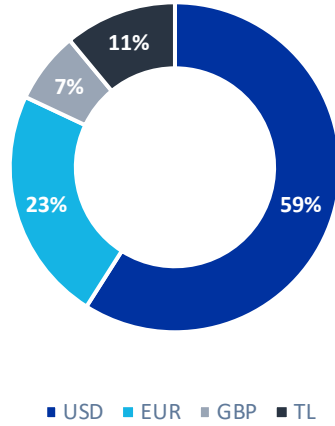
Astor Enerji (ASTOR.IS) Astor Holding'in hisse satışı sonrasındaki gerilemenin alım yönlü iyi bir fırsat olduğunu düşünüyoruz. Şirketin 2025 yılı ciro beklentisindeki aşağı yönlü risk görüşümüzü ise koruyoruz. Kapasite artışlarının devreye girmesi ile birlikte 2026 yılında dolar bazında güçlü büyüme beklentimiz devam ediyor.

Bakiye siparişlerdeki yüksek ihracat ve güç trafosu payı göz önüne alındığında marjlarda ise 2026 yılında bir iyileşme görebiliriz. Ancak değerlememizde marj yönünde muhafazakar kalmaya devam ediyoruz.

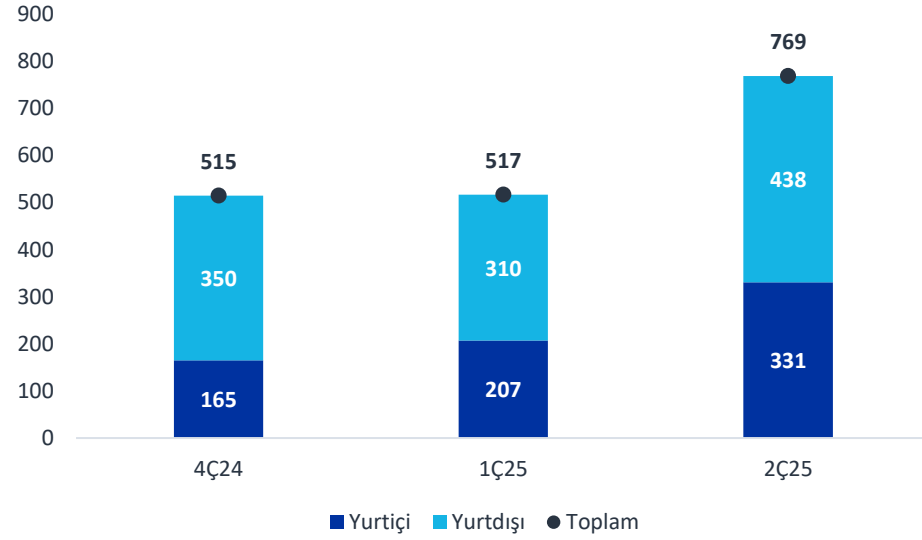
Özellikle ihracat tarafında büyük montanlı kontrat edinimleri hisse için katalizör olabilir. Hisse 25T 7.7x ve 26T 6.5x FD/FAVÖK çarpanları ile yurtdışı benzerlerine kıyasla %50 üzerinde iskonto ile işlem görüyor.

Enerji

Astor Siparişı Bakiyesi Kur Bazlı Kırılım (2Ç25)



Astor Siparişı Bakiyesi Gelişimi (mn USD)



Enerji

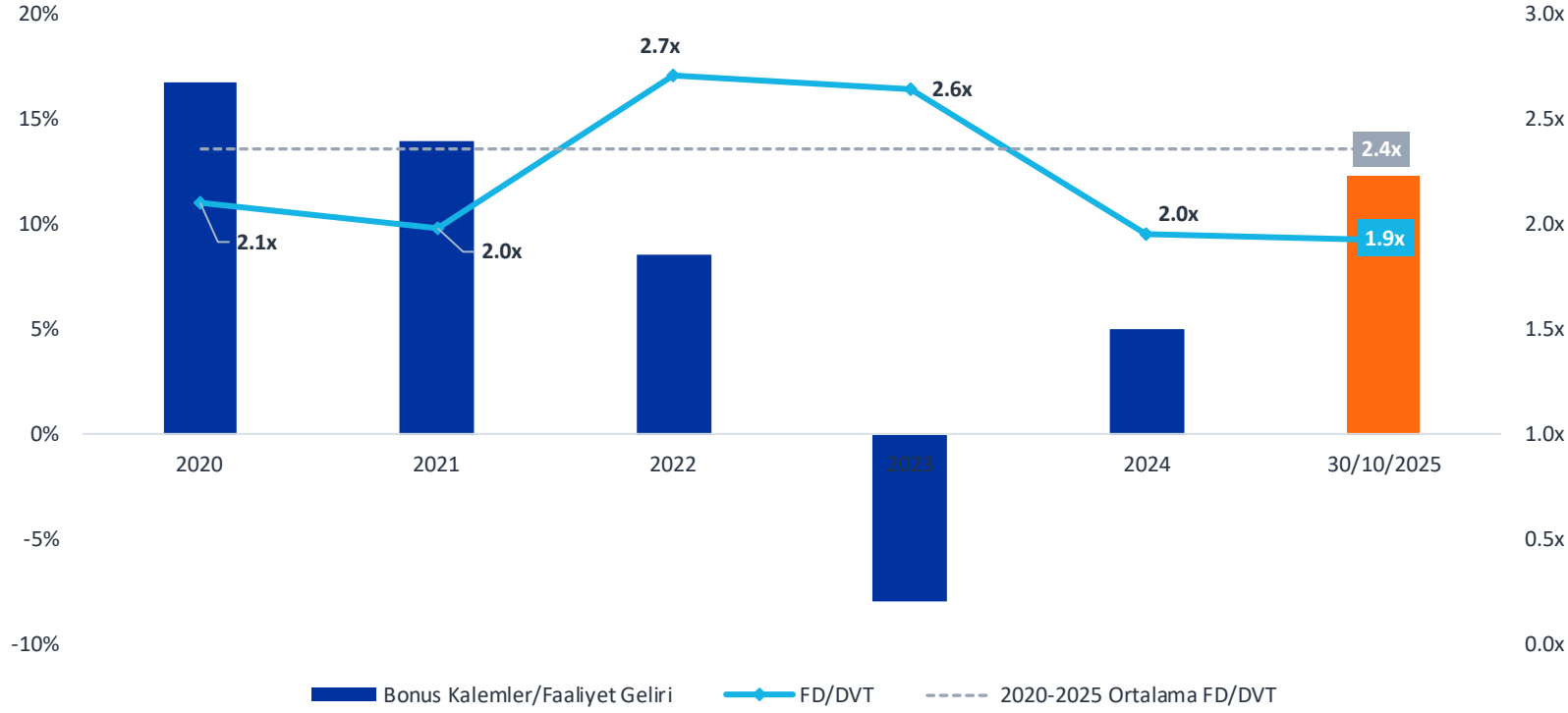
[illegible]

Enerjisa Enerji (ENJSA.IS), 2025 yılının ilk yarısında şirketin düzenlenmiş varlık tabanı (DVT) 74 milyar TL seviyesine ulaştı; bu artış, devam eden yatırımlar tarafından desteklendi. 2025 yıl sonu itibarıyla DVT'nin 80 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Borç yapısının %100 TL cinsinde olmaya devam etmesi, beklenen faiz indirimleri sebebiyle net kâr üzerindeki baskıyı önemli ölçüde hafifletecektir. 2025 yıl sonu için (tek seferlik kalemler hariç) 5.7 milyar TL düzeyinde baz alınan net kar öngörüyoruz. ENJSA şu anda 1,9x FD/DVT çarpanından işlem görüyor; bu, son beş yıllık tarihsel ortalama olan 2,4x oldukça altında ve dibi görmüş durumda. Operasyonel gider tavanının ve performans bonuslarını artıran düzenleyici kararların ardından bonus kalemlerinin 2025'in ilk yarısında faaliyet gelirlerinin %13'ünü oluşturmasının FD/DVT çarpanında primli bir değerlemeyi haklı kılacağını düşünüyoruz.

İleriye dönük olarak, yeni beş yıllık düzenleme dönemi 2026'da başlayacak. Düzenleyici kurumun reel getiri oranının %12,3 seviyesinde korunmasını ve olaksa da büyük bir düşüş olmasını öngörüyoruz. Bunun da şirketin kârlılığında görünürlük ve nakit akışlarında istikrar sağlamaya devam etmesini öngörüyoruz.

Enerji

ENJSA 5 Yıllık FD/DVT ve Bonus Performans Kalemi Gelirlerinin Faaliyet Gelirine Oranı



Madencilik

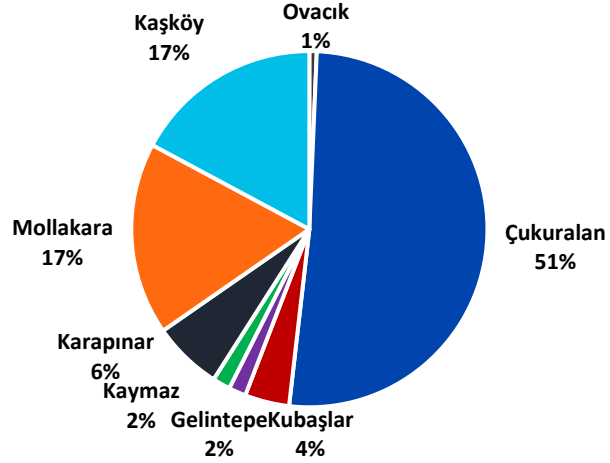
Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot. %	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ. %	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K - \$		PD/DD - \$		FD/FAVÖK		ROE - \$		ROA - \$	
KOZAL	27.20	87,108	31.00	27.00	14	TUT	A	7.85	9.59	45.8	29.9	32	1%	25%	2%	11,532		40,597		15,795		45,085		-	7.9	2.0		-	4.8				
Madencilik																																	
																													</				

Koza Altın (KOZAL.IS), 2025 yılının ilk yarısında düşük üretim rakamları ve bununla beraber yükselen ons başı nakit maliyetler sonucunda altın fiyatlarında yaşanan artıştan yeterince faydalanamadı. Koza Altın tarafından paylaşılan 2024 yılı UMREK raporuna göre şirket 3,66 milyon ons ölçülmüş ve belirlenmiş kaynak ile 2,55 milyon ons görünür ve muhtemel rezerve sahip.

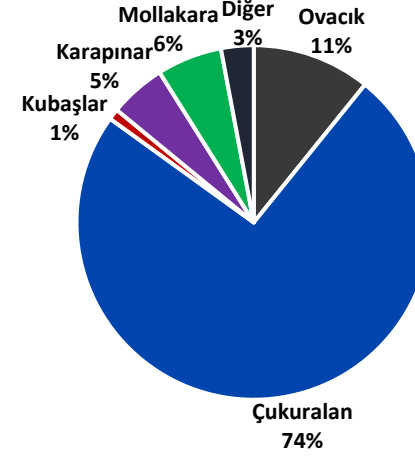
- Mollakara ve Karapınar madenlerinde üretimini başlamasıyla toplam üretim rakamının 2026 yılında %107 artması, ons başına parasal maliyetlerin ölçek etkisiyle gerilemesini bekliyoruz. Mevcut projeksiyona göre üretimin 2027 yılında zirveye ulaşması, 2030 yılı sonrasında ise üretimin yalnızca Çukuralan madeninde devam etmesi bekleniyor.
- Altın fiyatlarındaki artış ve makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle KOZAL için hedef fiyatımızı hisse başına 27TL'den 31TL'ye yükseltiyoruz. KOZAL için mevcut tavsiyemiz sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle TUT olmakla birlikte, Narlıca ve Kıratlı arama faaliyetlerinin olumlu sonuçlanması, şirketin yeni maden sahaları edinmesi, altın fiyatlarında yaşanan rallinin devam etmesi ile Koza Grubu şirketlerinin birleştirilmesinin yeniden değerlendirilmesi hisse için yukarı yönlü potansiyel teşkil ediyor.
- Güncel piyasa değerlerine baktığımızda net aktif değerlerine göre KOZAA hisseleri paralel, IPEKE hisseleri ise %6 primli işlem görüyor.

Madencilik

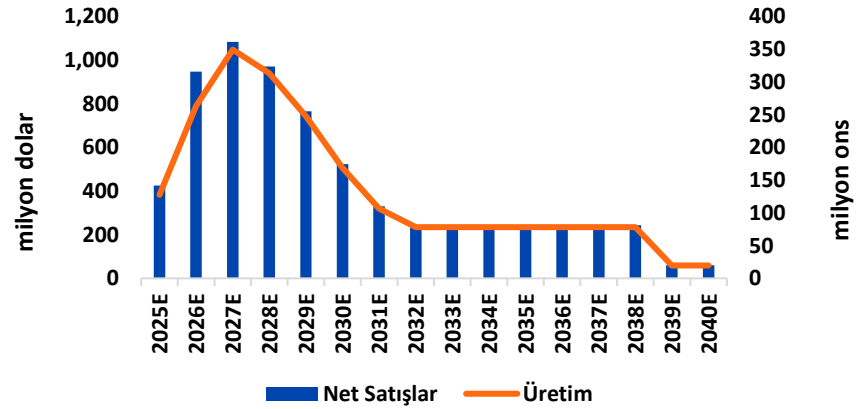
KOZAL – Rezervlerin Dağılımı



KOZAL – Kaynakların Dağılımı (rezervler hariç)

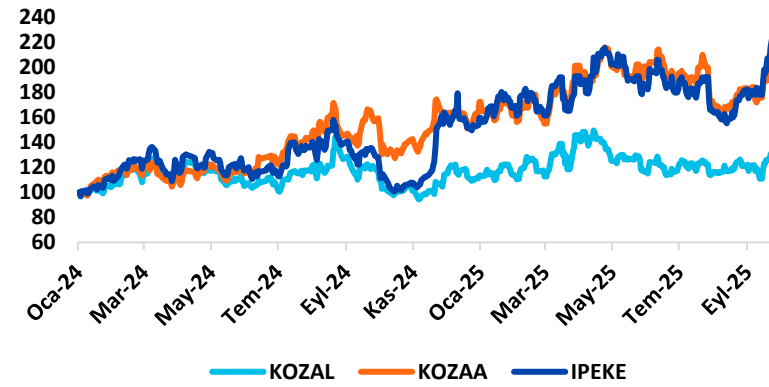


KOZAL - Üretim & Net Satışlar Projeksiyonu



Source: Companies & Is Investment Estimates

KOZAL & KOZAA & IPEKE Göreceli Hisse Performansı



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 ("**BIST**") 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.