



KUVEYTTÜRK
Yatırım



Kuveyt Türk Yatırım 2026 Strateji Raporu

İçindekiler

- 1 Strateji Raporu – Özet**
- 2 Küresel Piyasalar Görünümü**
- 3 Model Portföy Getirileri & 2026 Yılı Model Portföyümüz**
- 4 Yurtiçi Piyasalar & Strateji**
- 5 Kuveyt Türk Yatırım Makroekonomik Tahminler**
- 6 2026 Yılında Hisse Senedi Piyasası Genel Görünümü**
- 7 Sektör ve Şirketlere Bakış**

Strateji Raporu- Özet

Risklerinin arasında yeni denge arayışı devam edecek...

ABD ekonomisi tarafında büyümenin yavaşladığı ancak resesyonla sonuçlanmadığı bir senaryo ön planda. Yüksek tarifeler, ticaret politikalarındaki sertlik ve göç politikalarındaki sıkılaşma büyümeyi baskılamakta, enflasyonun ekonomik yavaşlamayla birlikte kademeli olarak gevşemesi bekleniyor. 2026, ne güçlü bir genişleme ne de sert bir daralma yılı olacak gibi görünüyor.

Fed cephesinde ortak bir faiz indirimi takvimi bulunmuyor. FOMC üyeleri hedefte uzlaşıırken, zamanlama ve hız konusunda ayrışıyor. Bu durum, 2026 boyunca para politikasının temkinli, veriye duyarlı ve dalgalı bir piyasa yapısı oluşturabileceğine işaret ediyor.

Trump yönetiminin korumacı politikalarının 2026'da da ana hatlarıyla korunmasını bekliyoruz. Söylem düzeyinde sertlik devam ederken, fiili adımların daha kontrollü ilerlemesi olası. Bütçe görüşmeleri ve ara seçimler nedeniyle siyasi başlıkların dönem dönem piyasa fiyatlamalarını etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

ABD hisse senedi piyasalarında 2026'nın, geniş tabanlı bir endeks rallisinden ziyade sektör ve hisse bazlı ayrışmaların öne çıktığı bir yıl olmasını bekliyoruz. Yerli üretim, savunma, yapay zeka ve verimlilik odaklı şirketler görece güçlü kalırken, ithal girdiye bağımlı sektörler daha sınırlı performans sergileyebilir.

Baz senaryomuzda Fed'in kontrollü gevşemesi ve enflasyondaki kademeli düşüş, riskli varlıklarda sınırlı ama istikrarlı bir getiri alanı oluşturuyor. Pozitif senaryoda verimlilik artışları ve daha hızlı indirimler piyasaları destekleyebilirken, ticaret savaşlarının sertleşmesi ve siyasi risklerin artması negatif senaryoyu gündeme getirebilir; ancak bu ihtimali ana senaryomuzdan uzak görüyoruz.

Daha güvercin bir Fed beklentisi, dolar üzerinde baskı oluştururken gelişmekte olan ülkeler için destekleyici bir zemin sunabilir. Buna karşın doların yönünün yalnızca Fed'e bağlı olmadığını, siyasi risklerin zaman zaman güvenli liman talebini öne çıkarabileceğini düşünüyoruz. Euro/Dolar paritesinde orta vadede euronun kademeli güçlenmesini bekliyoruz.

Avrupa'da 2026 görünümü düşük ama pozitif büyüme ve hedefe yakın enflasyon çerçevesinde şekilleniyor. AMB'nin ılımlı bir faiz patikasını koruması beklenirken, ticaret politikaları ve mali disiplin tartışmaları temel risk başlıkları olmaya devam edecektir.

Asya-Pasifik bölgesi küresel büyümenin ana katalizörü olmayı sürdürecektir. Ancak Çin'de yavaşlama sürerken Hindistan ve bazı ASEAN ülkelerinde daha dinamik bir büyüme öne çıkıyor. Japonya'da ücret artışları iç talebi desteklerken, Güney Kore'de yarı iletken döngüsü belirleyici olmayı sürdürecektir.

Kıymetli metaller tarafında altın, merkez bankası alımları ve jeopolitik riskler sayesinde stratejik bir güvenli liman olma özelliğini koruyor. Gümüşte ise güçlü sanayi talebine rağmen fiyatların küresel büyümedeki dalgalanmalara daha duyarlı olmasını bekliyoruz. Brent petrol tarafında arz fazlası eğilimi fiyatları baskılamakta, jeopolitik gelişmeler dönemsel dalgalanmaların yıl içinde gündeme gelmesi kanaatindeyiz.

Strateji Raporu - Özet

- ❖ Türkiye ekonomisi, geride bıraktığımız iki yıl boyunca küresel konjonktürün getirdiği belirsizlikler ve yurt içinde uygulanan sıkı finansal koşulların yarattığı zorlu testlerden başarıyla geçerek, makroekonomik dengelenme sürecinde kritik bir olgunluk seviyesine ulaşmıştır. 2026 yılına dair projeksiyonlarımızı oluştururken, ekonominin sadece niceliksel verilerle değil, niteliksel bir dönüşümle de öne çıkacağı yeni bir dönemin kapılarını araladığını görüyoruz. "Stabilizasyon" ve "toparlanma" evrelerinin geride kaldığı bu süreçte, artık ana hikayemiz "nitelikli büyüme" ve "reel kârlılık" üzerine kurgulanmaktadır. 2026 yılı için belirlediğimiz makroekonomik çerçevenin merkezinde, enflasyonist baskıların yönetilebilir seviyelere çekildiği, büyüme dinamiklerinin potansiyel seviyelerine yakınsadığı ve para politikasında "ihtiyatlı gevşeme" adımlarının atıldığı bir denge senaryosu yer almaktadır. **Bu çerçevede, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyümesinin %3,70 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.** Ancak bu büyüme oranından daha önemli olan husus, büyümenin kompozisyonunda yaşanacak değişimdir. Sıkı para politikası döneminde baskılanan sabit sermaye yatırımlarının, 2026 yılında faizlerdeki kademeli gevşeme ile birlikte yeniden canlanacağını ve iç talebin direncini korumasıyla birleşerek büyümenin kalitesini artıracığını öngörüyoruz.
- ❖ Enflasyonla mücadele sürecinde ise hizmetler sektöründeki katılığa ve yönetilen fiyatlardaki ayarlamalara rağmen, dezenflasyon sürecinin kararlılıkla sürdürüleceği inancındayız. **2026 yıl sonu için %22,30 olarak modellediğimiz Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) tahmini, sadece bir veri seti olmanın ötesinde, şirket bilançoları için bir milat niteliği taşımaktadır.** Enflasyonun gerilemesi, geçtiğimiz dönemlerde finansal raporlamaları karmaşık hale getiren ve nominal kâr yanılsaması yaratan "enflasyon muhasebesi" (TMS 29) etkisinin zayıflamasını sağlayacaktır. Enflasyonun yarattığı sis perdesinin kalkmasıyla birlikte, yatırımcılar şirketlerin operasyonel performanslarını, nakit yaratma kabiliyetlerini ve "reel ciro büyümelerini" çok daha net ve şeffaf bir şekilde analiz etme imkânı bulacaklardır. Bu durum, hisse senedi piyasalarında finansal mühendislikten ziyade, gerçek faaliyet kârı üreten şirketlerin pozitif ayrışacağı bir değerlendirme ortamını beraberinde getirecektir.
- ❖ Para politikası cephesinde, Merkez Bankası'nın faiz indirim döngüsünü aceleci olmayan, veri odaklı ve piyasa gerçekleriyle uyumlu bir patikada yöneteceğini öngörüyoruz. **Bizim "ihtiyatlı gevşeme" olarak tanımladığımız bu süreçte, politika faizinin yıl sonunda %28,00 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz.** Bu seviye, bir yandan TL mevduat yatırımcısına beklenen enflasyonun üzerinde tatmin edici bir reel getiri sunarak dolarizasyonun önüne geçerken, diğer yandan da reel sektörün finansman maliyetlerini aşağı çekerek çarkların daha rahat dönmesini sağlayacaktır. Kur tarafında ise ihracatçının rekabet gücünü koruyan ancak enflasyonist baskı yaratmayan öngörülebilir bir seyir bekliyoruz. **Yıl sonu için 51,80 seviyesinde tahmin ettiğimiz USD/TRY kuru, sanayicilerimiz için maliyet hesabı yapmayı kolaylaştıran ve dış ticaret dengesini destekleyen rekabetçi bir zemin sunacaktır. Cari Dengenin GSYH'ye oranının -%1,70 seviyesinde gerçekleşmesi beklentimiz de dış finansman ihtiyacının azaldığı ve kur üzerindeki baskının hafiflediği bu senaryoyu desteklemektedir.**
- ❖ Hisse senedi piyasalarına yönelik stratejimizde ise **2026 yıl sonu için BIST 100 endeksinde 15.250 puanı hedefliyoruz.** Bu hedefe giden yolda, düşen enflasyonun şirket kârlılık kalitesini artırması ve düşen faizlerin sanayi şirketlerinin net kâr marjlarını desteklemesi ana katalizörler olacaktır. Ancak bu yıl stratejik varlık dağılımımızda önemli bir rotasyona giderek "seçiciliği" ön plana çıkarıyoruz. Uzun süredir yüksek faiz ortamından nemalanan bankacılık sektörünün endeks üzerindeki ağırlığının, finansman koşullarının iyileşmesiyle birlikte reel sektöre kayma potansiyeli taşıdığını değerlendiriyoruz. Düşen faizler, bankaların marjlarını bir miktar rahatlatırsa da, asıl büyük rahatlatma yüksek borçlulukla çalışan ve finansman gideri nedeniyle net kârı baskılanan sanayi şirketlerinde yaşanacaktır. Bu nedenle, portföy tercihlerimizde bankacılık sektörünün ağırlığını azaltarak, stratejimizi operasyonel marjları güçlü, nakit akışı sağlam ve finansman gideri yönetimi başarılı reel sektör şirketleri üzerine kuruyoruz. "Bankacılık/Sanayi Rasyosu"nun sanayi lehine dengeleneceği bu yeni dönemde, yatırımcıların yüzünü fabrikalara, üretime ve hizmet ihracatına dönmesi gerektiğine inanıyoruz.
- ❖ Sektörel tercihlerimizde ise **defansif büyüme özellikleri ve güçlü nakit akışlarıyla öne çıkan Sağlık ve Perakende sektörlerini "Ağırlık Artır" tavsiyesiyle portföylerin ana taşıyıcısı olarak konumlandırıyoruz.** Sağlık ve ilaç sektörü, fiyatlama gücünün yüksek olması ve talebin inelastik yapısı sayesinde makroekonomik dalgalanmalardan en az etkilenen, hatta sağlık turizminin döviz bazlı katkısıyla reel büyüme yaratan bir alan olarak öne çıkmaktadır. Benzer şekilde, iç talebin direncini koruduğu senaryomuzda, nakit yaratma kapasitesi yüksek olan ve işletme sermayesi ihtiyacını etkin yöneten gıda ve giyim perakendeciliği cazibesini sürdürmektedir. Sanayi tarafında ise "topyekûn" bir alımdan ziyade, finansman yapısı güçlü şirketlere odaklanıyoruz. İhracat kabiliyeti yüksek, kapasite artış yatırımını tamamlamış ve Net Borç/FAVÖK rasyosu dengeli sanayi şirketleri, politika faizinin %28 seviyelerine gerilemesinden en çok faydalanan gruptur. **Özetle 2026 yılı, finansal illüzyonların yerini reel hikayelere bıraktığı, sanayicinin üzerindeki yükün hafiflediği ve kaliteli büyümenin fiyatlandığı bir yıl olacaktır.**





Küresel Piyasalar Görünümü



2026 yılına yaklaşırken dünya ekonomisi, güçlü bir genişleme döneminden çok, ılımlı büyümenin ve yüksek belirsizliğin iç içe geçtiği bir konjonktür çiziyor. Uluslararası kurumların tahminleri, küresel büyümenin 2025'te yaklaşık %3 civarında gerçekleşmesini ve 2026'da hafif artışla %3,1 seviyesine yönelmesini öngörüyor. Gelişmiş ülkelerde büyümenin %1,5 bandına sıkışması, gelişmekte olan ülkelerde ise %4'ün üzerinde kalması bekleniyor.

ABD tarafında 2026 senaryosu, yine aynı temayı taşıyor. Yavaşlayan ama çökmeyen bir büyüme, yüksek fakat gerileme eğilimindeki enflasyon ve bunun merkezinde konumlanan Fed. OECD verileri, ABD ekonomisinin 2025 ve 2026'da %1,5–1,6 civarında büyüyeceğini gösteriyor. Bu zayıf seyrin arkasında, uygulanan yüksek ithalat tarifeleri, ticaret politikalarındaki agresif yaklaşım, federal istihdamdaki kısıtlamalar ve göç akışının keskin biçimde yavaşlaması bulunuyor. Enflasyonun da bu süreçte bir süre yukarı kıvrıldıktan sonra, ekonomik yavaşlamanın etkisiyle tekrar gevşeyeceğini düşünüyoruz. Yani 2026, ne resesyonun baskın olduğu, ne de güçlü bir genişlemenin yaşandığı, daha çok “idare eden” bir ekonomi görüntüsüne yakın duruyor.

Fed tarafında görünüm net olmaktan uzak. 2025'in son çeyreğinde gelen faiz indirimi, Komite içindeki görüş ayrılıklarını daha görünür hale getirdi. Bir grup ek gevşeme adımlarını savunurken, diğerleri enflasyon baskılarının henüz tam olarak ortadan kalkmadığını düşünerek “faizleri daha uzun süre yüksek tutma” yaklaşımını koruyor. Bu bağlamda, 2026'da Fed'in temkinli ve kademeli bir faiz indirim sürecine girmesini olası kılsa da, güçlü gelen her enflasyon ya da ücret verisinde tahvil piyasasında sert fiyat hareketlerinin yaşanabileceği bir zemine işaret ediyor. Bu nedenle önümüzdeki dönemi tek yönlü bir rahatlama sürecinden ziyade, veriye duyarlı ve dalgalı bir piyasa yapısı olarak okuyoruz.

Ekonomik görünüm üzerinde belirleyici olmaya devam eden başlıklardan biri, ikinci Trump yönetiminin izlediği politika çerçevesi. 2025 boyunca hayata geçirilen yüksek ölçekli ithalat tarifeleri, artan vergi yükleri, deregülasyon adımları ve göç politikalarındaki sıkılaşma ekonominin pek çok alanında doğrudan etkisini hissettirdi. “Amerika'ya dönüş” söylemiyle şekillenen bu yaklaşım, bazı sektörler için koruyucu bir zemin oluştururken, ithal girdi kullanımının yüksek olduğu alanlarda maliyet baskısını beraberinde getirdi. 2026'ya girerken bu politikaların ana hatlarıyla korunmasını, tarife oranlarında sınırlı ayarlamalar gündeme gelse bile genel çerçevenin daha korumacı bir çizgide kalmasını bekliyoruz. Bunlara ek olarak, 2025 yılında gündemi belirleyen bir diğer başlık da ABD tarihinin en uzun süreli kapanması olarak kayda geçen 43 günlük hükümet kapanması oldu. Bu süreç, siyasi belirsizliğin ekonomik faaliyet ve piyasa fiyatlamaları üzerindeki etkisinin ne denli derin olabileceğini ortaya koydu. Aynı dönemde Trump yönetiminin özellikle Çin ve Avrupa başta olmak üzere birçok ülkeye yönelik sert söylemleriyle şekillenen tarife trafiği, küresel ticaret dengeleri üzerinde baskı oluştururken, şirketlerin maliyet ve yatırım kararlarını da doğrudan etkiledi. Yeni yılda bütçe görüşmelerinin yine zorlu geçmesi ve bazı harcama kalemlerinin geçici uzatmalarla finanse edilmesi nedeniyle yeni bir kapanma riskinin tamamen ortadan kalkmadığını düşünüyoruz. Bununla birlikte, tarife ve ticaret başlıklarında 2025'e kıyasla daha sınırlı ve kontrollü bir gerginlik zemininin oluşmasını, söylem düzeyinde sertlik korunmakla birlikte fiili adımların daha dengeli ilerlemesini bekliyoruz.

Tüm bu çerçeve altında 2026 için ABD hisse senedi piyasalarında geniş tabanlı ve kesintisiz bir endeks rallisinden ziyade, sektörler arası farkların daha net hissedildiği ve hisse bazlı seçiciliğin öne çıktığı bir yıl bekliyoruz. Korumacı politikaların desteklediği yerli üretim ağırlıklı şirketler, savunma ve güvenlik harcamalarından pay alan sektörler ile yapay zeka ve otomasyon yatırımları sayesinde verimlilik artışı sağlayan firmalar görece daha güçlü bir görünüm sunabilir. Buna karşılık, ithal girdiye yüksek ölçüde bağımlı olan, maliyet baskısını fiyatlara yansıtmakta zorlanan ve regülasyon riski taşıyan sektörlerin 2026'da daha sınırlı bir performans sergilemesini muhtemel görüyoruz.

2026 yılı için 3 ayrı senaryo çerçevesinin öne çıkabileceğini düşünüyoruz. Baz senaryoda, Fed'in kontrollü ve temkinli gevşeme adımlarının, enflasyondaki kademeli gerilemeyle birlikte büyümeyi düşük ama pozitif bir patikada tuttuğu; bu sayede riskli varlıklarda sınırlı fakat istikrarlı bir getiri alanının oluştuğu bir görünümün olabileceğini bekliyoruz. Diğer senaryoda, yapay zeka kaynaklı verimlilik artışlarının ve Fed'in daha hızlı ancak hala kontrollü ilerleyen indirimlerinin, piyasalarda beklenenden güçlü rallilere zemin hazırlayabileceği kanaatindeyiz. Negatif senaryoda ise ticaret savaşlarının sertleşmesi, hükümet kapanmalarının yeniden gündeme gelmesi ve Fed'in geç kaldığı bir resesyon sürecinin devreye girmesi durumunda piyasalarda baskı ortamı oluşması da gündeme gelebilir. Ancak bu bahsettiğimiz senaryodan uzak olduğumuzu belirtelim.



Küresel Piyasalar Görünümü

Yeni yılda ABD’de siyasi takvim yoğun geçecek...

2026 yılı ABD açısından bir başkanlık seçimi değil, ancak siyasi ve piyasa etkisi en az onun kadar güçlü olan ara seçimler (midterm) yılı olacak. Tüm eyaletlerin sandığa gitmesi bekleniyor. Temsilciler Meclisi’nin tamamı ve Senato’nun yaklaşık üçte biri yenilenecek, ayrıca çok sayıda eyalette valilik ve yerel yönetim seçimleri yapılacak. Washington’daki güç dengesini olduğu kadar ekonomik politika söylemini de daha hassas bir zemine taşıyor. Seçim yılına girilirken özellikle bazı eyaletlerde oy kullanma kurallarında yapılan değişiklikler siyasi tansiyonu artırırken, piyasa tarafında da belirsizlik algısı güçleniyor.

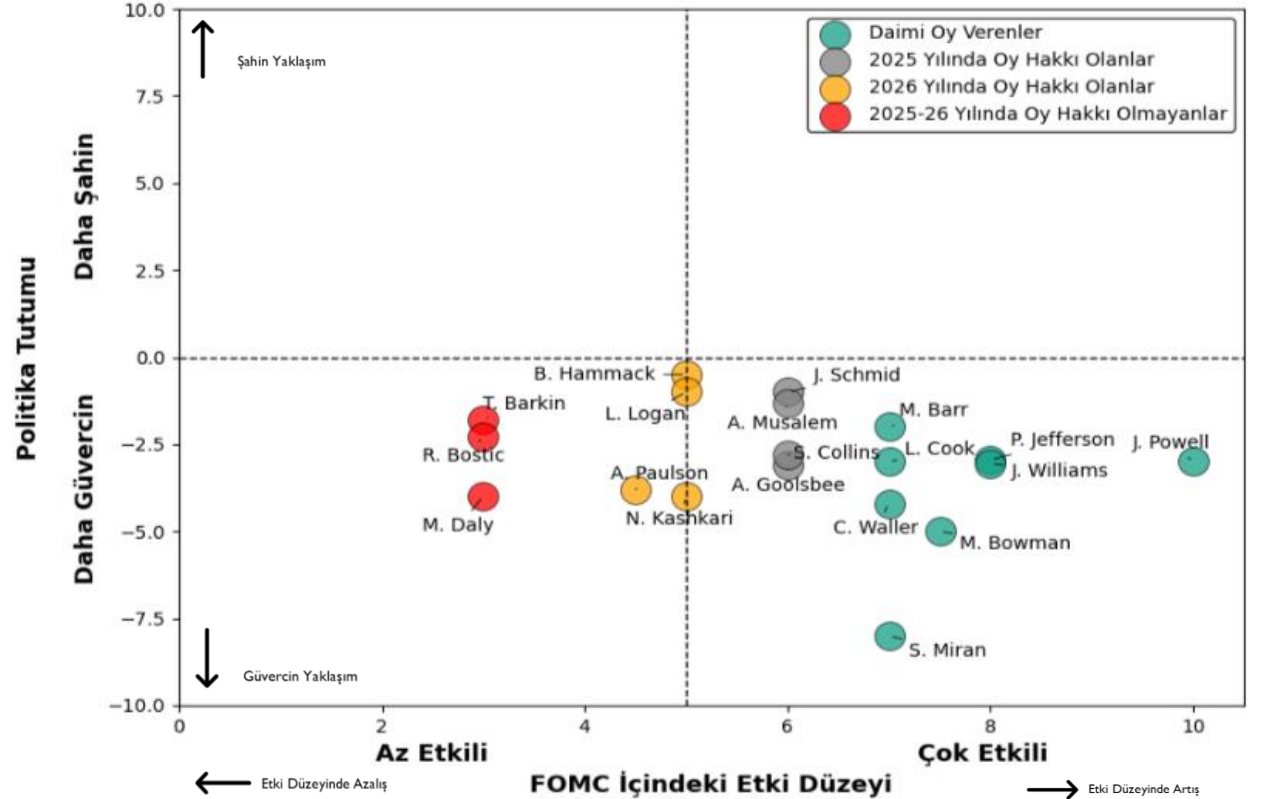
FOMC Üyeleri Aynı Hedefte, Farklı Zamanlamada...

Fed içinde resim kabaca şöyle: **Richmond Fed Başkanı Thomas Barkin** ve **Dallas Fed Başkanı Lorie Logan**, enflasyon tarafında risklerin tamamen ortadan kalkmadığını söyleyerek aceleci indirimlere mesafeli duruyor; bu gruba **Kansas City Fed Başkanı Jeffrey Schmid**’i de ekleyebiliriz ve “enflasyon hala fazla sıcak” diyerek indirime karşı en net şahin seslerden biri olarak öne çıkıyor. **Boston Fed’den Susan Collins** ve **Atlanta Fed Başkanı Raphael Bostic** ise indirime kapıyı kapatmıyor ama zamanlamada oldukça temkinli. **New York Fed Başkanı John Williams** da son indirim sonrası politikanın zaten daha dengeli bir noktaya geldiğini, yeni bir hamle için aciliyet görmediğini söyleyerek merkezde duruyor. Buna karşılık **Chicago Fed Başkanı Austan Goolsbee**, **San Francisco Fed Başkanı Mary Daly** ve **Minneapolis Fed Başkanı Neel Kashkari** büyüme ve istihdamdaki yavaşlama risklerine daha fazla vurgu yapıyor ve gerektiğinde indirimlerin sürebileceğini savunuyor.

Washington tarafında Fed Başkanı Jerome Powell bu ayrışmayı açıkça kabul edip net bir patika vermekten kaçınırken, Yönetim Kurulu’nda **Michelle Bowman** enflasyon sakın kalırsa indirim alanı olduğunu söylüyor. **Stephen Miran** ise daha hızlı ve daha güçlü indirim isteyen en güvercin isim olarak ayrışıyor.

Özetle; Fed’de ortak bir “indirim takvimi” olmadığını, ancak herkesin aynı hedefe bakıp hız ve zamanlama konusunda görüş ayrılıkları yaşadığını söyleyebiliriz.

Grafik 1: FOMC Üyeleri Şahin-Güvercin Duruş ve Etki Matriksi



Kaynak: MNI, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Küresel Piyasalar Görünümü

Enflasyon tarafında neler bekliyoruz ?

ABD tarafında enflasyon görünümü biraz karışık. Son açıklanan enflasyon verileri, manşet TÜFE'nin %3 civarında seyrettiğini ve dezenflasyon sürecinin yavaşladığını gösteriyor. Güçlü ekonomik büyüme, hizmet sektöründe devam eden fiyat baskıları ve ücret artışlarının görece yüksek kalması, Fed'in %2 hedefiyle uyumlu hızlı bir enflasyon düşüşünü zorlaştırıyor. Ancak mevcut koşullara rağmen, 2026 yılına girerken Fed'in enflasyon görünümüne ilişkin daha güvercin bir duruş sergilemesini ve faiz patikasında kademeli gevşeme sürecine devam etmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, küresel ölçekte merkez bankaları arasındaki politika ayrışmasının önümüzdeki dönemde de en azından ara yıl seçimlerine kadar benzer şekilde kalacağına yönelik görüşümüzü koruyoruz.

Euro Bölgesi'nde enflasyonun 2025 boyunca büyük ölçüde ECB'nin %2 hedefi etrafında seyretmesi, ılımlı büyüme görünümü, enerji fiyatlarındaki düşüş ve özel sektör enflasyon beklentilerinin görece iyi çıpalanmış olmasından kaynaklandı. Buna karşın İspanya ve Hollanda gibi bazı ülkelerde fiyat artışlarının daha yüksek seyretmesi bölge içinde ayrışmaya işaret ediyor. Bu farklılıkların 2026 yılı boyunca kademeli olarak azalması beklenirken, düşük fiyatların gecikmeli etkisiyle Euro Bölgesi enflasyonunun dönem dönem hedefin hafif altında kalabileceği, ancak genel olarak %2'ye yakın seyredeceğini öngörüyoruz.

“Daha güvercin bir Fed” beklentisi piyasada sıkça dile getiriliyor... Güvercin Fed denildiğinde, enflasyon riskinden ziyade büyüme ve istihdam tarafındaki kırılganlıklara daha fazla ağırlık veren, faiz indirimlerine daha erken veya daha kararlı şekilde gidebilen bir merkez bankası anlaşılır. Fed'in duruşunu belirleyen ana faktörler yine enflasyonun seyri, iş gücü piyasası ve finansal istikrar olacaktır.

Küresel konjonktür Fed'i daha güvercin bir patikaya zorlarsa, bunun gelişmekte olan ülkeler açısından etkisinin olumlu olacağını düşünüyoruz. ABD faizlerinin gerilemesi ve finansal koşulların gevşemesi, sermaye akımlarını yeniden riskli varlıklara yönleltebilir. Türkiye açısından bu duruma bakacak olursak; CDS risk primi, eurobond spreadleri ve bankaların dış finansman maliyetleri üzerinden destekleyici bir zemin oluşturabilir.

Dolar endeksi ne olacak ?

Daha güvercin bir Fed beklentisi teorik olarak doların zayıflamasını destekleyebilir ve bu da gelişmekte olan ülkeler için ek bir katalist oluşturacaktır. Ancak doların yönü yalnızca Fed'e bağlı olmamakla birlikte büyüme farkı, maliye politikası ve özellikle seçim yılına özgü siyasi riskler zaman zaman doların güvenli liman olarak güçlenmesine de yol açabilir. Euro/Dolar paritesine ilişkin görünümümüzde, dolar tarafında zayıflamanın belirginleştiği bir ortamda euronun kademeli olarak güç kazanmasını bekliyoruz. Bu çerçevede paritede yukarı yönlü eğilimin korunacağı bir seyir öngörüyoruz.

Tablo 1: Küresel Enflasyon Tahminleri, yıllık (%)

Enflasyon (yıllık, %)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Küresel	6,1	4,5	4,0	3,5	3,0
ABD	4,1	3,0	2,8	3,0	2,8
Latin Amerika	14,8	16,6	11,1	9,2	4,9
Brezilya	4,6	4,4	5,3	4,3	3,1
Birleşik Krallık	7,3	2,5	3,4	2,6	2,3
Euro Bölgesi	5,4	2,4	2,1	1,9	2,0
Almanya	6,0	2,3	2,2	2,1	2,2
Fransa	4,9	2,0	0,9	1,5	1,8
İtalya	5,6	1,0	1,6	1,7	2,0
İspanya	3,5	2,8	2,6	2,1	2,1
Orta ve Doğu Avrupa	11,0	3,9	5,0	3,9	3,2
Polonya	11,4	3,8	3,9	3,1	2,9
Rusya	5,9	8,4	8,9	6,1	2,6
Türkiye	53,9	58,5	35,0	25,1	15,7
Asya-Pasifik	3,1	2,2	1,3	1,6	1,9
Çin	0,2	0,2	0,0	0,4	0,9
Japonya	3,3	2,7	3,2	1,9	2,4
Hindistan	5,7	5,0	2,5	4,2	4,4
Orta Doğu	16,3	10,4	9,3	12,4	9,1
Suudi Arabistan	2,5	1,5	1,9	2,6	2,2
Afrika	18,9	15,0	11,5	9,1	7,5
Güney Afrika	5,9	4,4	3,1	3,0	3,1

Kaynak: National, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



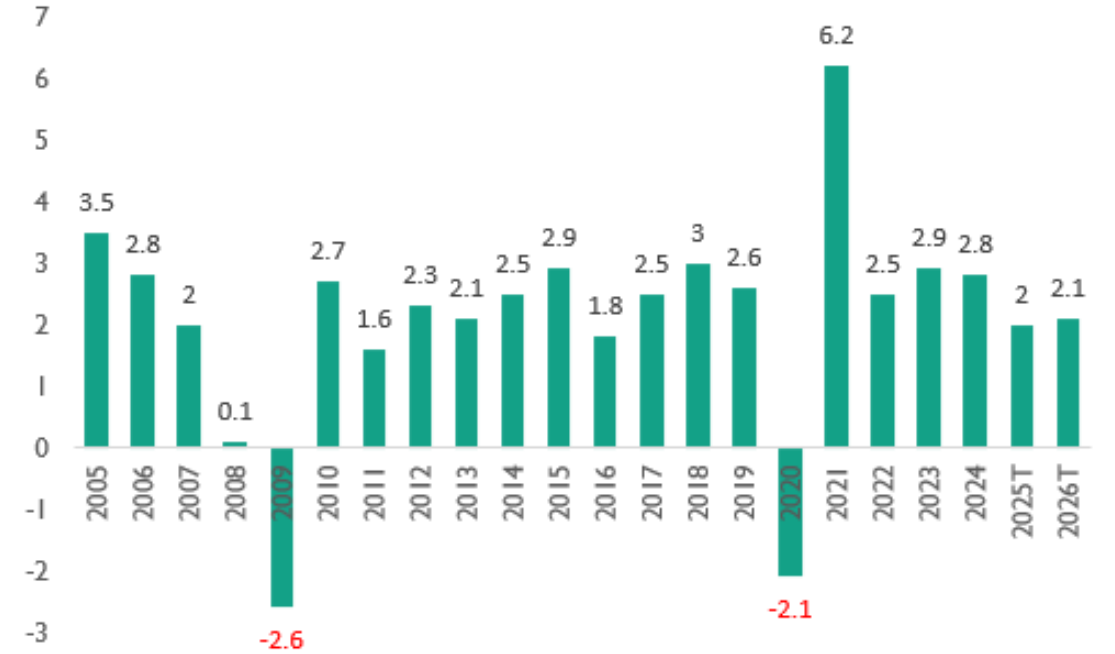
Küresel Piyasalar Görünümü

Tablo 2: Dünya Ekonomik Görünüm Büyüme Projeksiyonları

(Reel GSYH, yıllık, yüzde değişim)	2024	2025	2026T
Dünya Üretimi (Dünya GSYH)	3.3	3.2	3.1
Gelişmiş Ekonomiler	1.8	1.6	1.6
Amerika Birleşik Devletleri	2.8	2	2.1
Euro Bölgesi	0.9	1.2	1.1
Almanya	-0.5	0.2	0.9
Fransa	1.1	0.7	0.9
İtalya	0.7	0.5	0.8
İspanya	3.5	2.9	2.0
Japonya	0.1	1.1	0.6
Birleşik Krallık	1.1	1.3	1.3
Kanada	1.6	1.2	1.5
Diğer Gelişmiş Ekonomiler	2.3	1.8	2.0
Gelişmekte Olan ve Yükselen Ekonomiler	4.3	4.2	4.0
Gelişen ve Yükselen Asya	5.3	5.2	4.7
Çin	5	4.8	4.2
Hindistan	6.5	6.6	6.2
Gelişen ve Yükselen Avrupa	3.5	1.8	2.2
Rusya	4.3	0.6	1
Latin Amerika ve Karayipler	2.4	2.4	2.3
Brezilya	3.4	2.4	1.9
Meksika	1.4	1	1.5
Orta Doğu ve Orta Asya	2.6	3.5	3.8
Suudi Arabistan	2.0	4.0	4.0
Sahra Altı Afrika	4.1	4.1	4.4
Nijerya	4.1	3.9	4.2
Güney Afrika	0.5	1.1	1.2
Gelişmekte Olan ve Orta Gelirli Ekonomiler	4.3	4.1	3.9
Düşük Gelirli Gelişmekte Olan Ülkeler	4.2	4.4	5.0

Kaynak: IMF, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 2: ABD Reel GSYH Büyüme Oranları (2005-2026T)



Kaynak: Trading Economics, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Küresel Piyasalar Görünümü

Avrupa'da ılımlı büyüme ve gerileyen enflasyon ana başlık olmayı sürdürüyor.

2026'ya girerken Avrupa için temel çerçeve, ılımlı büyüme, gerileyen enflasyon ve kırılğan mali disiplin ekseninde şekilleniyor. Euro bölgesinde büyümenin düşük tempoda ama pozitif bölgede kalmaya devam edeceğini, enflasyonun ise %2 hedefine yaklaşarak istikrara doğru gittiğini düşünüyoruz. Bu tablo, AMB'nin agresif bir sıkılaşıma dönmek yerine ılımlı bir faiz patikasına bağlı kalacağına işaret ediyor. Bununla birlikte, Trump yönetiminin ticaret politikaları, Avrupa ihracatını baskılayan ana risk olmaya devam edecek. Öte yandan enerji dönüşümü, savunma harcamaları ve altyapı yatırımları iç talebe bir taban sağlayabilir; ancak bütçe açıklarının büyümesi zaman zaman piyasalarda “Avrupa borç sürdürülebilirliği” tartışmalarını yeniden alevlendirebilir kanaatindeyiz.

Almanya özelinde, 2026'nın “kırılğan ama devam eden bir toparlanma” dönemi olmasını bekliyoruz. Enerji maliyetleri, otomotivdeki dönüşüm baskısı ve Çin talebine bağımlılık büyümeyi sınırlarken; savunma bütçesi ve altyapı yatırımları ekonomiyi bir ölçüde destekleyecektir diye düşünüyoruz. **Fransa** tarafında ise iç talep ve turizmin sağladığı dayanıklılık öne çıkıyor. Ancak yüksek kamu açığı, işgücü piyasası reformları ve siyasi parçalanma riski Fransız varlıklarında ara ara oynaklık oluşturmaya devam edecektir. Sonuç olarak Avrupa, 2026'ya güçlü bir ivmeyle değil; jeopolitik ve ticari riskleri yönetmeye çalışan, yavaş ama istikrarlı bir ekonomi görünümüyle girecek gibi duruyor.

Asya'da yeni yılda yeni fırsatlar ön plana çıkabilir.

Asya cephesinde ise 2026'ya yönelik beklentimiz, “ılımlı yavaşlamaya rağmen dünya büyümesinin motoru olma” rolünün büyük ölçüde korunacağı yönünde. IMF ve bölgesel kurumların projeksiyonları, Asya-Pasifik bölgesinde büyümenin önümüzdeki iki yılda gelişmiş ekonomilerin oldukça üzerinde, kabaca %4,5–5 bandında seyredeceğine işaret ediyor. Ancak bu ortalamanın altında çok farklı dinamiklere sahip iki ana blok görüyoruz: Çin merkezli yavaşlayan ama hâlâ büyük ölçekli bir ekonomi ve Hindistan, ASEAN, kısmen de Kore-Endonezya hattında daha dinamik, iç talep odaklı bir grup. 2026'da da piyasa fiyatlamalarının bu ayrışmayı merkezine alacağı kanaatindeyiz.

Japonya'da uzun yıllar süren ultra gevşek politikanın ardından 2025-2026 döneminde BOJ'un (Japonya Merkez Bankası) kademeli bir normalleşme yolunda ilerlediğini, ücret artışları ve enflasyonun ilk kez kalıcı biçimde %2 eşiğine yakınsadığı bir rejime girdiğini görüyoruz. 2026'ya girerken çekirdek enflasyonun %2 civarına doğru yumuşadığı, buna karşın ücret dinamiklerinin hâlâ güçlü kaldığı bir tablo, reel ücretlerin toparlanmasını destekleyebilir. Bu durumun gerçekleşmesi durumunda iç talep ve bankacılık hisseleri için pozitif bir zemin oluşturabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, küresel faiz dengesinin hâlâ yüksek kalması ve Japon tahvil getirilerindeki artışın sınırlı kalması, “yen carry trade” dinamikleri üzerinden volatilité oluşturmaya devam edebilir.

Çin cephesinde ise tablo daha karışık. Gayrimenkul sektöründeki düzeltme sürecinin 2026'ya kadar uzamasını, büyümenin de %4,5 civarında sıkışmasını bekliyoruz. Bu durum, yerel yönetim finansmanı, bankacılık dengeleri ve hanehalkı serveti üzerinde baskı oluşturmaya sürdürebilir. Buna karşın, Çin'in teknoloji, yenilenebilir enerji ve yüksek katma değerli üretime yönelişi daha kaliteli ama düşük tempolu bir büyüme profili oluşturabilir diye düşünüyoruz. Diğer taraftan, ABD ile ikili ilişkilerde ABD kaynaklı baskının azalması 2026 için umudu beraberinde getiriyor.

Güney Kore'de ise 2025'te yavaşlayan büyümenin 2026'da ılımlı bir toparlanmaya yönelebileceğini düşünüyoruz. OECD ve diğer kurumlar, 2025'te büyümenin %1 civarına kadar gerileyip 2026'da %2,2 civarına toparlanacağını öngörüyor; bunun arkasında da yarı iletken ihracatındaki güçlü döngüsel dönüş ve iç talepte ücret artışlarıyla desteklenen bir toparlanma var. Ancak ABD'nin teknoloji ihracatı üzerindeki kısıtları, küresel ticaret savaşlarının tırmanma riski ve Kore iç siyasetinde süren belirsizlikler, 2026'da da risk primi üzerinde baskı oluşturabileceği kanaatindeyiz.

Hindistan ise Asya'nın en parlak hikayesi olmaya devam ediyor. 2026'da büyümenin hala %6'nın üzerinde kalmasını, güçlü iç talep, dijitalleşme ve altyapı yatırımlarının ekonomiyi sürüklemeyi sürdürmesini bekliyoruz. ABD kaynaklı tarifelerin ihracat üzerinde oluşturabileceği baskı ise büyük iç pazar ve bölgesel entegrasyon sayesinde sınırlı kalabileceği kanaatindeyiz.





Küresel Piyasalar Görünümü



Değerli Madenlerde neler oldu, neler bekliyoruz ?

Geride bıraktığımız 2025 yılı, kıymetli metaller açısından hem talep kompozisyonunun hem de makro zeminin dönüştüğü bir yıl oldu. Ons altındaki tarihî yükselişte merkez bankalarının güçlü alımları belirleyici olurken, Fed'in daha gevşek bir politika patikasına yöneleceği beklentisiyle dolar endeksinin yıl boyunca zayıf seyretmesi bu hareketi destekledi. Orta Doğu'daki çatışmalar, Çin-ABD ilişkilerinde artan gerilim, Rusya kaynaklı enerji belirsizlikleri ve Avrupa'daki siyasi kırılma riskleri güvenli liman talebini kalıcı biçimde güçlendirdi. Bu ortamda altın, yalnızca bir rezerv aracı olmaktan çıkarak çok katmanlı bir "sigorta varlığı" kimliği kazandı. Özellikle Çin başta olmak üzere Asya ve Orta Doğu merkez bankalarının dolara bağımlılığı azaltma stratejisi doğrultusunda sürdürdüğü alımlar, fiyat duyarlılığı düşük ve uzun vadeli bir talep tabanı oluşturdu. Gelişmekte olan ülkelerin rezerv çeşitlendirme adımlarının yaygınlaşmasıyla altın yıl içinde 50'den fazla kez rekor kırarak %60'ın üzerinde getiri sağladı.

Gümüş tarafında 2025 çok daha sert ve daha hızlı bir yükselişe sahne oldu. Özellikle sanayi talebinin gümüşün yönünü belirleyen temel unsur haline geldiğini söyleyebiliriz. Güneş paneli üretimi, elektronik bileşenler, yarı iletken uygulamaları ve elektrikli araç teknolojilerinin tümü gümüş tüketimini rekor seviyelere taşıdı. Buna karşın madencilik üretimi sınırlı artış gösterdi ve hurda arzı talebi karşılamakta yetersiz kaldı. Bu durum piyasada üst üste üçüncü yıl ciddi bir arz açığı oluşmasına neden oldu. Altın gümüş rasyosunun aşırı seviyelerden gerilemesi gümüşü göreceli olarak daha cazip hale getirdi ve yatırımcı akımlarının gümüşe yönelmesini sağladı. Böylece gümüş fiyatları yıl içinde hem altına paralel "kıymetli metal" talebiyle hem de enerji dönüşümü ve yüksek teknoloji sektörleri kaynaklı endüstriyel talep ile desteklenen çok yönlü bir ralli yaşadı.

Ons altın tarafında 2026'ya ilişkin beklentilerimizde, merkez bankası alımlarının kararlılıkla sürmesi ana destek unsuru olmaya devam ediyor. Çin'in rezerv kompozisyonunu yeniden şekillendirme süreci henüz tamamlanmış değil. Bu nedenle talepte ani bir kırılma beklemiyoruz. Fed'in faiz indirimlerine devam ettiği ve görece güvercin bir politika ortamının korunduğu senaryoda, reel faizlerin sınırlı kalması altının yukarı yönlü potansiyelini desteklemeyi sürdürecektir. Kısa vadede Fed iletişiminden kaynaklı dalgalanmalar görülebilse de, yüksek küresel borçluluk, enflasyon riskinin tamamen ortadan kalkmamış olması ve rezerv çeşitlendirme eğilimi orta vadeli yönü yukarıda tutuyor. Buna ek olarak, ABD Yüksek Mahkemesi'nin gümrük tarifelerini iptal etme olasılığı ve Trump'ın "iptal edilirse yenileri gelir" yönündeki söylemleri ile Grönland'ın ABD'ye katılmasına dair söylemler ve Venezüela-ABD arasındaki gerimler etrafında süren jeopolitik belirsizlikler, güvenli liman talebini canlı tutan ek riskler olarak öne çıkıyor. Özetle, büyümenin yavaşladığı ve para politikasının gevşemeye devam ettiği bir ortamda ons altının 2026'da kademeli bir değerlenme eğilimini sürdürmesini, küresel belirsizliklerin artması halinde ise bu yükselişin daha güçlü bir performansa dönüşmesini bekliyoruz.

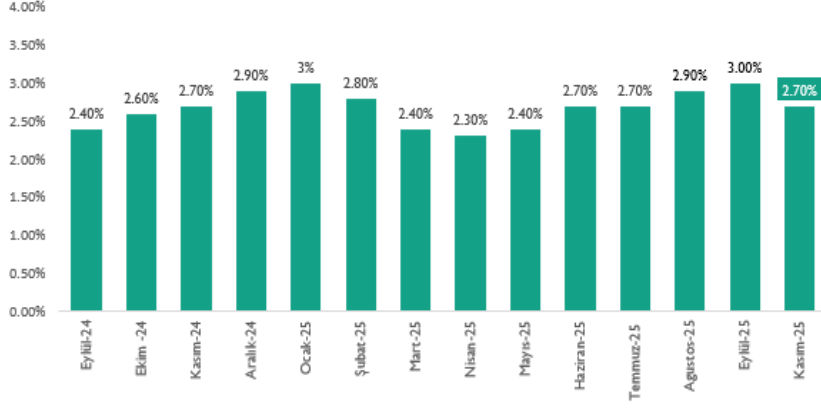
Gümüş için 2026 görünümü fırsat ile riskin bir arada bulunduğu daha karmaşık bir tablo öne çıkıyor. Enerji dönüşümü yatırımlarının hız kesmeden devam etmesi halinde gümüşün sanayi talebi güçlü kalmayı sürdürecektir. Özellikle güneş enerjisi kapasite artışlarının ve elektrikli araç (EV) talebinin küresel ölçekte hızlanması gümüş talebini destekleyici unsurlar olmaya devam edecek. Buna karşın küresel büyümede yaşanabilecek yavaşlama, tüketim ile yatırımların ivme kaybetmesi ve teknoloji döngüsündeki olası iniş çıkışlar gümüş fiyatlarında altına kıyasla daha sert oynaklıklara neden olabilir. Gümüşün fiyat davranışını belirleyen önemli bir unsur da altın gümüş rasyosunun nereye yerleşeceği olacak. Ek olarak gümüşte arz tarafındaki daralmalardan kaynaklı fiyat hareketlerinin devamı gündemde olmaya devam edecektir.

Brent petrol cephesinde 2026'ya girerken temel senaryo, arz fazlası eğiliminin fiyatları baskıladığı, jeopolitik gelişmelerin ise dönemsel dalgalanmalara yol açtığı bir dengeye işaret ediyor. Küresel talep artışının sınırlı kalması ve ABD kaynaklı arzın güçlü seyri, Brent'in görece düşük bantlarda dengelenmesine neden olabilir. ABD'nin Venezuela petrol sevkiyatlarına yönelik blokaj ve yaptırım uygulamalarını sıkılaştırması, Venezuela arzında kesinti riskini artırarak fiyatlar üzerinde yukarı yönlü kısa vadeli baskı oluşturabilecek başlıca unsurlar arasında yer alıyor. Buna ek olarak Rusya'ya yönelik yaptırım belirsizliği ve OPEC+'ın olası ek arz kısıntıları, 2026 boyunca Brent petrol fiyatlarının jeopolitik başlıklara karşı hassas ve dalgalı bir seyir izlemesine neden olabilir. 2026 yılında gerilimin devam etmesi takdirde arz kaynaklı sorunlardan dolayı yükselişin devamı beklenebilir.

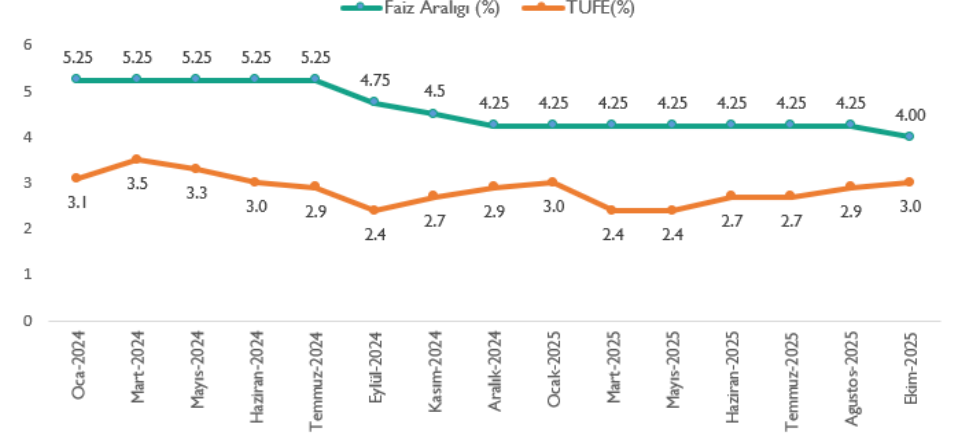


Küresel Piyasalar Görünümü

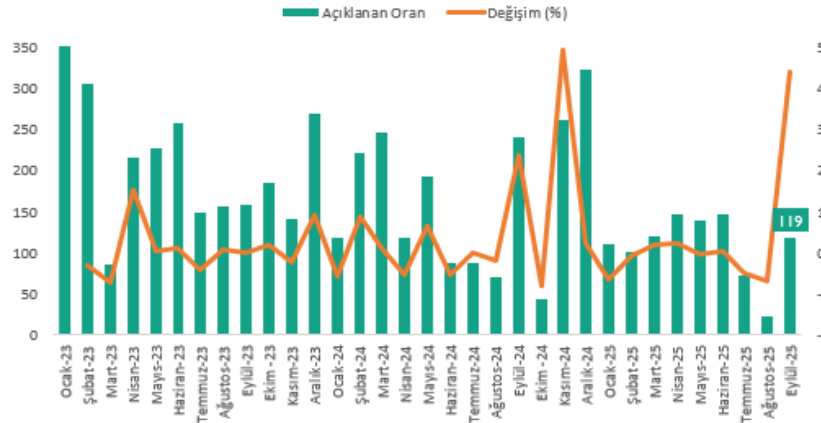
Grafik 3: ABD Enflasyon Rakamları (Yıllık)



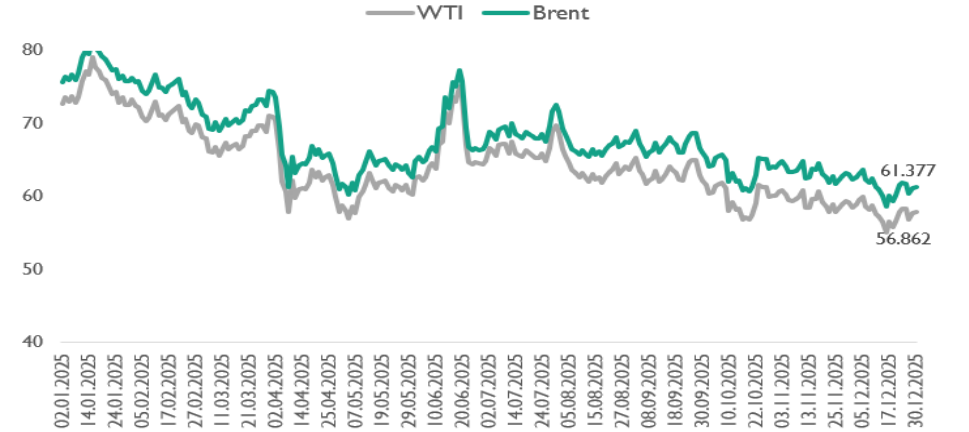
Grafik 4: ABD Fed Faiz Aralığı ve TÜFE



Grafik 5: ABD Tarım Dışı İstihdam



Grafik 6: WTI ve Brent Petrol - 2025



Model Portföy Getirileri & 2026 Yılı Model Portföyümüz

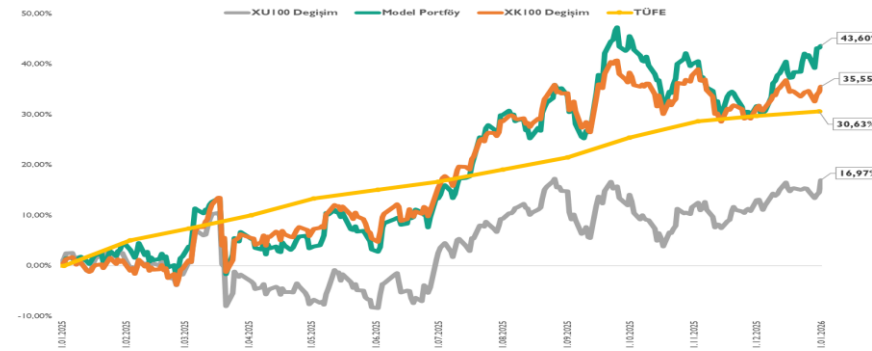
2024 yılı Kasım ayında başlattığımız Kuveyt Türk Yatırım Katılım Odaklı Model Portföyümüz (MP), geride kalan bir yıllık dönemde **%43,60** nominal getiri elde etmiştir. Aynı dönemde BIST 100 endeksi **%17,00** (Tablo 4), Katılım 100 endeksi ise **%35,55** oranında yükseliş kaydetmiştir. 2025 yılına ilişkin beklentilerimiz doğrultusunda oluşturduğumuz model portföyümüz, söz konusu performansıyla BIST 100 endeksine kıyasla **%26,60**, Katılım 100 endeksine göre ise **%8,05** oranında rölatif getiri sağlamıştır. **2026 yılına ilişkin MP'mize Tablo:3'ten ve [detaylı raporumuzdan](#) ulaşabilirsiniz.**

Şirket	Hisse Kodu	Portföye Eklenme Tarihi	Ağırlık	Giriş Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye	Yükseliş Potansiyeli
Bim	BIMAS	2.01.2026	20%	543,0	772,0	AL	42%
Tüpraş	TUPRS	2.01.2026	20%	187,0	261,2	AL	40%
Albaraka	ALBRK	2.01.2026	15%	8,1	12,5	AL	54%
MLP Sağlık	MPARK	2.01.2026	15%	382,0	600,0	AL	57%
Çimsa	CIMSA	2.01.2026	10%	45,5	65,2	AL	43%
Ebebek	EBEBK	2.01.2026	10%	53,9	79,0	AL	47%
Logo	LOGO	2.01.2026	10%	154,0	265,0	AL	72%

Şirket	Hisse Kodu	Ağırlık	Giriş Fiyatı	Son Kapanış	Nominal Getiri (%)	Hedef Fiyat (TL)	Yükseliş Potansiyeli (%)
Aselsan	ASELS	17%	68,8	230,2	238%	270	17%
Tüpraş	TUPRS	20%	129,6	187	52%	212,2	13%
Lokman Hekim	LKMNH	15%	17,4	18,8	9%	27,7	47%
Bim	BIMAS	18%	504,5	543,0	9%	772,0	42%
Ereğli	EREGL	15%	26,2	24,2	-8%	33,7	39%
Logo*	LOGO	15%	178,4	154,0	-14%	256,0	66%
Model Portföy Getirisi							43,6%
BIST 100 Endeksi Getirisi							17,0%
Model Portföy Göreceli							26,6%

*LOGO 21 Ağustos 2025 tarihinde AKSA'nın yerine MP'ye dahil edilmiştir.

Grafik 7: MP, XU100, Katılım100 ve TÜFE Getiri Kıyaslama



Yurt İçi Piyasalar & Strateji

Borsa İstanbul'da 2025 Nasıl Geçti?

2025 yılı sonunda yayımladığımız strateji raporumuzda, 2026 yılına ilişkin beklentilerimizi yatırımcılar ile paylaştık. Bu kapsamda **BIST100 endeksi için 12 aylık hedef fiyatımızı 15.250 olarak belirlerken, söz konusu seviye %33'lük getiri potansiyeline işaret etmektedir.** 2025 yılında yurt içi ve küresel ekonomilerin 2025 yılında ana gündem başlıkları; bankaların enflasyonla mücadele kapsamında uyguladığı sıkılaştırmacı adımların büyüme üzerindeki yansımaları ile jeopolitik gelişmeler olarak öne çıktı. Öte yandan, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz kararları piyasalar tarafından yakından takip edildi. 2025 yılını geride bırakırken, BIST100 endeksinin, birçok önemli faktörün etkisinde kaldığını söyleyebiliriz. Yurt içinde yaşanan haber akışlarına ek olarak jeopolitik gelişmeler, ABD-Türkiye ilişkileri, zayıf geçen bilanço dönemleri ve sıkı para politikalarının etkisiyle yatırımcıların daha güvenli ve daha düşük riskli ürünlere yöneldiği gözlemlendi. 2025 yılında volatilité oldukça yüksek seyrederken, Mart ayında yaşanan yurt içi gelişmelerin etkisiyle endeks yaklaşık %20 oranında geriledi. Söz konusu dip seviyesinden itibaren endeks %31 oranında toparlanma kaydetti. Bu süreçte, ekonomide yeni normale dönüş beklentisinin fiyatlandığı, yılın ortalarına doğru ise uygulanan politikaların sonuçlarının izlenmeye başlandığı daha temkinli bir duruşa geçildiği takip edildi. Bununla birlikte, yurt içi talepte yavaşlama sinyallerinin artması ve şirket kârlılıklarına ilişkin beklentilerin zayıflaması, piyasalardaki satış baskısının derinleşmesinde etkili oldu. 2024 yılını 9.830 seviyesinde tamamlayan BIST100 endeksi, 2025 yılına temkinli bir başlangıç yaparken, Ağustos ayında %18'lik yükselişle 11.605 seviyesinde zirve tazeledi. Mart ayında yaşanan haber akışları ve jeopolitik gelişmelerle birlikte dalgalı bir seyir izleyen endeks, tarihi zirve seviyelerinin ardından yatay seyrin öne çıktığı bir döneme girdi. BIST100 endeksi yıl başından bu yana %14,5 oranında yükselirken, dolar bazında yaklaşık %6,00 oranında değer kaybetti. Yıllık getiriler dikkate alındığında, Borsa İstanbul'un diğer yatırım araçlarına daha sınırlı performans kaydettiği söylenebilir. Yıl genelinde endeksteeki artış sınırlı kalırken, Altın yaklaşık %109,50, Dolar %21,40 ve Euro ise %38,21'lik kazanç sağladı. Sektörel getirilere bakıldığında; Finansal Kiralama Faktöring endeksi %374 ile en yüksek getiriyi sağlarken, Spor endeksi %31'lik düşüşle en fazla değer kaybeden sektör oldu. Bankacılık endeksi yıl boyunca BIST100 endeksine en fazla katkı veren sektör olarak öne çıktı. Hisse bazında incelendiğinde, BIST100 endeksine yıl başından bu yana en fazla katkı veren hisseler sırasıyla KLRHO (2.815 puan), ASELS (1.675 puan), MAGEN (281 puan) ve PASEU (277 puan) oldu. 2025 yılına ılımlı başlayan yabancı algısı, Mart ayında yaşanan yurt içi gelişmelerin ardından, yerini satış baskısına bıraktı. Yıl içerisinde yaşanan jeopolitik gerilimler ve diğer gelişmeler, yabancı yatırımcıların getiri garantili borçlanma araçlarına yönelmesine neden oldu. TCMB tarafından haftalık olarak paylaşılan menkul kıymet istatistiklerini incelediğimizde yabancıların DİBS'lere yoğunlaştığını görmekteyiz.

Grafik 8: BIST100 Endeksi Teknik Görünümü



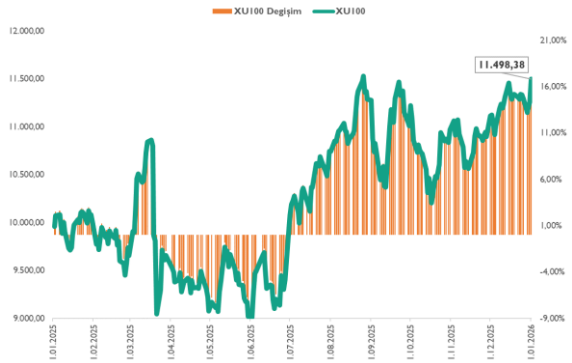
Yurt İçi Piyasalar & Strateji

BIST100 endeksi 2026 hedefimizi 15.250 olarak belirliyoruz

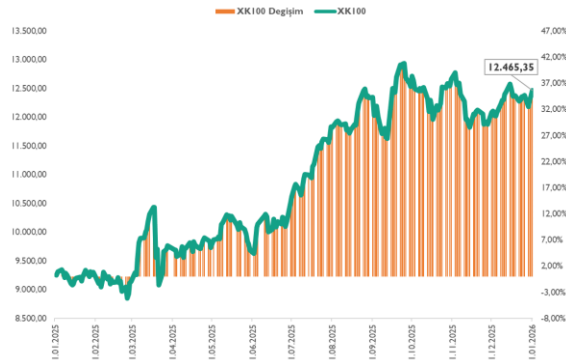
Para ve maliye politikalarındaki kararlı duruşun sürdürülmesi, uzun vadeli perspektifte yabancı ilgisini canlı tutsa da kısa vadeli sermaye hareketlerinde dalgalanmalar meydana gelebilmektedir. TCMB'nin faiz kararları ve izlenecek politikalar ile yabancı yatırımcılarla gerçekleştirilecek olası temasların, yabancı ilgisinde kademeli artışı yeniden sağlayabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, güvenin yeniden ve tam anlamıyla tesis edilebilmesi için zamana ihtiyaç duyulacağını düşünüyoruz. Yabancıların Borsa İstanbul'a yeniden yönelmesi durumunda, yılın ilerleyen dönemlerinde risk iştahının daha da artabileceği kanaatindeyiz.

2026 yılında küresel tarafta birçok değişkenin gündemde olabileceğini düşünürken, yurt içi tarafta ise makroekonomik gelişmeler ve yurt içi haber akışlarının fiyatlamalar üzerinde belirleyici olmasını bekliyoruz. Yurt içinde gözlerin TCMB faiz kararlarında olacağı bir yıl bizleri bekliyor. Faiz indirim döngüsünün devam etmesi yüksek faiz ortamında getiri elde eden yerli ve yabancı yatırımcıların riskli varlıklara yönelmesini hızlandırabilir. Diğer taraftan, Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından gelebilecek olası not artışları ve son sekiz yılın en düşük seviyesine gerileyen 5 Yıllık Kredi Risk Primi (CDS) Borsa İstanbul açısından önemli bir katalizör etki oluşturabilir. Diğer taraftan, geçtiğimiz yıl gri listeden çıkan Türkiye'ye yönelik beşinci tur değerlendirme süreci gerçekleştirilecektir. Bu değerlendirmeden olumlu bir sonuç alınması, gri listeden çıkışa ilişkin gerekliliklerin kalıcı şekilde yerine getirildiğine işaret edecek olup, yabancı sermaye girişleri açısından önemli bir gelişme olabilir. Tüm bu gelişmelerin anlamlı ve kalıcı etkiler oluşturabilmesi için dezenflasyon sürecinin hız kazanması kritik öneme taşımaktadır. Yurt içinde enflasyonun orta vadeli hedeflere doğru geriletilmesine yönelik çabaların, makro-finance istikrar ve daha dengeli bir büyüme çerçevesinde sürdürülmesini bekliyoruz. Yıl içerisinde belirli dönemlerin zorlu geçebileceğini öngörmekle birlikte, bölgesel politik faktörlerden kaynaklanabilecek volatiliteye (oyunluk) karşın, endekste yaşanabilecek geri çekilmelerin alım fırsatı olarak değerlendirilebileceğini düşünüyoruz. Borsa İstanbul'da makroekonomik göstergelere ilişkin öngörülebilirliğin artması durumunda, fiyatlamaların olumlu yönde şekillenebileceğini öngörüyoruz. Makroekonomik görünüm, küresel konjonktür ve faiz indirim beklentileri doğrultusunda oluşturduğumuz 2026 stratejimizde; Bankacılık, Çimento, Gıda Perakende, Gayrimenkul Y.O., Sanayi, Sağlık ve Ulaştırma sektörlerinin öne çıkmasını bekliyoruz. **BIST100 endeksi için 12 aylık hedef fiyatımızı 15.250 olarak belirlerken; bu seviye %33'lük getiri potansiyeline işaret etmektedir.** Borsa İstanbul'da hisse seçiminde, hem yurt içi makroekonomik göstergelerin seyri hem de küresel piyasa dinamiklerine kıyasla ortaya konan performansın belirleyici olacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede, endeks bazlı hareketlerden ziyade sektör ve şirket bazlı ayrışmanın ön plana çıkacağı, dolayısıyla doğru sektör ve hisse seçiminin yatırım performansı açısından önemini koruyacağı kanaatindeyiz.

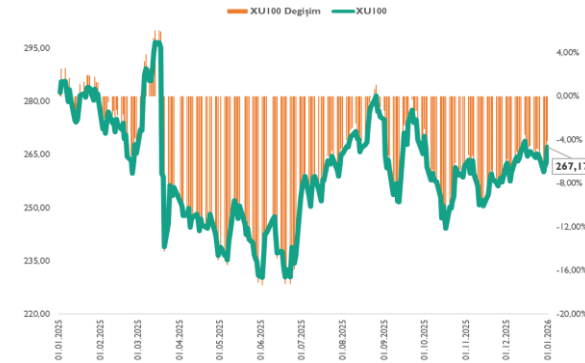
Grafik 9: BIST100 Kümülatif Değişim (%)



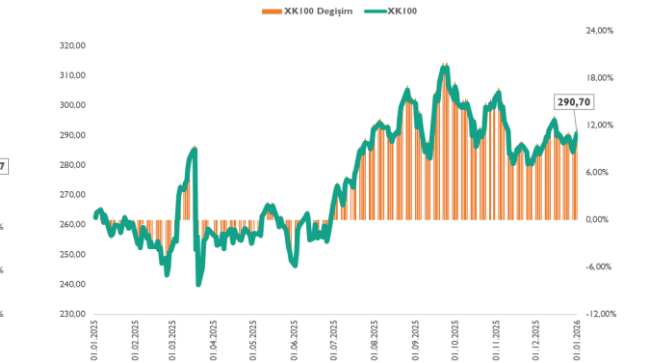
Grafik 10: Katılım100 Kümülatif Değişim (%)



Grafik 11: BIST100 YBB USD Bazlı Kümülatif Getiri



Grafik 12: Katılım100 YBB USD Bazlı Kümülatif Getiri



Yurt İçi Piyasalar & Strateji

BIST100 Endeksi MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksine (GOÜ) kıyasla iskontolu fiyatlanıyor

BIST100 endeksinin görece zayıf performans göstermesinin başta F/K ve FD/FAVÖK oranları olmak üzere belirli finansal oranlara göre iskontolu fiyatlandığını değerlendiriyoruz.

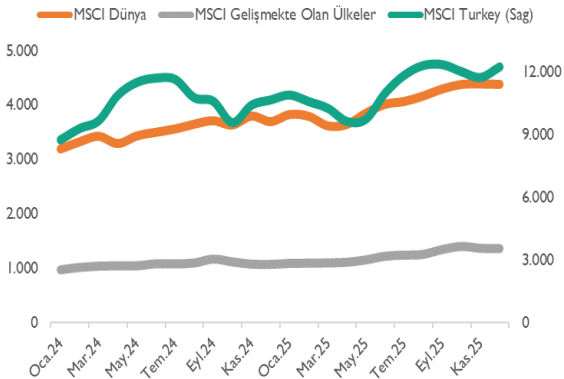
BIST100 endeksi üzerinde ağırlığı en yüksek sektör olan Bankacılık Sektörü PD/DD'si, MSCI GOÜ Bankacılık Endeksi PD/DD ortalamasına göre yaklaşık %30-%35 civarında daha düşük (iskontolu) fiyatlanmaktadır. Söz konusu oran, son 10 yıllık ortalama %30 seviyesinde bulunmaktadır.

MSCI GOÜ endeksi dolar bazında BIST100'e kıyasla 2025 yılbaşından bu yana yaklaşık 37,7 puan daha yüksek getiri sağladı. Bu gelişmede, yüksek küresel risk iştahı ile EM hisselerinin alınması, Türkiye'ye özgü makro belirsizlik ve kur oynaklığı ile MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler (EM) endeksinde yer alan ülkelerde daha olumlu ekonomik görünümün etkili olduğunu düşünüyoruz.

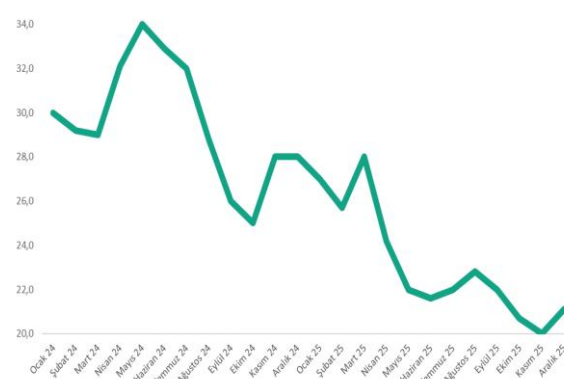
Türkiye'nin FD/FAVÖK seviyesi (5,5 – 6,2x) EM'nin ortalama aralığına (9 – 10x) yakın seyretmektedir. Türkiye'nin FD/FAVÖK çarpanı, EM'nin FD/FAVÖK ortalamasına göre %35-%40 civarında daha iskontolu fiyatlanıyor. Türkiye hisse piyasası, son 10 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanı açısından EM ortalamasının oldukça altında (%60-%70 daha düşük) fiyatlandığı görülmektedir. Bu gelişmede Türkiye piyasalarına uygulanan CDS risk primi hisse değerlemelerini etkileyerek EV/EBITDA çarpanını EM ortalamasının altına çekebilir. Öte yandan, enflasyon, faiz ortamı ve büyüme beklentileri gibi unsurlar volatilitenin artmasına neden olabilmektedir.

Enflasyonla mücadele sürecinin kararlılıkla devam ettiği, ülke risk priminde (CDS) düşüş eğiliminin izlendiği, Türk Lirasının (TL) reel anlamda değer kazandığı ve kredi notu artış potansiyelinin korunduğu mevcut makroekonomik görünümde, hisse senedi piyasalarının uzun vadeli yatırımcılar açısından önemli fırsatlar sunduğu görüşümüzü sürdürüyoruz.

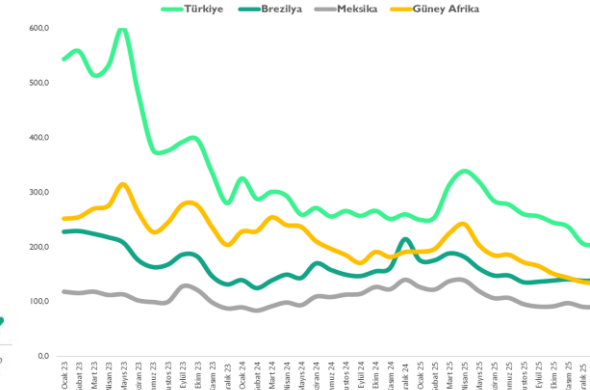
Grafik 13: MSCI Karşılaştırma



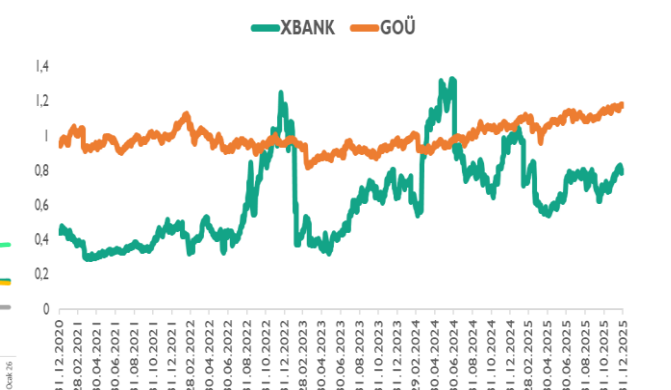
Grafik 14: MSCITR-MSCIGOÜ



Grafik 15: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS



Grafik 16: XBANK ve GOÜ PD/DD Kıyaslama



Yurt İçi Piyasalar & Strateji

Bilançolarda 2026 yılının ikinci döneminde kademeli bir toparlanma bekliyoruz

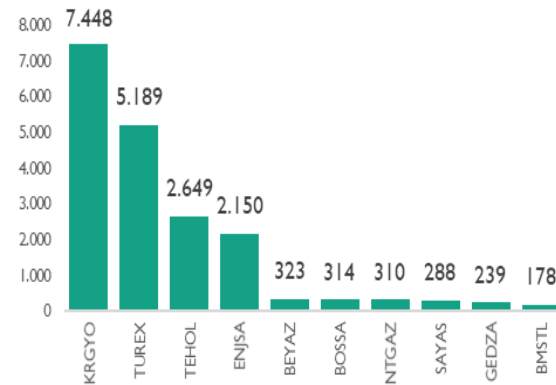
Türkiye’de 31 Aralık 2023 tarihinden itibaren bilançolarda enflasyon muhasebesi etkisi görülmektedir. Enflasyon muhasebesi uygulaması (TMS-29), yüksek enflasyon dönemlerinde finansal tabloların gerçeğe daha yakın ve karşılaştırılabilir olmasını sağlar. TMS-29 uygulaması, şirketlerin kârlılığını olumlu veya olumsuz yönde etkileyen bir unsur olarak takip edilmektedir. Şirketlerin operasyonel sonuçlarını etkileyebilecek diğer başlıklar arasında şunlar sayılabilir: i) Finansman giderlerinin artmasıyla faizlerin yüksek seyretmesi, ii) Enflasyonun katı (yapışkan) seyriyle birlikte maliyetler ve nakit yönetiminin zorlaşması, iii) Zayıf iç talebin etkisiyle satış hacimlerinde düşüş, iv) Kurda yaşanan oynaklık nedeniyle ithalat girdisi olan şirketlerin zorlanması. 2025 yılında, hem enflasyon muhasebesinin etkisi hem de ekonomide yaşanan daralma nedeniyle birçok şirket bilançolarının tahminleri karşılamadığını söyleyebiliriz. Enflasyon muhasebesi ve şirketlerle yapılan görüşmeler, tahmin yapmayı zorlaştıran faktörler arasında yer aldı. BIST’te yer alan tüm şirketlerin toplam net kârı, 3Ç25 döneminde yıllık bazda %45, çeyreklik bazda ise %40 artarak 360,4 milyar TL’ye ulaştı. Bu dönemde 216 şirket net zarar açıklarken, 337 şirket kârlılık bildirdi. Yıllık karşılaştırmada net kârını en yüksek oranda artıran şirketler Özata Denizcilik, Türk İlaç, Yünsa ve Gentaş oldu. BIST Katılım Tüm Endeksi kapsamında toplam net kâr, 3Ç25’te geçen yılın aynı dönemine göre %62 artarak 47,9 milyar TL seviyesine yükseldi. Endekste yer alan şirketlerden 91’i net zarar açıklarken, 122 şirket net kâr elde etti. Yıllık bazda net kâr artışıyla öne çıkan şirketler Yünsa, Gentaş, Ahes Gayrimenkul, CW Enerji ve Avrupakent Gayrimenkul olarak sıralandı. 2026 yılının ikinci döneminden (2. çeyrektekenden itibaren) itibaren kademeli bir toparlanma bekliyoruz. Öngörümüzün başlıca sebepleri şunlardır: Enflasyonun düşüş eğilimini sürdürmesiyle birlikte faiz indirimlerinin kademeli olarak devam etmesi, iç talebin toparlanması ve kurda daha öngörülebilir bir seyir oluşması, dezenflasyon sürecinin devam etmesi durumunda şirketlerin ağırlıklı ortalama borçlanma maliyetlerinde düşüş sürecinin başlaması. Bu durumun gerçekleşmesi halinde, sektör ve şirket bazlı ayrışmaların ön plana çıkmasını bekliyoruz. Özellikle ihracat ağırlıklı ve döviz geliri olan şirketlerin diğerlerinden daha erken toparlanması öngörülmektedir. Ayrıca Çimento, Holding, Sanayi, Perakende, GYO, Savunma Sanayi ve iç pazara odaklı firmaların pozitif yönde ayrışabileceğini değerlendiriyoruz. 2026 yılında bilançolarda iyileşme görülmesi durumunda kârlılık artacak, hisse değerlemeleri iyileşecek (iskontolu şirketler öne çıkacak) ve temettü ile yatırım iştahı artacaktır. Bu süreçte özellikle güçlü bilanço, düşük borçluluk ve sürdürülebilir nakit akışı olan şirketler pozitif yönde ayrışabilir. Beklentimiz, yılın ikinci döneminden itibaren iyileşme yönünde olmakla birlikte, enflasyonun beklenenden yavaş düşmesi, faizlerin uzun süre yüksek kalması, küresel resesyon riski ve jeopolitik gelişmeler ile kur oynaklığının artması, risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 5: BIST Tüm Net Kar ve FAVÖK Artışı

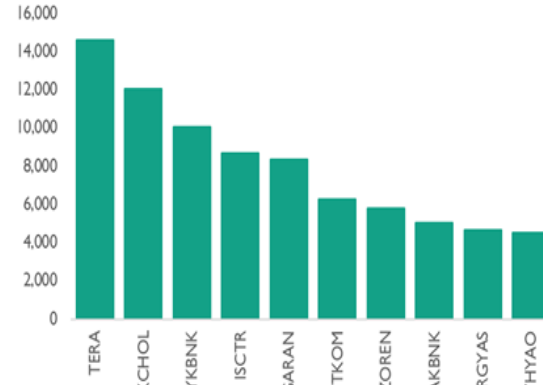
Net Kar		FAVÖK	
Şirket	Değişim (%)	Şirket	Değişim (%)
OZATD	7,400	DOFER	391,472
TRILC	6,806	TERA	32,394
YUNSA	2,809	ERCB	31,034
GENTS	2,639	AHSGY	2,765
AHSGY	2,141	YGYO	2,390
LIDER	1,815	CEMZ	1,396
PATEK	1,519	GLRYH	928
TEHOL	1,191	BRSAN	859
EUREN	788	VBTYZ	659
CWENE	723	BMSTL	612

Kaynak: Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

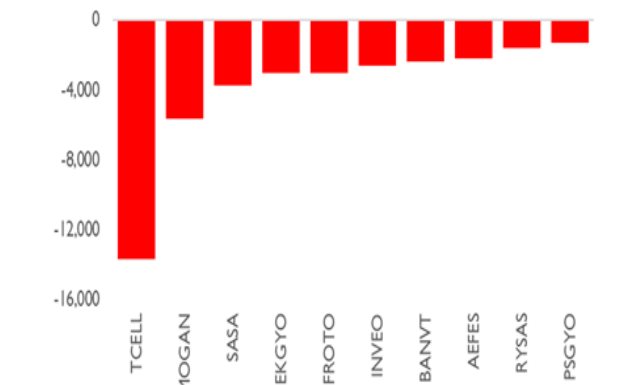
Grafik 17: Katılım Tüm Net Kârı Artanlar (%)



Grafik 18: Net Kara En Çok Olumlu Katkı



Grafik 19: Net Kara En Çok Olumsuz Katkı

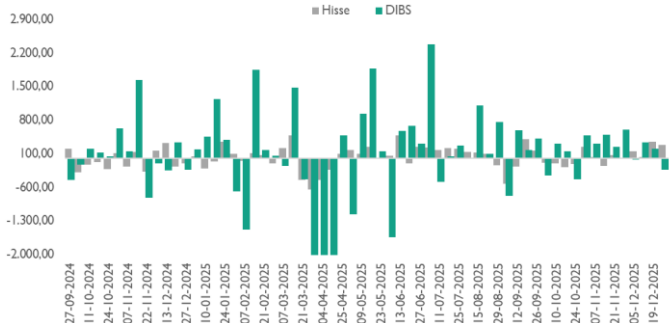


Yurt İçi Piyasalar & Strateji

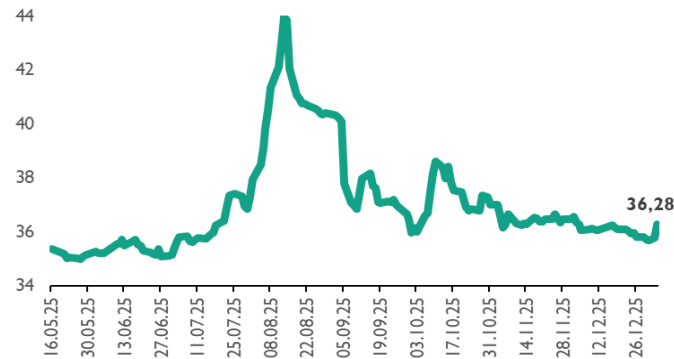
2026 yılında Yabancıların Piyasalara İlgisi Artacak mı? Artması İçin Takip Edilecek Göstergeler Hangileri?

2025 yılında yabancıların Türkiye sermaye piyasalarına ilgisi genel olarak dalgalı bir seyir izledi. Borsa ve tahvil piyasalarında yabancı ilgisi dikkat çekti; dönemsel dalgalanmaların yaşandığı bir yıl geride kaldı. Yabancı ilgisi yıl boyunca sabit kalmadı; bazı haftalarda alım tarafında pozisyon alınırken, belirli dönemlerde haber akışlarının etkisiyle satışlar veya pozisyon ayarlamaları görüldü. Yurt içi haber akışları, jeopolitik riskler ve makroekonomik gelişmeler, bu dalgalanmada etkin rol oynadı. Yabancı yatırımcıların yönelimi ağırlıklı olarak kamu tahvillerine oldu ve Devlet Borçlanma Senetleri portföylerine eklendi. Bununla birlikte, uzun vadeli tahvil ilgisi sınırlı kalırken, çoğu yatırım kısa vadeli FX/carry (Carry Trade) pozisyonlarına yoğunlaştı. Özetle, hisse senedi tarafında yabancı yatırımcılar yıl genelinde net alıcı konumundaydı; ancak borsadaki payları tarihi düşük seviyelerde kaldı. Yabancı ilgisi daha çok büyük ölçekli, likit ve ihracat ağırlıklı şirketlerde yoğunlaştı. Genel değerlendirme kapsamında, yabancı ilgisi geri dönmeye başlamış olsa da güçlü ve kalıcı bir ağırlıktan henüz söz edilememektedir. Yıl boyunca yabancı yatırımcılar en güçlü alımı tahvil ve DİBS piyasasında gerçekleştirdi. Faizlerin yüksek olması ve sıkı para politikasının sürdürülmesi, yabancı sermaye girişlerini destekledi. Öte yandan, 2025 yılında Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) önceki yıla göre artış kaydetti. Yatırımların genelinde finans, hizmet, ticaret ve üretim sektörleri ön plana çıktı. FDI tarafındaki artış, yabancıların Türkiye ekonomisine yönelik orta ve uzun vadeli güveninin güçlendiğine işaret etmektedir. 2026 yılında ise, enflasyonun belirgin bir şekilde düşüş trendine girmesi, para politikasının öngörülebilirliğinin artması, CDS ve risk priminin düşmesi, kur oynaklığının azalması ve küresel piyasalarda risk iştahının güçlü kalması durumunda, tahvil ve hisse piyasasında yabancı ilgisinin kademeli olarak artabileceğini öngörüyoruz. Ancak bu ilginin kalıcı ve güçlü olabilmesi, enflasyonla mücadele, politika tutarlılığı ve yatırımcı güveninin korunmasına doğrudan bağlıdır. Yabancı ilgisinin artması, Borsa İstanbul ve özellikle likiditesi yüksek (büyük) hisselerin fiyatlamaları üzerinde etkili olabilir. Piyasada likiditenin artmasıyla birlikte volatilité azalabilir. Ayrıca, yabancı tahvil girişleri TL'ye olan talebi artırarak TL'nin değer kazanmasına katkı sağlayabilir; böylece kur oynaklığı azalır ve piyasalarda öngörülebilirlik artar. Artan yabancı yatırımlar, sermaye girişlerini yükseltirken finansman maliyetlerini düşürebilir. FDI artışıyla birlikte üretim kapasitesi, istihdam ve ihracat artarken, ekonomik güvenin yükselmesi, yerli yatırımcı güvenini de olumlu etkileyebilir. **Riskler:** Enflasyonun düşme hızının yavaşlaması veya görünümün bozulması durumunda para politikasına olan güven zedelenabilir. Kur ve piyasa oynaklığı artabilir. Jeopolitik veya yurt içi politik risklerin yükselmesi, yabancı yatırımcı çıkışına sebep olabilir. **Yabancı ilgisinin artması durumunda olumlu etkilenebilecek sektörler; i) Bankacılık:** Yabancı yatırımcılar için likiditesi en yüksek sektör. Makroekonomik gelişmelerin dengelenmesi durumunda kârlılığını hızlı artıracak sektörlerden biri. CDS düşüşüne ve endeksin yükselişine hızlı tepki verebilmektedir. **ii) Sanayi:** İhracatçı şirketlerin yoğun olduğu sektörde döviz gelirleriyle kur riskinden korunma olanağı bulunuyor. Küresel pazarlarda faaliyet gösteren ve iskonto fiyatlanan şirketleri barındırıyor. **iii) Enerji & Altyapı:** Yabancı yatırımcıların yenilenebilir enerji yatırımlarına ilgisi yüksek. Yatırımlar uzun vadeli öngörülebilir nakit akışı sağlıyor. **iv) Perakende:** Yabancı ilgisinin makroekonomik etkisiyle sermaye girişleri iç talepte toparlanma potansiyelini artırabilir. **v) Savunma:** Yüksek katma değerli faaliyetler ve uzun vadeli büyüme stratejileriyle savunma ihracatları yabancı ilgisini çekebilir.

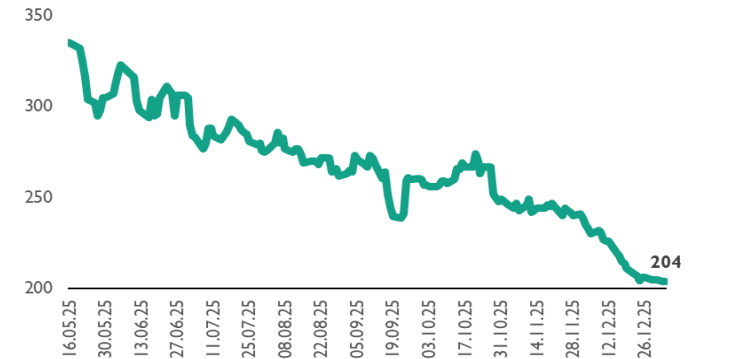
Grafik 20: Hisse ve DİBS Yabancı İşlemleri (Mn USD)



Grafik 21: Yabancı Takas Oranı (%)

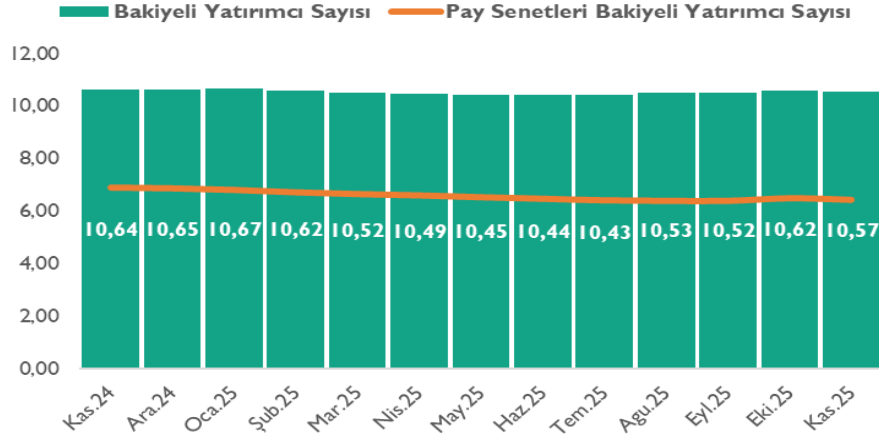


Grafik 22: Türkiye 5 Yıllık Kredi Risk Primi (CDS)

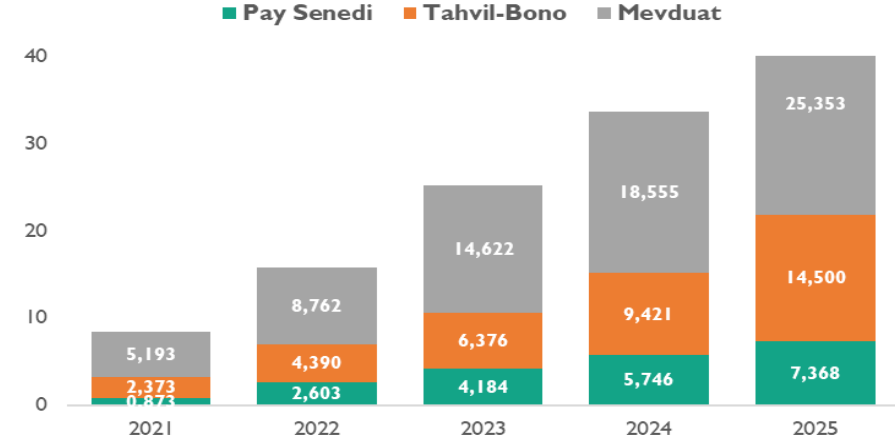


Yurt İçi Piyasalar & Strateji

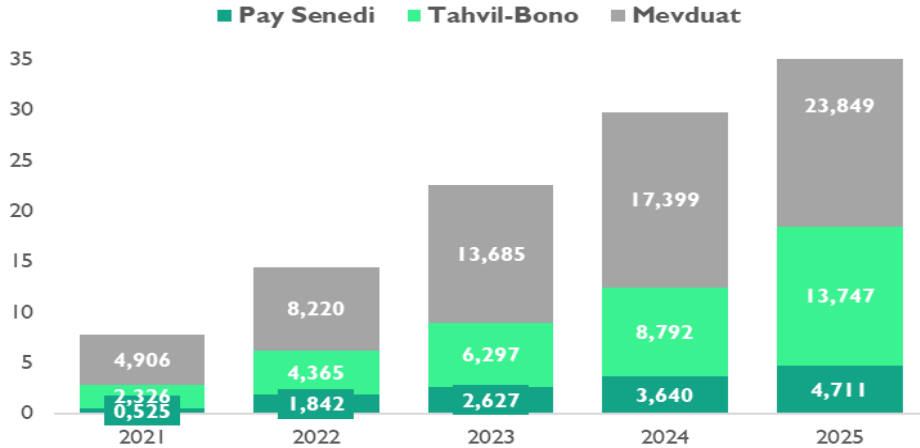
Grafik 23: Bakiyeli Yatırımcı Sayıları



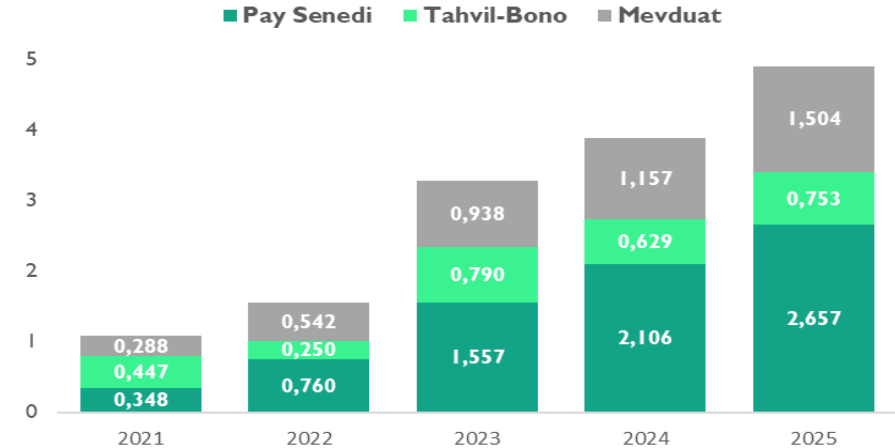
Grafik 24: Yurt İçi Varlıkların Dağılımı (Milyar TL)



Grafik 25: Yurt İçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri (Milyar TL)



Grafik 26: Yurt Dışı Yerleşiklerin Tercihleri (Milyar TL)



Yurt İçi Piyasalar & Strateji

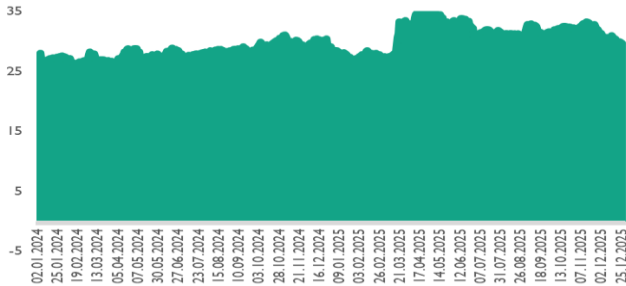
Kısa vadede kredilerin gevşetilemeyeceğini düşünüyoruz

Türkiye’de 2025 yılında faiz indirimlerine karşın, kredi faizlerinin piyasanın beklediği oranda gerilememesi dikkat çekmişti. Konuya ilişkin açıklama yapan TCMB Başkanı Fatih Karahan, uzun vadeli kredilerdeki fiyatlamaların beklenen enflasyona göre yapıldığını dikkat çekmişti. Bu açıklama beklentilerin bozulması durumunda faizlerin artabileceğinin sinyalini veriyor. 2026 yılında kredilerin gevşeyip gevşemeyeceğine dair üç temel unsur yakından takip edilecek. i) Enflasyon ve Faiz Politikası: Kredilerin gevşetilmesi ancak enflasyonunun kontrol altına alınmasıyla mümkün olabilir. Enflasyonda kalıcı bir düşüş etkisi görülmez veya düşüş durursa, TCMB faizleri yüksek tutmak zorunda kalabilir ve kredi gevşemesi zorlaşabilir. TCMB’nin faiz indirimine gitmesi ve zorunlu karşılıkları düşürmesi kredilerin gevşemesi açısından kritik öneme sahiptir. 2026 yılı sonu için enflasyon %22,30 olup, dezenflasyon sürecinin devam etmesini öngörmekteyiz. ii) Ekonomik büyümenin yavaşlaması durumunda ekonomiyi canlandırmak için kredi gevşetme ihtiyacı doğabilir. 2026 yılı için büyüme öngörümüz yaklaşık %3,70 düzeyinde bulunuyor. iii) 2026 yılında yabancıların ilgisinin artması durumunda bankalarda likidite artabilir ve kredi hacimlerinde genişleme görülebilir. Bankaların güvenli kredi verebilmesi adına TL’nin değer kazanması ve istikrarın sağlanması önemlidir. Kısa vadede kredilerin gevşetilemeyeceğini düşünmekle birlikte, enflasyonda kalıcı düşüşün gözlemlenmesi durumunda ilave adımların atılabileceğini değerlendiriyoruz.

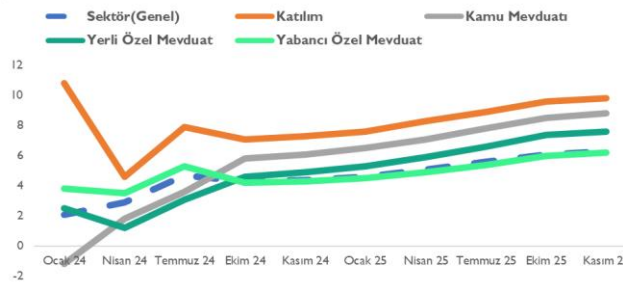
2026 yılında tahvil faizlerinin seyri nasıl olur?

2025 yılında Türkiye tahvil piyasaları, yüksek nominal faiz ortamının yanı sıra jeopolitik gelişmeler ve uygulanan sıkı para politikalarının etkisiyle yön bulmuştur. Yıl genelinde açıklanan faiz kararları ve makroekonomik veriler doğrultusunda tahvil getirilerinin oldukça hareketli bir görünümde seyrettiğini söyleyebiliriz. Yabancı yatırımcıların net portföy hareketlerinde de yıl boyunca farklı eğilimler yaşandığını görmekteyiz. Yılın ilk aylarına faiz indirimleriyle başlayan Türkiye’de, Mart ayında yaşanan yurt içi haber akışının etkisiyle TCMB ek bir sıkılaştırma kararı aldı. Bu gelişme ve makro görünüme ilişkin belirsizlik ortamının oluşması, yabancı yatırımcıların tahvil piyasasına yönelmesine neden oldu. Yılın ikinci yarısında ise faiz indirimlerine yönelik beklentilerin artmasıyla birlikte uzun vadeli tahvil piyasasında bir miktar geri çekilme yaşandı. 2025 yılına %30’un altında giriş yapan 10 yıllık tahvil getirileri, belirttiğimiz gelişmeler neticesinde yaşanan dalgalanmaların ardından yılı bu bandın altında kapattı. Türkiye’nin kredi risk priminin (CDS) son sekiz yılın en düşük seviyelerine gerilemesi, tahvil getirilerindeki düşüşte önemli bir rol oynadı. Küresel tahvil piyasalarında ise devlet içi borçlanmalar ve jeopolitik gelişmeler etkisinde para politikalarının şekillendiği bir yıl geride kaldı. ABD piyasalarında uzun vadeli tahvil getirilerinde iki yıllık getirilere kıyasla bir miktar yükseliş görülürken, Avrupa borsalarında yatay görünüm etkisini sürdürdü. Japonya borsalarında ise faiz artırımı kararı etkisiyle 10 yıllık tahvil getirileri son 30 yılın en yüksek seviyesi olan %2 seviyesi üzerinde seyretti. 2026 yılında Türkiye’de faiz indirim beklentilerinin güçlenmesiyle birlikte tahvil piyasalarındaki geri çekilmenin devam etmesini bekliyoruz. Belirsizliğin ortadan kalkmasının ardından risk unsurunun zayıflamasıyla birlikte hisse senedi piyasasına yönelim gözlenebilir. Yılın son aylarında yaşanan bu eğilimin 2026 yılında devam etmesini bekliyoruz.

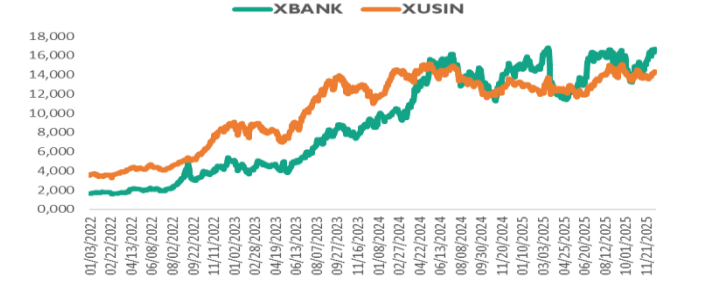
Grafik 27: 10 Yıllık Tahvil Faizi (%)



Grafik 28: Kredi – Mevduat Makası (%)



Grafik 29: Bankacılık- Sanayi Rasyosu

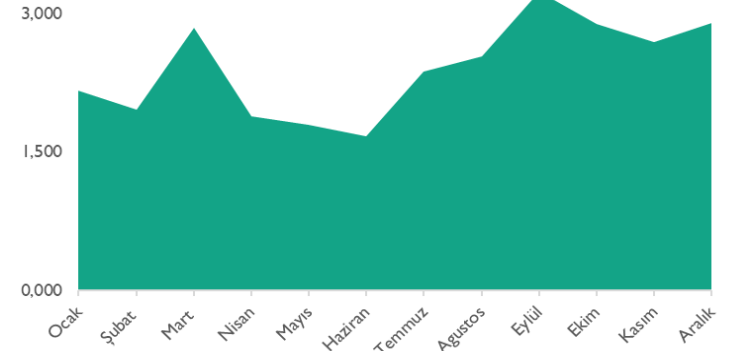


Yurt İçi Piyasalar & Strateji

ABD-Türkiye İlişkileri ve Piyasaya Olası Etkileri

Yakın zamanda ABD Başkanı Trump ile Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın Beyaz Saray'da gerçekleştirdiği görüşmede, Türkiye'nin hava savunması açısından kritik öneme sahip F-16 ve F-35 uçaklarıyla ilgili genel bir görüşme yapıldı. Görüşmenin ardından Erdoğan'ın görüşmelerde olumlu adımlar atıldığına dair mesajı dikkat çekti. Kesin anlaşmaların sağlandığı net biçimde ifade edilmese de her iki liderin görüşmelerin olumlu geçtiğine dair açıklamaları, ikili ilişkiler açısından önemli bir gösterge olarak öne çıktı. Her iki başkanın da görüşmelerin olumlu geçtiği yönündeki açıklamaları ikili ilişkiler açısından önemli bir gösterge olarak karşımıza çıktı. Öte yandan, Trump'ın görüşmeler olumlu geçerse 2020 yılından itibaren Türkiye'ye uygulanan CAATSA yaptırımlarının kaldırılabilmesine dair mesajları, iyimser bir sinyal olarak değerlendirildi. Ancak yaptırımların tamamen kaldırılması için, Trump, ABD Kongresi ve yönetimi arasında siyasi ve hukuki uzlaşma gerektiren bir süreç devam ediyor. İki ülke arasında süren ılımlı havanın 2026 yılında devam edip etmeyeceği merak konusu. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, ABD-Türkiye ilişkilerini belirleyecek başlıklar arasında şunları öne çıkarıyoruz: i) CAATSA yaptırımları ve savunma sanayi gelişmeleri (F-16 / F-35 görüşmeleri) ii) Türkiye'nin Orta Doğu ve Rusya politikaları iii) Suriye'de izlenecek yol iv) NATO müttefikliği çerçevesinde savunma güvenlik işbirlikleri v) ABD iç siyaseti ve Kongre'nin Türkiye'ye olan tutumunun etkili olmasını bekliyoruz. CAATSA yaptırımlarının gevşetilmesi ve savunma sanayide teknik iş birliğinin ilerlemesi durumunda, NATO içinde koordinasyonun güçlenebileceğini öngörüyoruz. Öte yandan, CAATSA yaptırımlarının kaldırılmaması veya yeni yaptırımların gelmemesi durumunu temkinli bir tutum olarak değerlendiriyoruz. Özetle, yaptırımların kaldırılması ve iyimser havanın sürmesi durumunda, yurt içinde ekonomi, sanayi, teknoloji ve savunma alanlarında iyileşmelerin görülebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, hisse senedi ve tahvil piyasasına yabancı yatırımcı girişleri olabileceğini öngörüyoruz. ABD-Türkiye ilişkilerinin düzelmesi, Borsa İstanbul için pozitif bir katalizör işlevi görebilir. İlişkilerin iyileşmesi halinde; Bankacılık, Enerji, Sanayi & İhracatçı Şirketler, Holding, Savunma ve Ulaştırma sektörlerinin ön plana çıkabileceğini değerlendiriyoruz. Ancak yabancı yatırımcıların kalıcı olabilmesi, öngörülebilir ve sürdürülebilir bir ekonomi yönetimiyle mümkün olacaktır.

Grafik 30: BIST100 Endeksi Hacim (Milyar TL)



Tablo 6: XU100 ve XK100 YBB Yabancı Takas Oranı Değişimi (Mn TL)

XU100				XK100			
En Çok Alım Yapılan Hisseler		En Çok Satım Yapılan Hisseler		En Çok Alım Yapılan Hisseler		En Çok Satım Yapılan Hisseler	
ASELS	110.201	TCELL	-24.683	ASELS	110.201	MAVI	-4.058
TUPRS	22.016	KCHOL	-20.290	TUPRS	22.016	BIMAS	-3.698
ASTOR	13.628	SAHOL	-13.029	RGYAS	6.943	AKSA	-903
AKBNK	11.670	THYAO	-11.038	EKGYO	5.796	PETKM	-786
TTKOM	8.507	AEFES	-6.225	PASEU	5.174	VESBE	-780
TAVHL	7.428	MAVI	-4.058	MPARK	3.889	SMRTG	-489
YKBNK	6.834	SISE	-3.719	EREGL	2.541	KONTR	-483
EKGYO	5.796	BIMAS	-3.698	ENJSA	2.300	AKFYE	-454
GARAN	5.404	PGSUS	-3.665	KTLEV	1.831	KCAER	-371
PASEU	5.174	CCOLA	-1.925	EFOR	1.602	KONYA	-331

Tablo 7: BIST100 Yabancı Takas Oranı En Çok Artan 10 Şirket (Mn TL)

1 Ay		3 Ay		6 Ay	
ASELS	30.988	AKBNK	23.636	ASELS	56.097
AKBNK	20.997	ASELS	9.569	TUPRS	23.471
ASTOR	4.707	TAVHL	9.388	YKBNK	16.018
CCOLA	4.489	CCOLA	7.066	AKBNK	11.698
YKBNK	4.480	MGROS	6.314	ASTOR	8.409
TAVHL	3.672	YKBNK	6.000	TAVHL	7.278
MGROS	3.209	TUPRS	5.781	BIMAS	6.663
GARAN	3.130	ASTOR	4.579	MPARK	5.523
MPARK	2.248	TTKOM	3.568	TRALT	3.465
EREGL	2.227	TRALT	3.190	TOASO	2.862



BIST 100 endeksi YBB Yabancı Takas Payı Değişimleri

BIST100	Yabancı Takas Payı (%)	Yıllık Değişim (%)	BIST100	Yabancı Takas Payı (%)	Yıllık Değişim (%)	BIST100	Yabancı Takas Payı (%)	Yıllık Değişim (%)
ASTOR	43,8	27,5	ENERY	10,8	1,9	BINHO	0,2	-1,3
TTKOM	43,0	23,5	AGHOL	22,8	1,9	FROTO	31,9	-1,4
TABGD	36,1	19,8	TUKAS	4,0	1,7	HEKTS	9,0	-1,4
ASELS	50,1	19,0	ODAS	8,6	1,7	AKSA	17,1	-1,6
PASEU	19,6	14,7	DOAS	16,8	1,6	GENIL	18,2	-1,8
BALSU	11,9	11,9	BRSAN	10,1	1,6	BIMAS	46,2	-1,8
MPARK	37,6	11,0	SOKM	34,0	1,2	KCAER	14,7	-1,8
TRMET	26,1	9,0	FENER	4,0	1,2	ALARK	8,2	-1,9
EKGYO	25,9	9,0	VAKBN	1,8	1,0	YKBNK	29,5	-2,1
OTKAR	18,2	8,6	CLEBI	4,2	0,9	ZOREN	8,7	-2,3
GLRMK	7,8	7,8	BRYAT	4,4	0,7	ARCLK	12,2	-2,4
TUPRS	32,1	7,5	SASA	9,4	0,7	PETKM	6,8	-2,5
EFOR	16,8	7,3	TURSG	6,2	0,6	KONTR	6,4	-2,7
DSTKF	6,8	6,8	EUPWR	9,2	0,6	ISCTR	24,3	-2,8
DAPGM	9,7	6,1	ALTNY	3,6	0,4	TUREX	0,9	-2,8
DOHOL	21,3	5,0	SKBNK	4,4	0,4	BTCIM	7,5	-3,0
ENJSA	22,5	5,0	CANTE	4,3	0,2	BSOKE	7,9	-3,0
TAVHL	53,9	5,0	AKBNK	49,0	0,2	GRSEL	6,0	-3,3
KTLEV	7,6	4,1	CIMSA	7,6	0,2	VESTL	2,3	-3,5
KRDMD	15,9	3,7	EGEEN	9,9	0,2	REEDR	7,0	-3,7
RALYH	10,7	3,4	TSPOR	0,2	0,1	PGSUS	19,2	-4,1
ULKER	14,2	3,3	GSRAY	0,1	0,1	SISE	10,5	-4,1
IEYHO	5,2	3,2	GARAN	7,5	0,0	THYAO	20,8	-4,2
TTRAK	26,3	3,2	HALKB	0,5	0,0	TOASO	19,5	-4,7
GRTHO	18,5	3,1	GUBRF	9,9	0,0	CCOLA	73,4	-5,4
TRENJ	8,9	3,0	OBAMS	1,1	-0,1	ENKAI	25,2	-7,0
EREGL	18,7	2,9	AKSEN	3,7	-0,1	MIATK	2,9	-7,6
OYAKC	5,2	2,8	ANSGR	8,7	-0,2	SAHOL	30,3	-8,2
MGROS	29,5	2,7	CWENE	8,8	-0,3	TKFEN	11,9	-8,3
ISMEN	31,0	2,7	KUYAS	4,6	-0,4	MAVI	29,0	-15,1
TRALT	20,9	2,5	GESAN	7,7	-0,4	KCHOL	33,6	-15,3
TSKB	21,4	2,5	ECILC	6,5	-0,7	TCELL	43,8	-16,2
PATEK	4,3	2,2	YEOTK	6,5	-1,3	MAGEN	11,2	-20,8



Katılım 100 endeksi YBB Yabancı Takas Payı Değişimleri

Katılım 100	Yabancı Takas Payı (%)	Yıllık Değişim (%)	Katılım 100	Yabancı Takas Payı (%)	Yıllık Değişim (%)	Katılım 100	Yabancı Takas Payı (%)	Yıllık Değişim (%)
RGYAS	51,5	41,0	SNICA	1,4	1,4	DYOBY	0,3	-0,3
BINBN	57,1	24,8	TEZOL	2,3	1,4	KUYAS	4,6	-0,4
ASELS	50,1	19,0	NETAS	1,6	1,3	GESAN	7,7	-0,4
PASEU	19,6	14,7	IMASM	4,6	1,2	GEREL	0,4	-0,7
MPARK	37,6	11,0	ALBRK	18,1	1,2	CMBTN	0,2	-0,7
EKGYO	25,9	9,0	BERA	10,7	0,9	BANVT	0,0	-0,8
ORGE	18,5	8,7	LOGO	36,4	0,9	FORMT	0,1	-0,9
GLRMK	7,8	7,8	TMSN	4,9	0,9	IHLAS	1,2	-1,2
ISMDR	13,0	7,6	KBORU	0,9	0,8	YEOTK	6,5	-1,3
TUPRS	32,1	7,5	EGGUB	1,6	0,8	BINHO	0,2	-1,3
EFOR	16,8	7,3	SAYAS	1,8	0,8	KOCMT	0,1	-1,6
CVKMD	6,4	6,2	ALCTL	2,1	0,6	AKSA	17,1	-1,6
DAPGM	9,7	6,1	EUPWR	9,2	0,6	GENIL	18,2	-1,8
ATATP	6,6	5,6	USAK	1,0	0,5	BIMAS	46,2	-1,8
SUNTK	9,7	5,3	ALTNY	3,6	0,4	KCAER	14,7	-1,8
ENJSA	22,5	5,0	CEMTS	2,5	0,4	TKNSA	1,8	-2,0
VRGYO	4,9	4,9	GOLTS	6,1	0,4	GENTS	0,3	-2,0
QUAGR	8,6	4,5	KARSN	2,9	0,3	KONYA	3,2	-2,0
KTLEV	7,6	4,1	CANTE	4,3	0,2	JANTS	1,9	-2,2
KRDMD	15,9	3,7	CIMSA	7,6	0,2	SURGY	0,1	-2,3
SRVGY	6,2	3,7	ARDYZ	2,4	0,2	KOPOL	1,4	-2,3
GRTHO	18,5	3,1	TARKM	0,2	0,2	PETKM	6,8	-2,5
GOKNR	3,8	3,0	BMSTL	0,2	0,2	KONTR	6,4	-2,7
EREGL	18,7	2,9	ELITE	0,3	0,2	FZLGY	0,6	-2,8
HATSN	2,8	2,8	SNGYO	4,5	0,2	TUREX	0,9	-2,8
AVPGY	3,2	2,4	ALVES	0,1	0,1	BSOKE	7,9	-3,0
IZFAS	2,8	2,3	GUBRF	9,9	0,0	GRSEL	6,0	-3,3
KATMR	4,1	2,3	DCTTR	0,0	0,0	SELEC	10,9	-3,4
POLHO	10,2	1,9	OBAMS	1,1	-0,1	SMRTG	7,5	-4,7
BIENY	2,8	1,8	BEGYO	0,0	-0,2	VESBE	6,5	-5,7
FONET	1,7	1,7	KOTON	0,1	-0,2	AKFYE	26,3	-12,7
LMKDC	2,4	1,6	HRKET	0,9	-0,3	MAVI	29,0	-15,1
KZBGY	4,8	1,5	CWENE	8,8	-0,3	MAGEN	11,2	-20,8



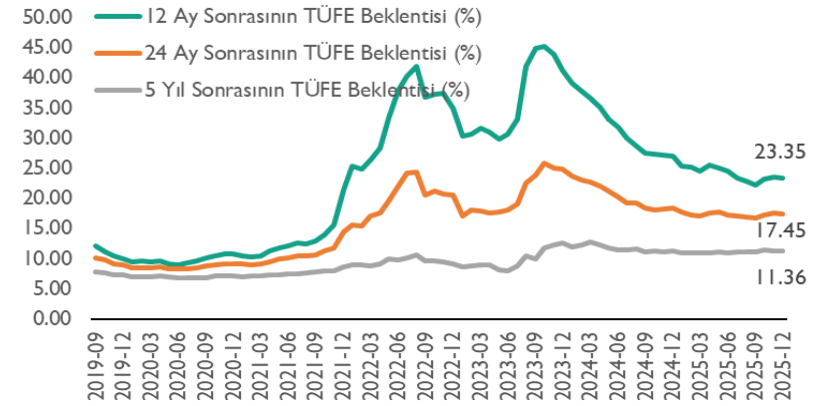
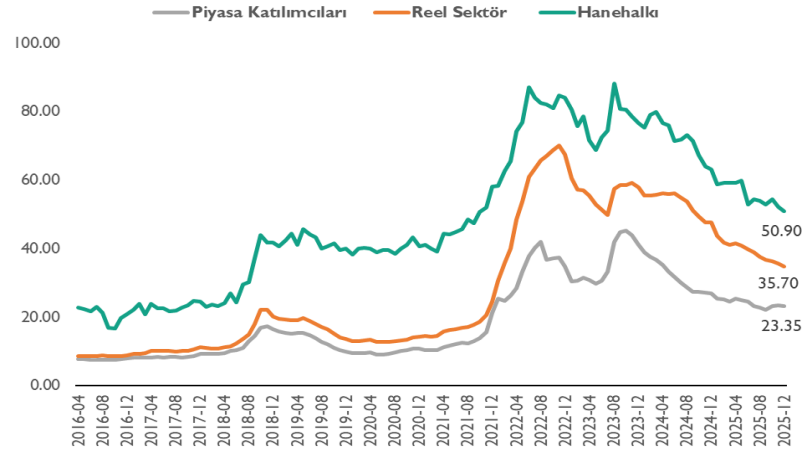
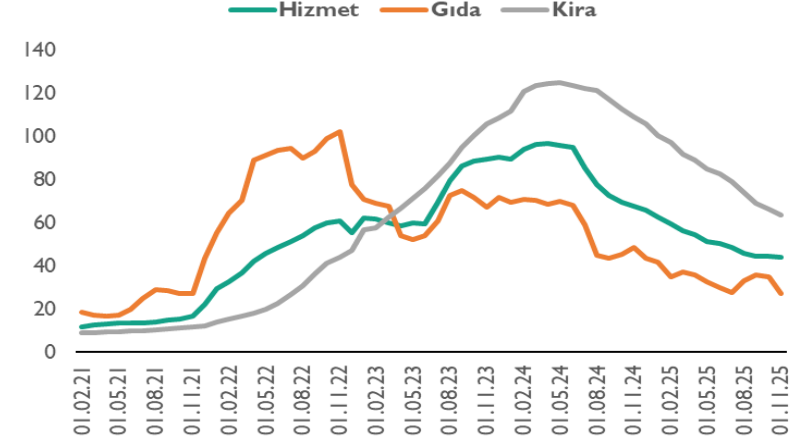
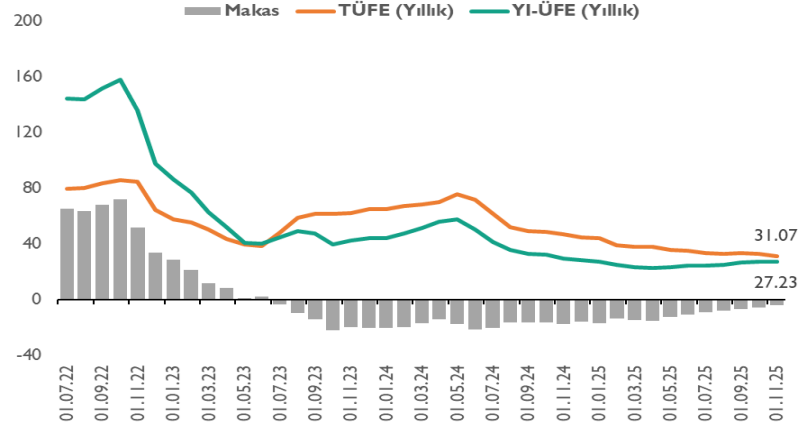
Kuveyt Türk Yatırım Makro Ekonomik Tahminlerimiz

	2026T	
	OVP	KTY
Enflasyon Oranı (Yıl Sonu)	16%	22,30%
GSYH (Milyar TL)	77,257	89
GSYH (Milyar Dolar)	1,658	1,71
GSYH Büyüme	3.80%	3,70%
Cari Denge (Milyar Dolar)	-22,3	-29,4
Cari Denge / GSYH	-1,30%	-1,70%
TCMB 1 Hafta Repo Faiz Oranı	-	28%
Gösterge Tahvili (Yıl Sonu)	-	27,50%
USD/TRY (Yıl Sonu)	-	51,80

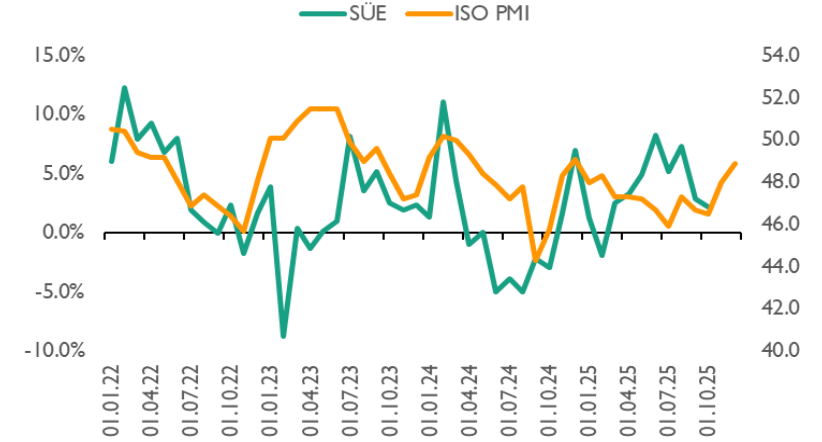
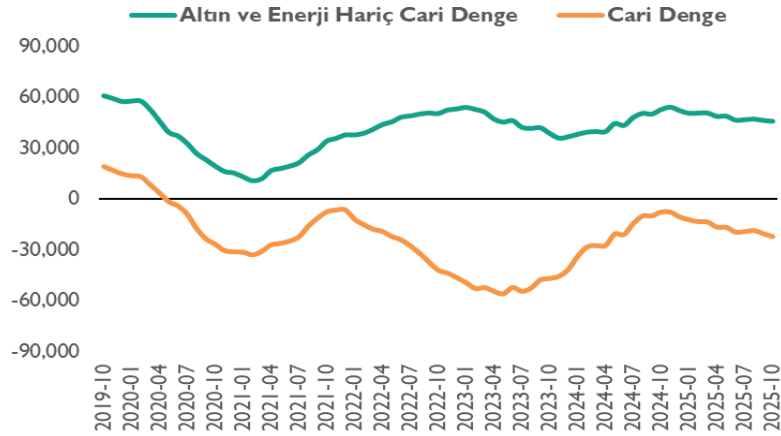
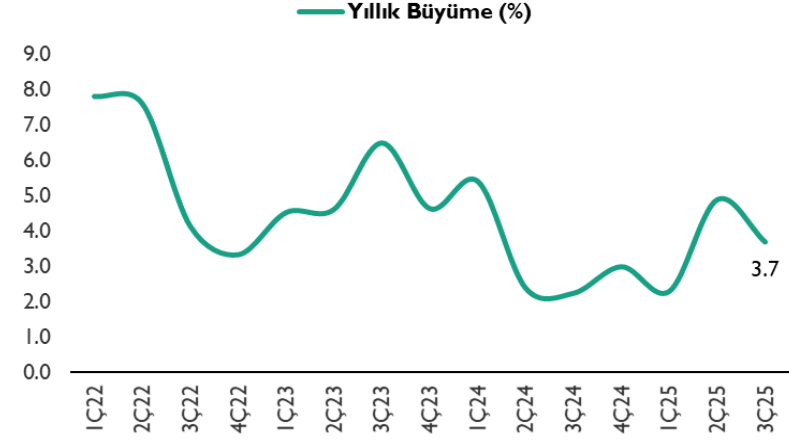
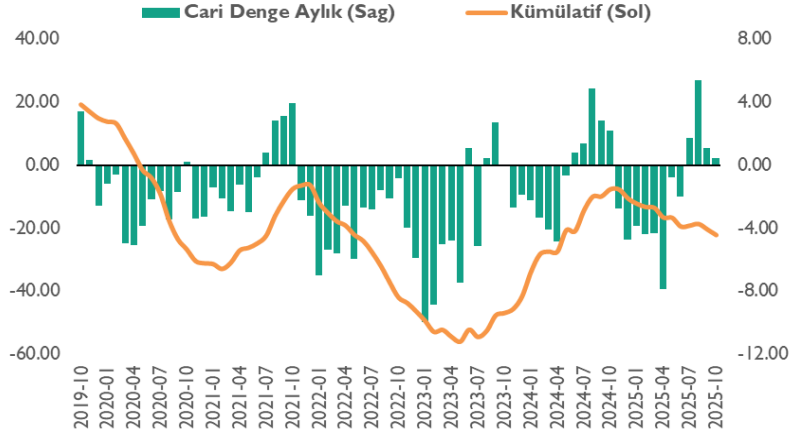
OVP: Orta Vadeli Program

KTY: Kuveyt Türk Yatırım

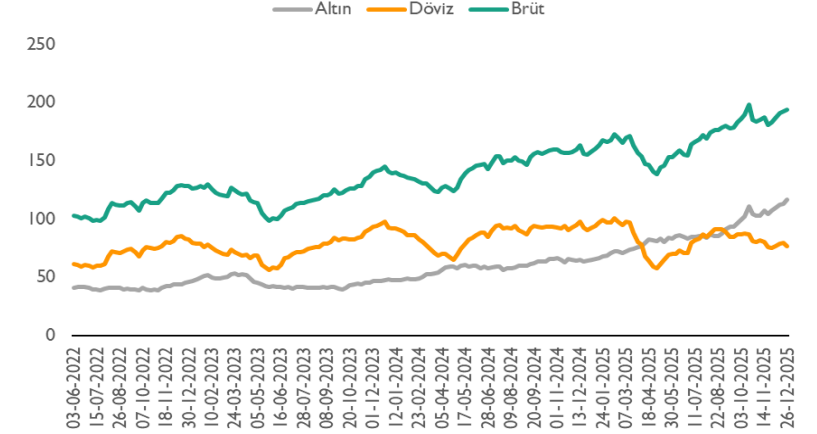
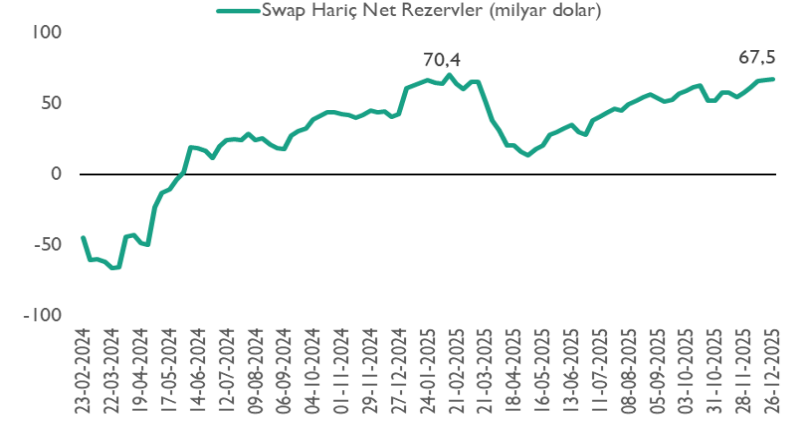
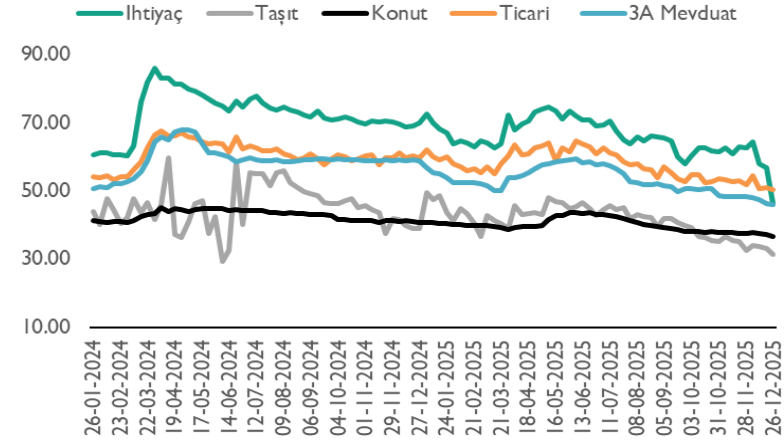
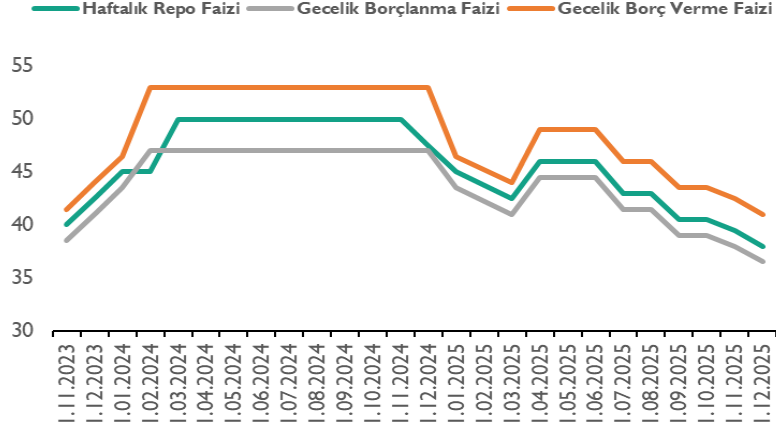
Makro Bakış - Enflasyon Görünümü



Makro Bakış – Ödemeler Dengesi ve Büyüme



Makro Bakış – Faiz ve Rezerv Görünümü



Sektör ve Şirketlere Bakış

Albaraka

2026 sermaye projeksiyonları ve uzun vadeli karlılık hedefleri doğrultusunda Albaraka Türk için 12 aylık hedef fiyatımızı 12,50 TL olarak hedef fiyatımızı ve “AL” yönündeki tavsiyemizi koruyor ve şirketi model portföyümüze dahil ediyoruz.

Katılım Bankacılığı sektöründe Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) para politikasındaki beklenen normalleşme süreci ve bunun bankacılık sektörü üzerindeki yansımalarının etkisini önümüzdeki dönemlerde görülmesini bekliyoruz. Son yıllarda uygulanan sıkı para politikası evresinin ardından 2026 yılı itibarıyla öngörülen faiz indirim döngüsünün devam edeceği beklentisi, sektör genelinde fonlama maliyetlerinin gerilemesi adına temel bir değişken olarak kabul ediyoruz. Bu süreçte, katılım bankacılığı prensipleriyle çalışan kurumların pasif yapısındaki faiz duyarlılığı, maliyetlerin aşağı yönlü yeniden fiyatlanmasında belirleyici bir faktör olacaktır. Bankanın bilanço kompozisyonundaki vade yapısı, faiz indirim döngüsünde marj gelişimi açısından teknik bir avantaj sunmaktadır. Toplanan fonların (katılma ve cari hesaplar) ortalama vadesinin, kullanılan fonlara (krediler) kıyasla daha kısa olması, faiz oranlarındaki düşüşün pasif maliyetlerine daha hızlı yansımaları sağlamaktadır.

Bankanın fonlama yapısı incelendiğinde, vadesiz fonların (özel cari hesaplar) toplam pasifler içindeki payı maliyet yönetimi açısından önem arz etmektedir. Sektör ortalamalarıyla kıyaslandığında belirgin bir ağırlığa sahip olan vadesiz kaynaklar, faiz indirim sürecinde bankanın fonlama maliyetlerini aşağı çeken ve Net Kar Payı Marjı (NIM) oynaklığını sınırlayan bir tampon işlevi görmektedir. Bu yapı, marjların korunması ve operasyonel karlılığın sürdürülebilirliği açısından projeksiyonlarımızı desteklemektedir. Faiz oranlarındaki gerileme beklentisi, reel sektörün finansman talebi üzerinde canlandırıcı bir etki oluşturacaktır. Özellikle KOBİ ve ticari segmentteki kredi talebinin artması, bankanın varlık temelli büyüme stratejisiyle örtüşmektedir. Finansman maliyetlerindeki düşüşün, kredi hacmindeki artışı desteklemesi ve bankanın pazar payı kazanım sürecine katkı sağlaması beklenmektedir. Bu durum, hacimsel büyümenin kârlılık üzerindeki pozitif etkisini pekiştirmektedir.

Operasyonel verimlilik tarafında, dijitalleşme ve şube dışı kanalların kullanım oranlarındaki artış, gider yönetimine katkı sağlamaktadır. Dijital kanalların müşteri kazanımı ve işlem hacmindeki payının yükselmesi, Maliyet/Gelir rasyosunun yapısal olarak iyileşmesine olanak tanımaktadır. Bu verimlilik artışı, marj genişlemesinin ötesinde, bankanın uzun vadeli kârlılık rasyolarını destekleyen içsel bir faktör olarak analizlerimizde yer almaktadır. Projeksiyon dönemimizin en önemli finansal kırılma noktası, 2027 yılında öngörülen sermaye birikimidir. Analizlerimiz, bankanın özkaynak büyüklüğünün bu dönemde 38,7 milyar TL seviyesine ulaşacağını varsaymaktadır. Elde edilen karın sermayeye eklenmesiyle oluşacak bu büyüklük, bankanın yasal sermaye yeterlilik rasyolarını baskılamadan aktif büyümesini finanse edebilecek bir kaldıraç kapasitesi oluşturuyor. Bu durum, büyümenin dışsal sermaye enjeksiyonlarına ihtiyaç duyulmadan iç kaynaklarla sağlanabilirliğini göstermektedir.

Risk parametreleri açısından, bankanın piyasa volatilitesine karşı duyarlılığı incelendiğinde defansif bir profil öne çıkıyor. Katılım bankacılığı esasları gereği finansman işlemlerinin varlığa dayalı olması ve güçlü teminat yapısı, aktif kalitesindeki olası bozulmaları sınırlayıcı bir faktör olarak değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, değerlendirme modelimizde Beta katsayısı 0,75 olarak revize edilerek, sermaye maliyeti hesaplamasında risk primi dengelenmiştir. Uzun vadeli perspektifte, bankanın 2028 yılı ve sonrasında stabilize olmuş bir kârlılık patikasına oturması öngörülmektedir. Projeksiyonlarımız, bu dönemde bankanın ortalama %26,5 seviyesinde bir Özsermaye Karlılığı (ROE) elde edeceğini varsaymaktadır. Sermaye maliyetinin üzerinde gerçekleşmesi beklenen bu karlılık oranı, bankanın ekonomik katma değer üretmeye devam edeceğini ve 2028 sonrasında dağıtılması öngörülen temettüleri için kaynak oluşturacağını işaret ediyor. Bu finansal ve makroekonomik varsayımlar ışığında gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi ve "Artık Gelir" (Excess Return) modellemesi, bankanın 2026-2034 dönemindeki nakit yaratım kapasitesini ortaya koymaktadır. Model sonuçları, bankanın sermaye maliyetinin üzerinde katma değer üretme potansiyelinin mevcut hisse fiyatlamasına tam olarak yansımadığını göstermektedir.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	ALBRK TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	12.50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	12.50
Kapanış (TL/hisse)	8.10
Yükseliş Potansiyeli (%)	54%
Piyasa Değeri (milyon TL)	20,250
Piyasa Değeri (milyon USD)	472
Halka Açıklık Oranı (%)	38.00

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Kar Payı Gelirleri	6,223	13,588	16,108
Büyüme (%)	-16.5%	118.4%	18.5%
Net Dönem Karı	12,013	7,653	11,689
Büyüme (%)	179%	-36%	53%
Özsermaye	23,958	28,774	38,675
Büyüme (%)		20%	34%
Karlılık (%)			
Özsermaye Karlılığı	50,1%	27,2%	30,2%



Demir - Çelik Sektörü

Küresel demir-çelik sektöründe 2025 yılı, zayıf ekonomik aktivite ve talepteki daralmanın hissedildiği zorlu bir dönem olarak geride bıraktık. Çin’de gayrimenkul sektörüne bağlı talep zayıflığı yıl boyunca devam ederken, yüksek üretim kapasitesinin korunması ve ihracatın canlı seyri küresel fiyatlar üzerinde baskı yarattı. Özellikle yassı çelik tarafında rekabetin sertleştiği bir ortam oluşurken, artan korumacılık önlemleri ve ticaret politikaları üreticilerin fiyatlama gücünü sınırlayan başlıca unsurlar arasında yer aldı. ABD–Çin hattında süregelen ticaret gerilimleri ve tarifelere ilişkin belirsizlikler, küresel demir-çelik piyasasında fiyat oynaklığını artırarak sektör görünümünü daha kırılgan hale getirdi. Yurt içinde ise tablo görece daha dengeli seyretti; otomotiv ve beyaz eşya gibi sektörlerden gelen talep yassı çelik tüketimini desteklerken, finansman koşullarının sıkılığı ve maliyet baskıları nedeniyle fiyat artışlarının sınırlı kaldığı, marjların ise genel olarak baskı altında seyrettiği bir yıl izlendi. Bu bağlamda, imalat sanayinde yıl başında oluşan iyimser beklentilerin, yıl içinde artan belirsizlikler nedeniyle daha temkinli bir görünüme evrildiğini söylemek mümkün.

2026’ya ilişkin beklentilerimiz ise sektörde güçlü bir ivmelenmeden ziyade, düşük tempolu ve dalgalı bir görünümün devam edeceği yönünde. Çin tarafında üretim disiplinine yönelik zaman zaman gündeme gelen adımlar ve ihracata ilişkin olası düzenlemeler yakından izlenmekle birlikte, iç talepte belirgin ve kalıcı bir toparlanma sinyali henüz netleşmiş değil. Bu nedenle HRC fiyatlarında sert bir yukarı hareketten ziyade, küresel arz-talep dengesine duyarlı, bant içinde dalgalanan bir fiyatlama öngörüyoruz. Öte yandan hurda demir fiyatlarında hem küresel piyasalarda hem de yurt içinde gözlenen yukarı yönlü eğilim dikkat çekiyor. Hurda bazlı üreticiler açısından maliyet baskısını artıran bu gelişme, entegre üretim yapısına sahip şirketler için görece dengeleyici bir unsur olarak karşımıza çıkabilir. Ancak sektörde yer alan şirketlerin bu avantajı ne ölçüde marjlara yansıtacağı, talep koşullarıyla birlikte ürün fiyatlama gücünün seyrine bağlı olacaktır. Bu nedenle 2026 yılının sektör açısından ana temanın güçlü bir talep toparlanmasından ziyade, maliyet–fiyat dengesi ve ticaret politikalarının oluşturduğu volatilité çerçevesinde temkinli bir denge arayışı içinde olmaya devam edeceği kanaatindeyiz.

Erdemir

Ereğli için, demir-çelik sektöründe toparlanmanın beklenenden daha yavaş ilerlemesi ve risk-getiri dengesini göz önünde bulundurarak hisseyi model portföyümüzden çıkartırken, 12 aylık 33,70 TL hedef fiyatımızı ve “TUT” yönündeki tavsiyemizi koruyoruz.

Şirket, 3Ç25'te hem bizim hem de piyasa konsensüsünün hafif altında net kar açıklarken, satış gelirlerinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi operasyonel tarafta görece olumlu bir sinyal verdi. Ancak, 2025 yılı boyunca HRC fiyatlarında bir toparlanma öngörmekle birlikte bu sürecin yavaş ve kademeli ilerlemesini beklememiz, sektör genelinde marjların baskı altında kalmaya devam edebileceğine işaret ediyor. Bu çerçevede çeyreklik bazda iyileşme kaydeden ton başına FAVÖK tahminimizi korurken, yılın son çeyreğinde operasyonel performansın desteğiyle net borç pozisyonunda sınırlı bir iyileşme görülmesini bekliyoruz.

Kısa vadede, makroekonomik koşullar kaynaklı hacim baskısının tamamen ortadan kalkmasını beklemiyoruz... Bununla birlikte, Ereğli özelinde 4Ç25'te iç pazara yönelik satışların görece güçlü seyretmesini ve toplam hacmi destekleyeceğini düşünüyoruz. İç pazara daha yüksek ağırlıkla satış yapan şirketin, bu dönemde ihracat kanalını da daha etkin kullandığını görüyoruz; nitekim ihracat satış hacminin toplam satışlar içindeki payının yıllık bazda %20,04'ten %22,8'e yükselmesi bu açıdan dikkat çekici. Bu görünümü, iç pazardaki görece güçlü seyrin korunmasına ek olarak, talep tarafındaki dalgalanmalara karşı hacmin ihracatla dengelenmesi yönünde atılmış bir adım olarak değerlendiriyoruz. Öte yandan, küresel ölçekte yüksek seyreden fiyat rekabetinin marjlar üzerinde sınırlayıcı bir etki oluşturabileceği kanaatindeyiz. Önümüzdeki döneme baktığımızda, 2026 yılının başından itibaren devreye alınması planlanan verimlilik ve maliyet iyileştirme yatırımlarının ton başına FAVÖK tarafında sınırlı ancak kademeli bir iyileşme sağlamasını bekliyoruz. Bununla birlikte, karlılığın tarihi seviyelere daha ılımlı biçimde yaklaşabilmesi için yalnızca iç verimlilik adımlarının yeterli olmayacağı; talep koşullarında toparlanma ve ürün fiyatlama gücünde iyileşmenin de bu süreci desteklemesi gerektiği kanaatindeyiz. Bu çerçevede, kısa vadede iç pazardaki seyrin ve ihracatın dengeleyici rolünün, orta vadede ise sipariş akışı, kapasite kullanım oranları ve fiyatlama gücünün şirketin operasyonel performansını belirleyen ana başlıklar olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Orta-uzun vadeli stratejik değer taşıyan gelişmelerin de yakından izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz... Şirket geçtiğimiz haftalarda Sivas Alacahan Köyü sahasında yaklaşık 424 bin ons altın kaynağı tespit ettiğini duyurmuştu. Bu gelişme ile birlikte şirketin ana faaliyet döngüsünün dışında yeni bir değer alanı yaratma potansiyeline işaret ettiğini düşünüyoruz. UMREK verileri, sahada yaklaşık 424 bin ons in-situ (yerinde) altın varlığına ve bunun yaklaşık 295 bin onsunun geri kazanılabilir nitelikte olduğuna işaret ediyor. Şirket, 2026 yılının ikinci çeyreği sonuna kadar dolgu sondaj çalışmalarını tamamlamayı ve ardından bu kaynağı ölçümlenmiş rezerv statüsüne taşımayı hedefliyor. Bu çalışmaların kısa vadede finansallara doğrudan katkı sağlamasını beklememekle birlikte, uzun vadede gelir çeşitlendirmesi, emtia döngülerine karşı dayanıklılık ve olası bir değer açığa çıkarma potansiyeli açısından stratejik bir opsiyon sunduğunu değerlendiriyoruz.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	TUT
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	33.70
Hedef Fiyat (TL/hisse)	33.70
Kapanış (TL/hisse)	24.22
Yükseliş Potansiyeli (%)	39%
Piyasa Değeri (milyon USD)	3,954
Firma Değeri (milyon USD)	5,137
Sermaye (milyon TL)	7,000
Halka Açıklık Oranı (%)	48.00

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	5,293	5,888	6,370
Büyüme (%)	-15%	11.2%	8.2%
FAVÖK	495	836	949
Büyüme (%)	-23%	69%	14%
Net Kar	106	353	382
Büyüme (%)	-74%	233%	8%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	9.4%	14.2%	14.9%
Net Kar Marjı	2.0%	6.0%	6.0%
Borçluluk			
Net Borç	1.535	1.839	1.993
Net Borç /FAVÖK	3.1	2.2	2.1
Değerleme Çarpanları			
F/K	37.3	11.2	10.4
FD/FAVÖK	10.4	6.1	5.4



Tüpraş

Tüpraş için 12 aylık 261,20 TL hedef fiyatımızı ve “AL” yönündeki tavsiyemizi koruyor, güçlü nakit oluşturma kapasitesi ve defansif iş modeli sayesinde belirsiz makro koşullarda sunduğu dayanıklılık ile 2026 yılı model portföyümüze dahil ediyoruz.

Tüpraş açısından yıl boyunca küresel ölçekte yaşanan jeopolitik gerilimlerin, petrol fiyatlarından ziyade rafineri ürün marjları üzerinde daha belirleyici olduğunu gördük. Arz tarafındaki aksamalar ve lojistik riskler dönem dönem fiyatlamalarda oynaklık yaratsa da, özellikle orta distilat ürünlerinde (başta dizel ve jet yakıtı) marjların görece güçlü seyretmesi şirket karlılığını desteklediğini gördük. Bu tablo ile Tüpraş'ın ürün karmasındaki avantajı ve operasyonel esnekliğini daha görünür hale getirirken, yüksek nakit oluşturma kapasitesiyle birlikte 2026'ya girerken şirket için önemli bir destekleyici unsur olarak öne çıkıyor.

Yılın son çeyreğine girerken Tüpraş'ta güçlü finansal görünümün devam etmesi kanaatindeyiz. Küresel tarafta arz-talep dengesinin daha “normal” bir zemine oturmasıyla birlikte ürün marjlarında sağlıklı bir normalleşme alanı oluşsa da, marjların geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde kalmaya devam etmesini muhtemel görüyoruz. Bu çerçevede yüksek kapasite kullanımının sürmesi, operasyonel nakit üretiminin devamı ve bilançodaki dayanıklılık, 4Ç25'te de ana destekleyici başlıklar olmaya devam edecektir. 2026'da faiz indirim döngüsünün hız kazanması halinde finansman koşullarındaki gevşeme genel olarak destekleyici bir zemin oluşturabilir, ancak arz-talep dinamikleriyle birlikte stok ve ticari alacak kalemlerinde genişleme görüldüğü senaryoda işletme sermayesi ihtiyacının artabileceğini ve bunun kısa vadede nakit akışı oynaklığını yükseltebileceğini de not etmek gerekir.

Güçlü talep koşullarının etkisiyle yurt içi benzin satışlarının yılın son çeyreğinde de yüksek seyrini korumasını bekliyoruz. Özellikle yurt içi toplam satış hacminde gözlenebilecek artışın önemli bir bölümünün benzin satışlarından gelmeye devam etmesi, şirketin ürün karması açısından belirgin bir avantaj yaratmayı sürdürecektir. Mobilite kaynaklı talebin canlı kalması ve iç tüketimin görece dirençli seyri, benzin talebini destekleyen ana unsurlar olarak öne çıkarken, bu görünüm rafineri operasyonlarında yüksek kapasite kullanım oranlarının korunmasına da katkı sağlayacaktır. Yüksek kapasite kullanımının sürmesi, hem operasyonel verimlilik hem de birim maliyetler açısından olumlu bir zemin yaratırken, orta distilat ürünleriyle birlikte benzin marjlarının da karlılığı destekleyen ana kalemlerden biri olmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu çerçevede 4Ç25'te güçlü operasyonel performansın korunması, nakit yaratma kapasitesinin yüksek seyretmesi ve bilançodaki dayanıklılığın sürdürülmesi açısından yurt içi benzin satışları önemli bir katalist olmaya devam edecektir.

Yılın son çeyreğinde ürün marjlarında toparlanma sinyalleri öne çıkıyor... Şirket 2025 yılının son ürün marjlarında belirgin bir toparlanmanın olduğunu görüyoruz. Nitekim 3Ç25 finansalları sonrasında net rafineri marjı beklentisi 6–6,5 dolar/varil bandına revize edilmişti. Yılın son çeyreğinde ise marj görünümünün üçüncü çeyreğin de üzerine çıktığı bir tabloyla karşı karşıyayız. Şirket 3Ç25'te 9,7 dolar/varil olarak net rafineri marjı açıkladı. Bu çerçevede, yıl genelinde net rafineri marjının söz konusu bandın üst sınırının aşılacağını değerlendiriyoruz. Marj tarafındaki bu iyileşmenin, özellikle benzin, jet yakıtı ve motorin ürünlerinde varil başına fiyatların yıllık bazda güçlü seyrini koruması ile desteklendiği görülüyor. Operasyonel tarafta daha güçlü gerçekleşen bu tabloya paralel olarak, şirketin son çeyrekte faaliyetlerinden önemli düzeyde nakit üretmiş olmasını bekliyoruz. Ek olarak beklentilerin üzerinde seyreden operasyonel performans bu ihtimali güçlendiriyor. Oluşan nakit fazlasının, 2026 yılında güçlü bir temettü kapasitesine zemin hazırlayabileceğini; bu durumun da hisse tarafında olası geri çekilmelerde aşağı yönlü riskleri sınırlayıcı bir unsur olarak öne çıkabileceği kanaatindeyiz.

Riskler: Rusya–Ukrayna arasında olası bir barış ortamının oluşması halinde, şirketin marjları açısından aşağı yönlü bir riskten söz etmek mümkün. Savaş döneminde marjları destekleyen yüksek dizel crack'lerinin, arz koşullarının normalleşmesiyle birlikte zayıflaması ve Urals petrolünün Brent'e göre sağladığı fiyat avantajının daralması, rafineri karlılığı üzerinde baskı oluşturmaları beklenebilir.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	261.20
Hedef Fiyat (TL/hisse)	261.20
Kapanış (TL/hisse)	187.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	40%
Piyasa Değeri (milyon TL)	360,311
Piyasa Değeri (milyon USD)	8,403
Firma Değeri (milyon TL)	285,880
Sermaye (milyon TL)	1,927
Halka Açıklık Oranı (%)	49.00

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	799,083	893,439	1,087,000
Büyüme (%)	-1.4%	11.8%	21.7%
FAVÖK	57,720	65,880	76,480
Büyüme (%)	14%	14%	16%
Net Kar	31,963	37,524	45,654
Büyüme (%)	75%	17%	22%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	7.2%	7.4%	7.0%
Net Kar Marjı	4.0%	4.2%	4.2%

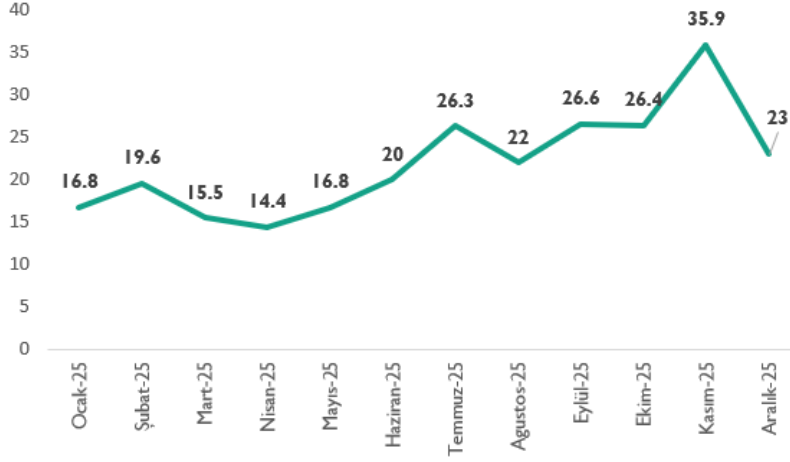
Borçluluk			
Net Borç	-86,580	-92,232	-107,072
Net Borç /FAVÖK	-1.50	-1.40	-1.40

Değerleme Çarpanları			
F/K	11.3	9.6	7.9
FD/FAVÖK	5.0	4.3	3.7

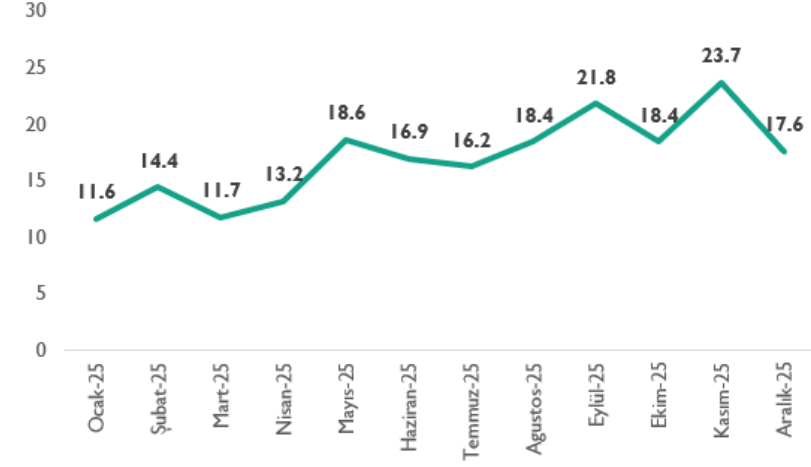


Tüpraş- 2025 Orta Distilat Ürün Marjları

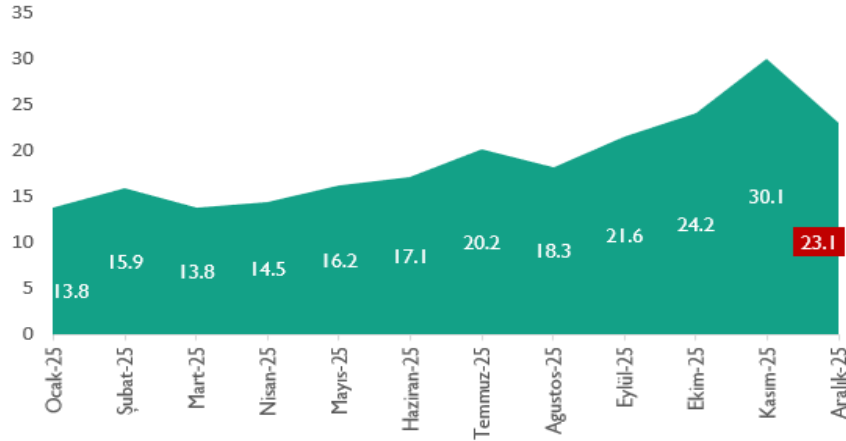
Grafik 31: Motorin (dolar/varil)



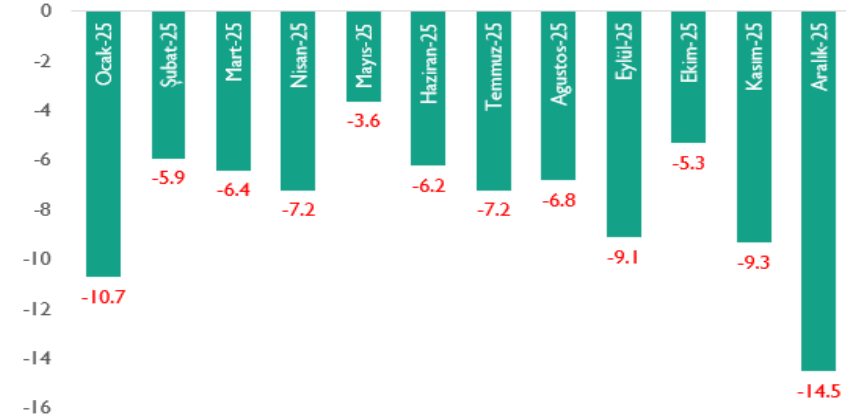
Grafik 32: Benzin (dolar/varil)



Tablo 33: Jet Yakıtı (dolar/varil)



Grafik 34: Yüksek Kükürtlü Fuel Oil (dolar/varil)

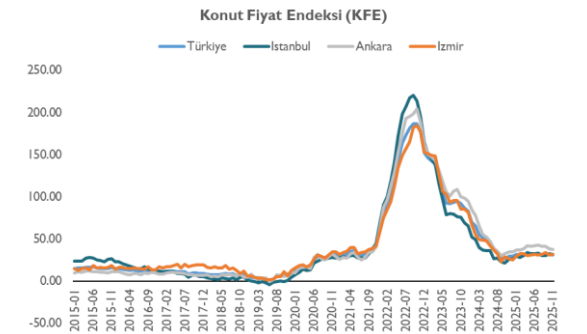
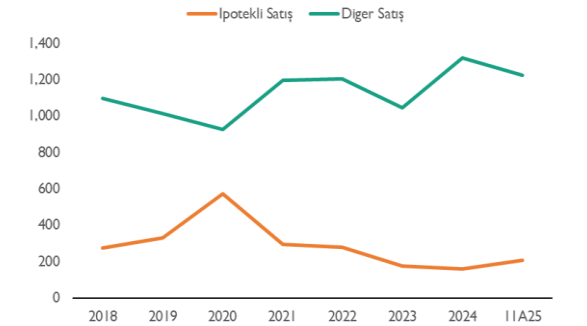
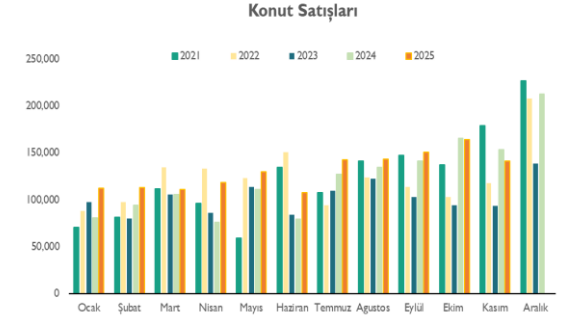


Gayrimenkul Sektörü

İç Talep ve Faiz İndirim Döngüsü Gayrimenkul Sektörünü Destekliyor. 2022–2025 döneminde Türkiye konut sektörü; yüksek enflasyon, değişken finansman koşulları ve güçlü iç talebin etkisiyle dalgalı ancak belirgin biçimde dirençli bir görünüm sergilemiştir. Bu dönemde konut satışları ivme kaybetse dahi, talebin büyük ölçüde korunduğu ve sektörün yapısal dinamiklerinin sağlam kaldığı görülmektedir. Özellikle yüksek faiz oranları ve ekonomi politikalarındaki sıkılaşma, 2024 yılının ilk yarısında sektör üzerinde baskı yaratırken; yılın ikinci yarısında biriken talep, faiz indirim beklentileri ve %25 kira artış sınırının kaldırılmasıyla birlikte konut satışlarında belirgin bir toparlanma yaşanmıştır. Bu gelişmeler, konut talebinin canlılığını koruduğunu ve ertelenmiş talebin hızla devreye girdiğini ortaya koymaktadır. Sektörün en önemli öncü göstergelerinden biri olan konut satışları, pozitif sinyaller üretmeye devam etmektedir. Türkiye genelinde toplam konut satışları Ocak–Kasım döneminde yıllık bazda %13 artarak 1,4 milyon adede ulaşmıştır. Özellikle ipotekli satışlarda kaydedilen %53,5'lik güçlü artış, finansmana erişimin yeniden iyileşmeye başladığını ve kredi kanalının satışlar üzerindeki destekleyici etkisini açık biçimde ortaya koymaktadır. 2025 yılındaki bu güçlü performans; faizlerde düşüş beklentisi, buna bağlı olarak gayrimenkul fiyatlarında oluşan/yüksek olasılıkla oluşacak artış eğilimi, konut kredilerine görece erişilebilirliğin artması, faiz–altın–KKM gibi yatırım araçlarından elde edilen getirilerin gayrimenkule yönelmesi ve 6 Şubat depremi sonrası hızlanan iç göç hareketliliği gibi faktörlerle desteklenmiştir. İç talebin güçlü seyri, ipotekli satışlardaki ivmelenme ve kentsel dönüşüm ile sosyal konut ihtiyacının devam etmesi, gayrimenkul sektörünün orta vadeli yatırım hikayesini destekleyen temel dinamikler olmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, 2026 yılında da sektördeki güçlü görünümün korunabileceğini düşünüyoruz. TCMB'nin 2026 yılında yaklaşık 1.000 baz puanlık faiz indirimi ile politika faizini %28 seviyelerine çekmesini bekliyoruz. Faiz indirim döngüsünün devamı, konut kredisine erişimin kademeli olarak kolaylaşması ve artan talep ile birlikte GYO sektörünün 2026 yılında daha destekleyici bir makro zeminde faaliyet göstermesini öngörüyoruz.

Yapı Ruhsatlarındaki Güçlü Artış GYO'lar İçin Yeni Bir Büyüme Penceresi Açıyor. Gayrimenkul sektörü ve genel ekonomi açısından öncü göstergeler arasında yer alan yapı ruhsatları ve yapı kullanım izinleri, gelecekteki arz–talep dengesini analiz etmek açısından kritik öneme sahip. TÜİK'in 2025 yılı üçüncü çeyrek verileri, konut sektöründe arz tarafında belirgin bir dönüşüme işaret etmektedir. Buna göre, belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatları bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla bina sayısında %22,3, daire sayısında %54 ve yüzölçümünde %42,6 oranında artış göstermiştir. Özellikle ikinci ve üçüncü çeyrek verileri, son yılların en güçlü artış oranları arasında yer almakta ve uzun süredir devam eden arz daralmasının tersine dönmeye başladığını ortaya koymaktadır. Aynı dönemde yapı kullanım izin belgelerinde gözlenen artış da dikkat çekicidir. Bina sayısında %5,6, daire sayısı ve yüzölçümünde %22,8 oranındaki yükseliş, tamamlanan projelerin hızla devreye alındığını göstermektedir. Ayrıca 2025'in ikinci çeyreği itibarıyla TÜİK'in kapsam genişlemesine giderek tüm yetkili idareler tarafından düzenlenen belgeleri istatistiklere dahil etmesi, arz tarafındaki canlanmanın daha net ve kapsayıcı biçimde izlenmesini sağlamaktadır. Arzda gözlenen bu ivmelenme, GYO'lar açısından hem fırsatlar hem de riskler barındırdığını düşünüyoruz. Bir tarafta, yeni ruhsatlardaki artış; proje geliştirme kabiliyeti yüksek, güçlü arsa portföyüne sahip ve finansmana erişim avantajı bulunan GYO'ların büyüme potansiyelini artırmaktadır. Diğer tarafta ise artan rekabet ve hızlanan proje üretimi, özellikle orta vadede fiyat dengeleri üzerinde baskı oluşturabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Bununla birlikte, faiz indirim döngüsünün sürdüğü, kredi koşullarının kademeli olarak iyileştiği bir ortamda, artan arzın talep tarafından daha sağlıklı şekilde absorbe edilmesi mümkün görünmektedir. Bu süreçte öne çıkacak GYO'ların; doğru lokasyonda, güçlü zamanlama ile geliştirilen ve satış hızı yüksek projelere odaklanan şirketler olacağını düşünüyoruz.

Özetle, 2026 yılında faiz indirim döngüsünün devam etmesi, konut satışlarındaki güçlü büyüme ivmesinin korunması ve arz tarafında kontrollü bir normalleşme sürecine girilmesi; takip listemizde yer alan Emlak Konut başta olmak üzere, güçlü ve stratejik konut stoğuna sahip GYO şirketleri açısından olumlu bir görünüm sunmaktadır. Bu çerçevede, doğru proje seçimi ve finansal disiplin ile desteklenen GYO'ların, 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergileme potansiyeline sahip olduğunu değerlendiriyoruz.



GYO Net Aktif Değer (NAD) İskontosu Tablosu

GYO NAD İskontosu (2025/06, milyon TL)						
Hisse Kodu	Şirket	Portföy Değeri	Toplam Borçlar	Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	NAD İskontosu
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	15,415	406	15,009	12,917	-14%
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3,380	953	2,427	12,063	397%
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	33,767	5,017	28,750	10,023	-65%
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	9,933	1,690	8,243	7,375	-11%
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	44,978	7,265	37,712	18,185	-52%
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	21,889	6,078	15,811	8,619	-45%
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	37,823	5,520	32,303	7,150	-78%
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	706	93	614	735	20%
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	2,025	90	1,935	1,059	-45%
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	47,661	10,926	36,735	20,800	-43%
BEGYO	Batu Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	24,029	10	24,019	3,822	-84%
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	17,415	5,059	12,356	10,551	-15%
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	5,651	849	4,803	2,996	-38%
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	265,936	101,826	164,110	77,672	-53%
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	4,466	6,610	-2,143	2,653	-224%
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	11,317	7,521	3,796	16,100	324%
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	57,746	15,748	41,998	14,400	-66%
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	403	289	114	546	379%
İSGYO	İş G.M.Y.O.	52,431	6,737	45,694	20,134	-56%
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	38,068	7,909	30,159	8,496	-72%
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	2,346	162	2,184	2,822	29%
KZBGY	Kızılıbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	24,148	9,532	14,616	13,080	-11%
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	15,329	3,763	11,566	4,640	-60%
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	8,168	1,365	6,803	4,280	-37%
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	12,210	0	12,210	2,607	-79%
MSGYO	Mistral G.M.Y.O.	7,771	1,448	6,323	2,913	-54%
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	6,296	389	5,907	3,722	-37%
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	5,559	304	5,255	2,060	-61%
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	65,231	6,605	58,626	20,704	-65%
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	11,894	1,394	10,500	7,164	-32%
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	20,933	6,009	14,924	63,000	322%
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	88,215	37,048	51,167	13,256	-74%
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	69,877	10,283	59,594	42,000	-30%
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	86,178	12,214	73,964	18,160	-75%
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	36,113	5,934	30,179	10,303	-66%
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	28,904	3,205	25,699	7,370	-71%
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	351	0	351	2,621	647%
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	142,808	22,110	120,699	74,000	-39%
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	6,146	611	5,535	4,427	-20%
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	30,033	4,148	25,885	8,556	-67%
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	6,652	1,779	4,873	1,968	-60%
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O.	21,356	4,746	16,610	31,038	87%
TÜM KURUMLAR		1,391,557	323,645	1,067,915	596,986	-44%

Kaynak: TSPB, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

*Tabloda yer alan portföy ve toplam borçlar değerleri TSPB tarafından yayımlanan 2025/06 dönemine ait verilerdir.



Emlak Konut

Stratejik Arsa Portföyü ile Güçlü Rekabet Avantajı. Emlak Konut, Türkiye'nin farklı bölgelerine yayılmış, gelişim potansiyeli yüksek ve değerli lokasyonlarda önemli büyüklüklere sahip bir arsa portföyüne sahiptir. Bu portföy, şirketin sürdürülebilir büyümesinde ve uzun vadeli değer yaratma stratejisinin temel taşlarından birini oluşturmaktadır. Türkiye'de özellikle büyükşehirlerde arsa kıtlığı artarken, Emlak Konut GYO'nun sahip olduğu geniş ve stratejik olarak konumlanmış arsa portföyü, şirketi rakiplerinden ayıştıran en güçlü avantajlardan birini oluşturmaktadır. 3Ç25 itibarıyla yaklaşık 4,5 milyon m2 büyüklüğünde ve 73,5 milyar TL ekspertiz değerine sahip bu portföy özellikle İstanbul, Ankara ve İzmir gibi konut talebinin yüksek olduğu büyükşehirlerde ve değer artış potansiyeli yüksek bölgelerde yer almakta olup, orta ve uzun vadede kentsel dönüşüm, altyapı yatırımları ve demografik dinamiklerden beslenerek Emlak Konut'un gelir tabanını güçlendirmesi bekliyoruz. 2025 yılı için belirlenen 5 milyar TL'lik arsa satışı, 77 milyar TL'lik bağımsız bölüm satışı ve 12 milyar TL net kar hedefleri, güçlü arsa portföyü ve yüksek çarpanlı ihale modeliyle desteklenmektedir. Emlak Konut'un geniş ve stratejik arsa portföyü sayesinde konut projelerinden fayda sağlamasını ve bu sayede önümüzdeki yıllarda gelirlerini artırmasını öngörüyoruz.

Gelir Paylaşımı Modeli ile Sürdürülebilir Büyüme Hikayesi. Emlak Konut, Türkiye gayrimenkul sektöründe güçlü marka algısı, yenilikçi iş modelleri ve TOKİ işbirliğiyle sağladığı stratejik arsa tedarik avantajı sayesinde ön plana çıkmaktadır. Şirketin bu iş modelleri arasında büyüme stratejisinin merkezinde yer alan ve uzun yıllardır başarıyla uyguladığı Gelir Paylaşımı Modeli (GPM) bulunmakta olup, bu model Emlak Konut'a yüksek ölçekli ve sürdürülebilir gelir yaratma kapasitesi kazandırmaktadır. Bu satış modeli, arsa satışından doğrudan gelir elde etmek yerine, yüklenici firmaların geliştirdiği projelerden satış hasılatı üzerinden belirli bir oranla pay alınmasına dayanıyor. Bu sayede Emlak Konut, arsa değerinin çok üzerinde, uzun vadeye yayılan ve sürdürülebilir bir gelir elde etme avantajı kazanmaktadır. Şirketin 2025 yılı itibarıyla devam eden 35 adet GPM projesi bulunmakta olup, toplam projelerden 92,95 milyar TL seviyesinde gelir elde etmeyi ve önümüzdeki beş yılda sadece bu modelden minimum 37,7 milyar TL kar elde etmesi bekleniyor. GPM konjonktüre bağlı dalgalanmalar gösterebilse de modelin esnek yapısı sayesinde Emlak Konut'a sürdürülebilir nakit akışı, güçlü net varlık değeri katkısı ve temettü potansiyeli açısından stratejik bir kaldıraç işlevi gördüğünü ortaya koymaktadır. Projelerin satış başarısı doğrudan Emlak Konut'un gelirini artırdığı için şirket, kalite kontrolünü sıkı şekilde sürdürüyor ve sektörde güvenilir bir marka algısı yaratıyor. TOKİ ile yapılan yeni protokoller gibi genişleme adımları, GPM'in şirketin gelecekteki büyümesinde daha fazla pay alacağını düşünüyoruz. Özetle, Emlak Konut'un Gelir Paylaşımı Modeli (GPM), sermaye gerektirmeyen yapısı, yüksek çarpan etkisi, güçlü nakit akışı yaratma kabiliyeti sayesinde şirket için cazip bir büyüme hikayesi sunmaktadır. Şirketin stratejik arsa tedariki, güçlü marka algısı ve farklı bölgelerdeki projelerle ölçek büyütme potansiyeli dikkate alındığında, önümüzdeki yıllarda hem finansal sürdürülebilirlik hem de piyasa değerinde artış potansiyeli dikkat çekmektedir.

Hedef fiyatımızı 28,6 TL'ye revize ediyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 28,60 TL olarak güncelliyoruz. Türkiye'de artan nüfus, şehirleşme eğilimleri, depreme dayanıklı konut ihtiyacı ve konut fiyatlarındaki hızlı yükseliş, kentsel dönüşüm ve kamu destekli sosyal konut projelerine olan ilgi ile stratejik arsa portföyü ve gelir paylaşım modeli sayesinde yurt içindeki faiz indirim döngüsünde Emlak Konut'un fayda sağlamasını ve gelirlerini artırmasını öngörüyoruz. Emlak Konut değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) yöntemine dayanan "Parçaların Toplamı" (SOTP) yaklaşımını kullandık. Şirketin devam eden gelir paylaşım modeli (GPM), anahtar teslim projeleri ve bilanço dışı varlıklarından elde etmesini beklenen nakit akışlarını daha doğru sonuçlara ulaşabilmek adına bugüne indirirken, ihale edilememiş arsalar portföyü, bitmiş binalarını ve kira geliri elde ettiği toplam bina stoklarını ekspertiz değeri üzerinden modelimize dahil ediyoruz. Şirket, 2026 tahminlerimize göre 5,8x F/K ve 0,5x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	EKGYO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	27.50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	28.60
Kapanış (TL/hisse)	21.20
Yükseliş Potansiyeli (%)	35%
Piyasa Değeri (milyon TL)	80,560
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,879
Firma Değeri (milyon TL)	128,611
Sermaye (milyon TL)	3,800
Halka Açıklık Oranı (%)	48.35

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	77,175	80,530	81,335
Büyüme (%)	142%	4%	1%
FAVÖK	19,784	20,770	21,099
Büyüme (%)	310%	5%	2%
Net Kar	12,342	13,798	14,458
Büyüme (%)	-6%	12%	5%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	25.6%	25.8%	25.9%
Net Kar Marjı	16.0%	17.1%	17.8%
Borçluluk			
Net Borç	31,874	28,959	18,229
Net Borç /FAVÖK	1.61	1.39	0.86
Değerleme Çarpanları			
F/K	6.5	5.8	5.6
PD/DD	0.6	0.5	0.4
FD/FAVÖK	6.5	6.2	6.1



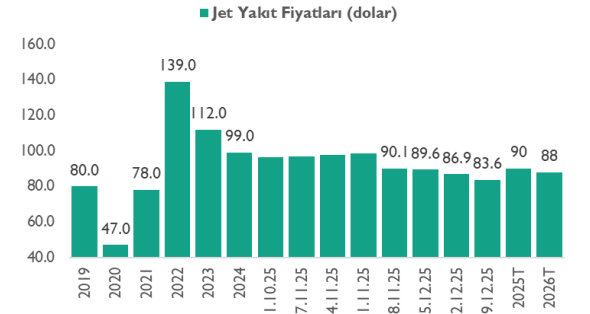
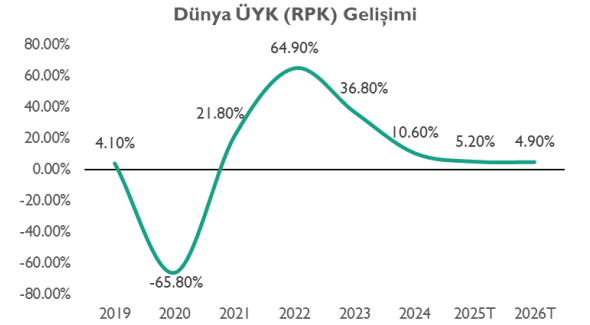
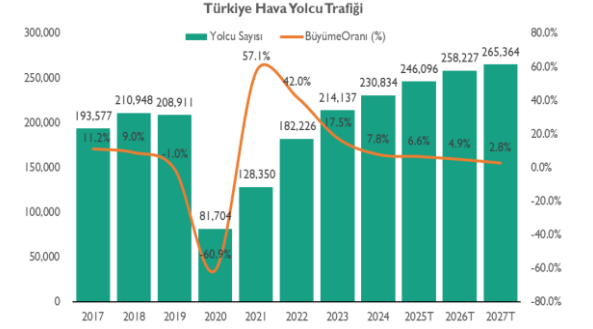
Havacılık Sektörü

2025'te Büyümede Yavaşlama, Dengede Arayış. 2025 yılı, havacılık sektörü açısından pandemi sonrası hızlı toparlanma döneminin sona erdiği ve daha dengeli, normalleşmiş bir büyüme patikasına geçişin net biçimde gözlemlendiği bir yıl oldu. Yolcu trafiği artmaya devam etse de büyüme oranları önceki iki yıla kıyasla anlamlı ölçüde gerilerken, özellikle iç hatlarda talep artışı sınırlı kalmıştır. Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ) verilerine göre yolcu trafiği 2023'te %17,5, 2024'te %7,5 artarken, 2025'in ilk 11 ayında artış oranı %6,7 seviyesine gerilemiştir. Uluslararası hatlar sektöre destek sağlamayı sürdürse de, turizm cephesinde TL'nin reel değerlenmesi ve jeopolitik gelişmeler yabancı ziyaretçi talebini baskılamış, havacılık talebinin daha temkinli bir zeminde şekillenmesine neden olmuştur. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre Ocak-Kasım 2025 döneminde yabancı ziyaretçi sayısı 50,1 milyon ile bir önceki yılın aynı dönemine paralel gerçekleşmiş; bu görünüm turizm ve bağlantılı havacılık talebinde ivme kaybına işaret etmiştir. Düşük seyreden petrol fiyatları, yakıt giderleri üzerinden havayolu şirketlerinin operasyonel performansını desteklemiştir. Buna karşın TL'nin güçlenmesi, yakıt dışı maliyetler (ex-CASK) üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmıştır. Özellikle personel giderleri, bakım-onarım ve operasyonel harcamalardaki artış, birim maliyetlerde kalıcı bir yükselişe yol açmış; bu durum marjların pandemi sonrası zirve seviyelerin altında dengelenmesine neden olmuştur. Sonuç olarak 2025 yılını, hacim açısından güçlü ancak karlılık bakımından daha sıkı bir dengeye girilen bir yıl olarak değerlendiriyoruz.

2026'ya Bakış: Havacılıkta Temkinli İyimserlik Dönemi. Havacılık sektörü açısından 2026 yılının temkinli bir iyimserliğe işaret ettiğini düşünüyoruz. Yolcu trafiğinde artışın sürmesini beklemekle birlikte, büyümenin önceki yıllara kıyasla sınırlı ve ağırlıklı olarak tek haneli oranlarda gerçekleşeceği öngörüyoruz. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği'nin (IATA) 2026 beklentileri de bu çerçeveyi desteklediğini gözlemliyoruz. Kurum, pandemi sonrası normalleşme sürecinin büyük ölçüde tamamlanmasıyla birlikte küresel havacılık talebindeki artışın daha sürdürülebilir ve ılımlı bir patikaya oturacağını öngörüyor. Özellikle gelişmiş pazarlarda talep artışının sınırlı kalması, büyümenin ağırlıklı olarak uluslararası ve uzun menzilli hatlar üzerinden gerçekleşmesi beklenmektedir.

IATA öngörülerine göre küresel yolcu sayısının 2026'da yıllık %4,4 artışla yaklaşık 5,2 milyar seviyesine ulaşması bekleniyor. Ücretli Yolcu Kilometre (ÜYK-RPK) bazında büyümenin %4,9 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmürken, uçak ve parça tedarikindeki devam eden darboğazlar nedeniyle doluluk oranlarının %83,8 ile tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyretmesi tahmin ediliyor. Bölgesel bazda Asya-Pasifik'in %7,3'lük büyüme oranı ile talep artışının lokomotif olmaya devam edeceği beklenirken, hava kargo tarafında ise küresel ticaretteki normalleşmeye paralel olarak daha ılımlı bir seyir öngörülmekte; kargo trafiğinin %2,6 oranında büyümesi tahmin edilmektedir.

Toplam sektör gelirlerinin %4,6 artışla 1,05 trilyon dolara ulaşacağı; bunun yaklaşık 751 milyar dolarının yolcu bilet gelirlerinden, 145 milyar dolarının ise yan gelirlerden oluşacağı öngörülmektedir. Karlılık tarafında sektörün 41 milyar dolar net kar üretmesi ve %3,9 net kar marjı ile sınırlı ancak istikrarlı bir performans sergilemesi bekleniyor. Kişi başı net karın bir önceki yıla paralel olarak 7,9 dolar seviyesinde kalması, sektör genelinde fiyatlama gücünün sınırlı olduğunu göstermektedir. Avrupa'nın karlılık açısından en güçlü bölge olarak öne çıkması beklenirken, bu performansta Türkiye'nin güçlü operasyonel yapısının ve transit taşımacılıktaki konumunun önemli katkı sağladığı değerlendiriliyor. Bununla birlikte Türkiye özelinde TL'nin reel olarak güçlü kalması, turizm talebi ve bilet fiyatlama gücü üzerinde baskı yaratmaya devam edebilirken, jeopolitik risklerin tamamen ortadan kalkmamış olması talep tarafında güçlü bir ivmenin oluşmasını zorlaştırdığını düşünüyoruz.



Havacılık Sektörü

Yakıt maliyetlerinin sektör karlılıklarını görece desteklemesi beklenirken, IATA projeksiyonlarına göre yakıt giderlerinin yaklaşık 252 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesi ve toplam maliyetlerin %25,7'sini oluşturması öngörülmektedir. Brent petrol fiyatının ortalama 62 ABD doları/varil, jet yakıtı fiyatlarının ise 88 ABD doları/varil seviyelerinde seyretmesi tahmin edilmektedir. Buna karşın personel ve operasyonel giderlerdeki artış eğiliminin sürmesi, yakıt dışı maliyetlerin marjlar üzerindeki baskısını koruyacağına işaret etmektedir.

2026 yılına girerken sektör açısından öne çıkan riskler; jeopolitik belirsizlikler, güçlü TL'nin turizm ve fiyatlama gücü üzerindeki baskısı, uçak ve motor tedarik zincirindeki aksaklıklar ve yapışkan maliyet yapısı olarak öne çıkmaktadır. Buna karşılık kapasite disiplininin korunması, yüksek doluluk oranları ve yan gelirlerin artan önemi sektör için destekleyici unsurlar olmaya devam etmektedir.

Genel çerçevede değerlendirildiğinde, 2025 yılı havacılık sektörü için normalleşmenin pekiştiği bir yıl olurken, 2026 yılı büyümenin sürdüğü ancak yüksek büyüme döneminin geride kaldığı bir fazı temsil ettiğini düşünüyoruz. Bu yeni dönemde sektörün performansını belirleyecek ana unsurlar; agresif kapasite artışı yerine operasyonel verimlilik, maliyet disiplini ve seçici büyüme stratejileri olacaktır.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Ücretli Yolcu Koltuk (ÜYK-RPK)	8,688	2,974	3,623	5,973	8,171	9,039	9,505	9,971
y/y - %	4.1%	-65.8%	21.8%	64.9%	36.8%	10.6%	5.2%	4.9%
Yolcu Trafiği	4,560	1,779	2,304	3,452	4,414	4,774	4,982	5,202
y/y - %	2.1%	-61.0%	29.5%	49.8%	27.9%	8.2%	4.4%	4.4%
ASK, yıllık değişim -%	3.4%	-56.6%	18.7%	40.1%	31.1%	8.9%	4.9%	4.7%
Yolcu Doluluk Oranı - %	82.6%	65.2%	66.9%	78.7%	82.2%	83.5%	83.7%	83.8%
Yolcu Gelirleri	607	189	242	437	648	687	716	751
Kargo Gelirleri	101	140	210	206	139	151	155	158
Net Kar	26.4	-137.7	-40.4	-3.5	37.6	28.3	39.5	141
Net Kar Marjı- %	3.1%	-35.8%	-7.9%	-0.5%	4.1%	2.9%	3.9%	3.9%

Kaynak: IATA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



*Türk Hava Yolları

2026: Temkinli İyimserlik Korunurken, Yakıt Dışı Maliyetler Marj Görünümünde Belirleyici Olacak. 2025 yılında artan rekabet ortamı, yolcu birim gelirlerinde (R/Y) gözlenen zayıflama ve yakıt hariç maliyetlerdeki (ex-fuel CASK) artış, THY'nin operasyonel marjları üzerinde baskı oluşturdu. Nitekim 9A25 döneminde arz edilen koltuk kilometrede (AKK) %6,5, yolcu sayısında %6,6 ve taşınan kargoda %5,6 artış kaydedilmesine rağmen, FAVÖK ve FAVKÖK marjlarında toplam 2,4 puanlık daralma yaşandı. 2026 yılına ilişkin görünümde, yolcu birim gelirlerinde yatay seyrin korunmasını veya sınırlı bir toparlanma ile %1–2 aralığında düşük tek haneli artış potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz. Talep tarafında Asya ve Afrika kaynaklı güçlü seyrin sürmesi beklenmekle birlikte, yoğun rekabet ortamı ve kapasite artışları birim gelirler üzerinde yukarı yönlü alanı sınırlamaya devam edebilir. Öte yandan, 2026 yılında yakıt maliyetlerinin karlılığa destek vermeyi sürdürmesini beklemekle birlikte, yakıt hariç maliyetlerin seyri marj görünümü açısından ana belirleyici unsur olacaktır. Personel giderleri, bakım-onarım maliyetleri ve havalimanı ücretleri gibi kalemlerdeki gelişmeler, THY'nin marj performansında kritik rol oynamaya devam edecektir. Buna ek olarak, TL'nin reel olarak değerlenme eğilimini sürdürmesi, özellikle yerel para cinsinden maliyetler üzerinden karlılık açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Brent petrol fiyatlarında hafif dalgalanmalar eşliğinde aşağı yönlü bir eğilim öngörürken, jet yakıtı crack spread'inin görece yüksek seviyelerini koruması, yakıt maliyetleri üzerindeki baskının tamamen ortadan kalkmasını sınırlandırabilir. Bu çerçevede, 2026 yılında operasyonel karlılığın korunmasında maliyet disiplini ve verimlilik artışları ön plana çıkmasını bekliyoruz.

Çeşitlendirilmiş Ağ Yapısı ve Esnek Kapasite Yönetimi, Air Europa Yatırımı ile Stratejik Derinlik Kazanıyor. Türk Hava Yolları 130'dan fazla ülkede, 350'nin üzerinde destinasyona yayılan operasyonel yapı sayesinde, bölgesel talep dalgalanmalarına karşı hızlı ve etkin şekilde kapasite yönlendirebilme kabiliyetine sahiptir. Bu özellikle son yıllarda jeopolitik gelişmeler, makroekonomik belirsizlikler ve bölgesel talep kırılganlıklarının arttığı bir ortamda, şirketin operasyonel dayanıklılığını belirgin şekilde artırmaktadır. Nitekim, 2025 yılında ABD politika değişikliklerinin etnik turizm talebi üzerindeki etkisi nedeniyle Kuzey Amerika pazarında gözlenen talep yavaşlamasına karşılık THY yönetiminin esnek kapasite yönetimi sayesinde kapasitenin Asya ve Afrika hatlarına yönlendirilmesi, şirketin doluluk oranlarını ve gelir üretme kabiliyetini korumasını sağlamıştır. Bu ağ avantajı sayesinde Ocak-Kasım 2025 döneminde THY'nin yolcu sayısı %8,4 artarken, ÜYK %8,6 ve AKK %7,4 yükselmiş ve doluluk oranı 0,9 baz puan artışla %82,3'e çıkmıştır. Öte yandan, Air Europa'ya yapılan azınlık yatırımı, THY'nin mevcut ağ yapısını tamamlayıcı ve stratejik olarak derinleştirici bir adım olarak öne çıktığını düşünüyoruz. Air Europa entegrasyonu ile birlikte, İstanbul-Madrid aksı üzerinden Avrupa, Latin Amerika, Orta Doğu ve Asya arasında çok yönlü bir bağlantı ağı oluşturulması hedeflenmektedir. Bu yapı, THY'nin transit yolcu akışını çeşitlendirmesinin yanı sıra, özellikle uzun menzilli hatlarda yolcu karmasının iyileştirilmesine ve birim gelirlerin desteklenmesine katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz. THY'nin çeşitlendirilmiş ağ yapısı ve esnek kapasite yönetimi kabiliyeti, Air Europa yatırımı ile birlikte daha geniş bir coğrafi kapsama ve daha dengeli bir gelir profiline evrileceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede 2026 yılında AKK'nin %9 büyümesini ve yaklaşık 100 milyon yolcu taşımalarını bekliyoruz.

480 TL olan hedef fiyatımızı 400 TL olarak revize ediyoruz. THY'nin 2025 yılını dolar bazında %5 net satış geliri büyümesi ile 23.816 milyon dolar ve %24,2 FAVKÖK marjı ile tamamlamasını öngörüyoruz. Büyümenin önümüzde dönemde sürmesini beklemekle birlikte yakıt dışı maliyetlerdeki görünümün marj ve karlılık açısından belirleyici olmasını bekliyoruz. Bu çerçevede 2026 yılını 25.406 milyon dolar net satış geliri ve %23 FAVKÖK marjı ile tamamlamasını tahmin ediyoruz. **Yeni makro tahminlerimizin güncellenmesi, modelimizi 1 yıl ileri taşımamız ve çarpan güncellemesi sonrasında 12 ay ileri hedef fiyatımızı 480 TL'den 400 TL'ye revize ediyoruz. Şirket, 2026 tahminlerimize göre 3,5x FD/FAVÖK çarpanı ile iskontolu işlem görmektedir.**

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	480.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	400.0
Kapanış (TL/hisse)	274.25
Yükseliş Potansiyeli (%)	46%
Piyasa Değeri (milyon TL)	378.465
Piyasa Değeri (milyon USD)	8.826
Firma Değeri (milyon TL)	763.727
Sermaye (milyon TL)	1.380
Halka Açıklık Oranı (%)	50.36

Tahminler, USDmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	23,816	25,406	27,287
Büyüme (%)	5%	7%	7%
FAVÖK	5,091	5,161	5,459
Büyüme (%)	-8%	1%	6%
FAVKÖK	5,771	5,871	6,204
Büyüme (%)	-9%	2%	6%
Net Kar	2,504	2,606	2,811
Büyüme (%)	-27%	4%	8%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	21%	20%	20%
FAVKÖK Marjı	24%	23%	23%
Net Kar Marjı	11%	10%	10%
Borçluluk			
Net Borç	9,430	11,731	12,371
Net Borç /FAVÖK	1.9	2.3	2.3
Değerleme Çarpanları			
F/K	3.5	3.4	3.1
FD/FAVÖK	3.6	3.5	3.3
FD/FAVKÖK	3.1	3.1	2.9

*FAVÖK ve FAVKÖK şirket hesaplamalarına uygundur.



*Takip listesine, katılım endeksindeki değişiklik öncesinde dahil edilmiştir.

*Pegasus

AKK artışının 2026'da yavaşlamasını bekliyoruz. İsrail–İran çatışmasının yoğunlaşması ve turistik talebin makroekonomik ve jeopolitik faktörlere bağlı olarak yavaş seyrettiği 2025'de Pegasus'un kapasite (AKK) artışının da kuvvetli olması (9A25:%17) birim fiyatlar üzerinde baskı oluşturmuştur. Buna ek olarak, Ajet'in agresif kapasite artırımları rekabet ortamını sertleştirerek Pegasus üzerindeki baskıyı artıran bir diğer önemli unsur olarak öne çıkmaktadır. Zorlu makroekonomik ve jeopolitik koşullar altında talebi desteklemek amacıyla uygulanan fiyat aksiyonlarına bağlı olarak 9A25 döneminde birim gelirlerde %14'lük gerileme yaşanmış; bu gelişme FAVÖK marjında 3,4 baz puanlık düşüğe neden olmuştur. Öte yandan, operasyonel göstergeler açısından güçlü bir performans sergilenmiştir. Toplam doluluk oranı %89,2'ye, dış hat doluluk oranı ise %86,8'e yükselerek 2019 yılından bu yana kaydedilen en yüksek çeyreklik seviyelere ulaşmıştır. 2026 yılında AKK'nin daha dengeli bir büyüme patikasına girerek %9 artmasını bekliyoruz. Pegasus'un ana operasyon üssü olan Sabiha Gökçen Havalimanı'nda hayata geçirilen yenileme ve kapasite artışı yatırımlarının, şirket açısından hem operasyonel hem de stratejik anlamda önemli bir pozitif katalizör oluşturduğunu değerlendiriyoruz. İkinci pistin devreye alınması, mevcut terminal kapasitesinin genişletilmesi ve altyapı iyileştirmeleri sayesinde slot kısıtlarının azalması; uçuş frekanslarının artırılması ve yeni destinasyonların eklenmesi mümkün hale gelmiştir. Bu gelişmeler, Pegasus'un düşük maliyetli iş modelinin temel unsurlarından biri olan yüksek uçak kullanım oranlarını korumasına, operasyonel gecikmelerin azalmasına ve büyüme planlarını daha öngörülebilir bir zeminde sürdürmesine katkı sağlamaktadır. Buna ek olarak, şirketin diğer havalimanlarındaki kapasite artışlarının da operasyonel verimlilik ve karlılık görünümü açısından kritik öneme sahip olacağını düşünüyoruz.

Pegasus'un Stratejik Avrupa Hamlesi. Pegasus, Çek Hava Yolları ve iştiraki Smartwings'i 154 milyon Euro bedelle satın alarak Avrupa pazarında ölçek ve coğrafi çeşitlenme odaklı önemli bir stratejik adım atıyor. Küresel ölçekte faaliyet alanını genişletmeyi hedefleyen bu yatırımın, gerekli yasal onayların alınması ve devir koşullarının tamamlanmasına bağlı olarak 6–8 ay içinde sonuçlanması beklenmektedir. Şirket, Smartwings ve Çek Hava Yolları markaları altında faaliyet gösteren, Çekya'nın en büyük ve Orta–Doğu Avrupa'nın önde gelen havayolu gruplarından biridir. 20 ülkede yaklaşık 80 destinasyona ulaşan uçuş ağı, tur operatörleriyle güçlü iş birlikleri ve bölgesel tatil ile charter pazarındaki sağlam konumuyla öne çıkmaktadır. Toplam 47 uçaktan oluşan filosu ile tarifeli ve charter seferlerin yanı sıra özel uçuş hizmetleri de sunan şirketin operasyonlarının büyük bölümü Prag Václav Havel Havalimanı merkezlidir. 2024 yılında yaklaşık 1 milyar Euro satış geliri elde eden Smartwings'in bu büyüklüğü, Pegasus'un aynı yılki 3,13 milyar Euro'luk cirosunun yaklaşık %32'sine karşılık gelmektedir. Orta ve Doğu Avrupa merkezli güçlü bir tatil ve charter havayolu olan Smartwings'e yapılan bu yatırım, Pegasus'un bugüne kadar ağırlıklı olarak Türkiye ve yakın coğrafya ile sınırlı kalan büyüme hikayesini Avrupa pazarına taşıma potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Bu stratejik adım, Pegasus'a Avrupa Birliği içinde operasyonel esneklik, farklı trafik haklarına erişim ve regülasyon kaynaklı risklerin coğrafi olarak çeşitlendirilmesi açısından önemli avantajlar sağlayabilir. İstanbul Sabiha Gökçen merkezli operasyonların yanına Avrupa'da etkin bir varlığın eklenmesi, Pegasus'un “çok merkezli büyüme” vizyonunu güçlendirirken, küresel havacılık döngülerine daha entegre ve bölgesel talep şoklarına karşı daha dayanıklı bir yapı oluşturmaya katkı sağlamaktadır. Bu çerçevede Smartwings alımı, Pegasus açısından yalnızca kısa vadeli finansal katkı potansiyeli sunan bir işlem olmanın ötesinde; uzun vadede coğrafi çeşitlenme, ölçek büyümesi ve sürdürülebilir karlılık hedeflerini destekleyen güçlü ve stratejik bir yatırım teması olarak öne çıktığını düşünüyoruz.

355 TL olan hedef fiyatımızı 314 TL'ye revize ediyoruz. Pegasus'un 2025 yılını dolar bazında %7 net satış geliri büyümesi ile 3.350 milyon euro ve %24,7 FAVÖK marjı ile tamamlamasını öngörüyoruz. Büyümenin önümüzde dönemde sürmesini beklemekle birlikte yakıt dışı maliyetlerdeki görünümün marj ve karlılık açısından belirleyici olmasını bekliyoruz. Bu çerçevede 2026 yılını 3.602 milyon euro net satış geliri ve %24,5 FAVÖK marjı ile tamamlamasını tahmin ediyoruz. Yeni makro tahminlerimizin güncellenmesi, modelimizi 1 yıl ileri taşımamız ve çarpan güncellemesi sonrasında 12 ay ileri hedef fiyatımızı 355 TL'den 314 TL'ye revize ediyoruz. Şirket, 2026 tahminlerimize göre 5,7x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	355.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	314.0
Kapanış (TL/hisse)	195.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	61%
Piyasa Değeri (milyon TL)	97,500
Piyasa Değeri (milyon USD)	2,274
Firma Değeri (milyon TL)	248,361
Sermaye (milyon TL)	500
Halka Açıklık Oranı (%)	46.29

Tahminler, EURmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	3,350	3,602	3,894
Büyüme (%)	7%	8%	8%
FAVÖK	829	881	882
Büyüme (%)	-7%	6%	0%
Net Kar	344	384	411
Büyüme (%)	-5%	12%	7%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	25%	24%	23%
Net Kar Marjı	10%	11%	11%
Borçluluk			
Net Borç	2,995	3,435	3,886
Net Borç /FAVÖK	3.6	3.9	4.4
Değerleme Çarpanları			
F/K	5.6	5.0	4.7
FD/FAVÖK	6.1	5.7	5.7

*Takip listesine, katılım endeksindeki değişiklik öncesinde dahil edilmiştir.



Sağlık Sektörü

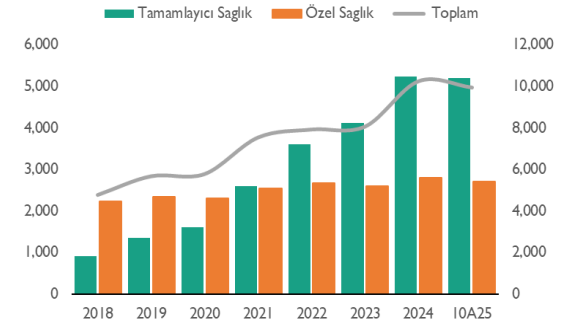
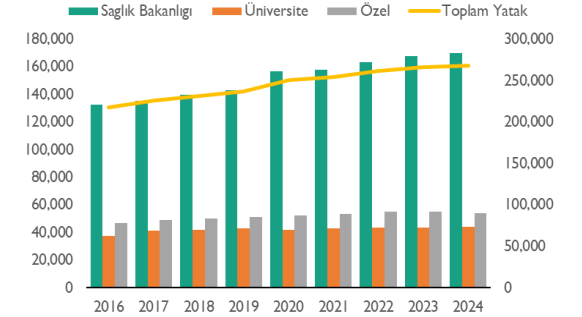
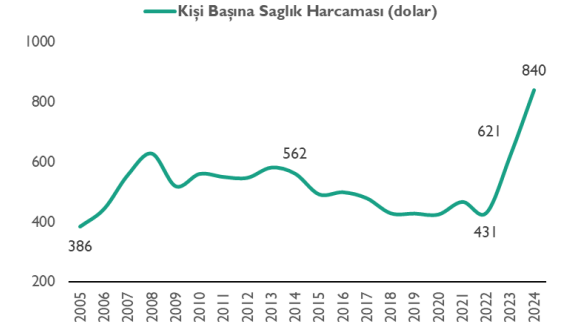
Sağlık sektörü, bireysel yaşam kalitesinden toplumsal refaha, teknolojik gelişimden ekonomik büyümeye kadar uzanan geniş bir etki alanıyla küresel mega trendlerin merkezinde yer almaya devam ediyor. Demografik dönüşüm, dijital sağlık uygulamalarının hızla yaygınlaşması, sürdürülebilir sağlık hizmetlerine yönelik artan ihtiyaç ve hasta odaklı yaklaşımların güç kazanması, sektörün uzun vadeli büyüme potansiyelini destekleyen temel dinamikler arasında öne çıkıyor. Türkiye sağlık sektörü de bu dönüşümde güçlü bir konumda yer alırken, 2025 yılı hem düzenleyici çerçeve hem de hizmet sunumu açısından önemli yapısal adımların atıldığı, sektörün olgunlaşma sürecini hızlandıran bir yıl oldu.

2025 Yılında Türkiye Sağlık Sektöründe Yasal Düzenlemeler. Sağlık Bakanlığı tarafından yapılan düzenlemeler, sektörde finansal sürdürülebilirliği ve hizmet kalitesini birlikte gözetten bir dönüşüm sürecine işaret ediyor. SUT (Sağlık Uygulama Tebliği) kapsamında muayene katılım paylarında Ocak 2025'te resmi kurumlarda 6,5 TL'den 30 TL'ye, özel sağlık kurumlarında 15 TL'den 50 TL'ye çıkarılırken, Şubat ayında yapılan yeni düzenleme ile yeniden ortalama 10 TL seviyesine çekildi. Öte yandan, Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK), 2024 Mayıs ayında yaptığı %50'lik tarife artışının ardından 2025 içinde yeni bir artış gerçekleştirmeyerek, mali istikrarı koruma yönünde bir duruş sergiledi. Türk Tabipler Birliği (TTB) katsayılarında ise Ocak (%20) ve Temmuz'da (%20) yapılan artış, hekim gelirlerinin iyileştirilmesine katkı sağladı. Temmuz ayında yürürlüğe giren 7557 sayılı kanun (Sağlıkla ilgili Bazı Kanunlarda ve 663 Sayılı KHK'da Değişiklik), hekimlerin çalışma modellerine netlik kazandırarak sektörün kurumsallaşma sürecini güçlendirdi. Hekimlerin aynı anda çalışabileceği kurum sayısının iki ile sınırlandırılması, özel hastanelerde 4/A kapsamında sigortalı çalışma zorunluluğu ve elektronik onam uygulamasına geçiş, sağlık hizmetlerinde şeffaflık ve hasta güvenliğini destekleyen önemli adımlar olarak öne çıkarken, düzenlemenin 1 Temmuz 2026'da yürürlüğe girmesi bekleniyor. Buna ek olarak, Kasım 2025'te yürürlüğe giren Sağlık Hizmetleri Lisans Yönetmeliği ise Türkiye'de özel sağlık kuruluşları için yeni bir dönemin kapısını araladı. Bu düzenleme ile özel hastaneler, poliklinikler ve diğer sağlık tesislerinin faaliyet gösterebilmesi için lisans alma zorunluluğu getirildi. Lisanslar, bölgesel sağlık ihtiyaçları ve kapasite planlamasına göre verilecek, devredilemeyecek ve yeni branş ekleme veya yeni tesis açma gibi yatırımlar yönetmelik çerçevesinde değerlendirilecek. Bu düzenleme, bölgesel ihtiyaçlara göre şekillenen daha kontrollü bir büyüme modeli hedeflenirken, uzun vadede sektörde hizmet kalitesinin standartlaşması açısından son derece olumlu bir çerçeve sunuyor.

Sağlık Altyapısı, Yatak Kapasitesi ve Harcama Dinamikleri. Altyapı tarafında da büyümenin sürdüğünü gözlemliyoruz. Sağlık Bakanlığı verilerine göre Türkiye'de toplam yatak sayısı 2023'te 266,6 bin iken 2024'te 268,4 bine yükseldi. Bu artış, hem kamu hem özel sektör yatırımlarının devam ettiğini ve sağlık hizmetlerine erişim kapasitesinin güçlendiğini ortaya koyuyor. Sağlık harcamalarında da yukarı yönlü trend dikkat çekiyor. TÜİK verilerine göre kişi başına sağlık harcaması 2024 yılında dolar bazında %35,3 artarak 840 dolara yükseldi. Bu görünüm, hem sağlık hizmetlerine olan talebin hem de sunulan hizmetlerin niteliğinin arttığını göstermesi açısından sektör adına son derece olumlu olduğunu düşünüyoruz.

Sağlık Sigortalarında Büyüme Eğilimleri ve Tamamlayıcı Sigortaların Rolü. Sigortacılık tarafında ise sağlık branşı büyümenin en net hissedildiği alanlardan biri olmayı sürdürüyor. Pandemi sonrası dönemde tamamlayıcı sağlık sigortalarının yaygınlaşması, hem bireysel hem de kurumsal müşteriler nezdinde talebi güçlü tutuyor. Ekim 2025 itibarıyla hastalık-sağlık branşı yıllık %58 artışla 164 milyar TL prim üretimine ulaşarak toplam sigorta pazarında %20,15 pay ile 2'nci sıradaki konumunu korudu. Türkiye'de nüfusun %15,9'u özel sağlık sigortası kullanırken, acil durum ve seyahat sigortaları hariç tutulduğunda bu oran %11,6 seviyesinde bulunuyor. Tamamlayıcı sağlık sigortaları ise sunduğu maliyet avantajı, özel hastanelere erişim kolaylığı ve artan sağlık bilinci sayesinde hızla yaygınlaşmaya devam ediyor. Türkiye, 2025 yılında dijital sağlık, tele-tıp uygulamaları, yapay zeka destekli görüntüleme ve kronik hastalık yönetimi gibi alanlarda OECD ülkeleriyle uyumlu bir dijitalleşme sürecini hızlandırmış durumda. Tüm bu gelişmeler bir arada değerlendirildiğinde, 2025 yılı Türkiye sağlık sektörü açısından hem mali yapının hem de hizmet sunumunun daha sürdürülebilir, daha şeffaf ve daha kaliteli bir yapıya kavuştuğu; güçlü büyüme potansiyelini koruyan ve yatırım açısından cazibesini artıran bir yıl olarak öne çıkıyor.

Özetle; sağlık sektörünün Türkiye'de uzun vadeli, yapısal ve destekleyici dinamiklerle büyümeye devam eden; regülasyonlarla güçlenen, sigorta ve dijitalleşme ile derinleşen ve altyapı yatırımlarıyla kapasitesini sürekli artıran son derece güçlü ve defansif bir konumda olması nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz. Önümüzdeki dönemde tamamlayıcı sağlık sigorta segmentinde büyüme eğiliminin devam etmesini bekliyoruz.



MLP Care

Türkiye Operasyonlarına Stratejik Odak Artıyor. MLP Care, Türkiye'nin lider özel hastane zinciri olarak dengeli ve sürdürülebilir büyüme stratejisiyle sağlık sektöründe güçlü konumunu pekiştirmeye devam ediyor. Şirket, son yıllarda benimsediği "asset light" büyüme modeli sayesinde düşük sermaye harcaması ve kontrollü işletme maliyetleriyle hastane yatırımlarını sürdürürken; yönetim danışmanlığı ve operasyonel yeniden yapılandırma adımlarıyla hastane portföyünü daha verimli bir yapıya kavuşturdu. Önümüzdeki dönemde yurt dışı operasyonlarını stratejik öncelik olmaktan çıkararak odağını Türkiye pazarına kaydırmayı planlayan MLP Care, 2026 yılının ilk çeyreğinde beş yıllık büyüme stratejisini yatırımcılarla paylaşmayı hedefliyor. Bu kapsamda, 2025 yılı içerisinde Bursa ve İstanbul'da olmak üzere iki yeni hastane açılışı planlanırken, takip eden yıllarda her yıl en az 1-2 adet, ortalama 200 yatak kapasiteli büyük ölçekli hastanenin portföye dahil edilmesi öngörülmüyor. Şirketin güçlü marka algısı, derin operasyonel bilgi birikimi, deneyimli yönetim kadrosu ve lisanslama süreçlerindeki uzmanlığı sayesinde ciro büyümesinin orta vadede de sürdürülebilir kalmasını bekliyoruz. Türkiye'de özel sağlık sigortası penetrasyonunun benzer ülkelere kıyasla halen düşük seviyelerde olması, sektör açısından önemli bir yapısal büyüme potansiyeline işaret ediyor. Türkiye Sigortalar Birliği'nin (TSB) Ekim ayı verilerine göre, toplam nüfusun %15,9'u özel sağlık sigortası kapsamında yer alırken; acil durum ve seyahat sigortaları hariç tutulduğunda bu oran %11,6'ya geriliyor. Bu görünüm, özellikle özel sağlık sigortası (ÖSS) ve tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) segmentlerinde önümüzdeki yıllarda güçlü bir büyüme alanı sunuyor. MLP Care, etkin gelir çeşitlendirme stratejisi sayesinde sigortalı hasta payını belirgin şekilde artırmayı başardı. 2016 yılında cironun %16'sını oluşturan özel sağlık sigortası segmentinin payı, 9A25 itibarıyla %49'a yükselirken; SGK payı aynı dönemde %39'dan %11'e geriledi. Bu dönüşümün, hem hacim hem de karlılık tarafında şirket performansını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, MLP Sağlık'ın 2025 yılını 54.772 milyon TL, 2026 yılını ise 73.395 milyon TL net satış geliri seviyesinde tamamlayacağını öngörüyoruz.

FAVÖK marjının %27,4 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025 yılında hayata geçirilen yasal düzenlemeler, sağlık sektöründe mali disiplin ve hizmet kalitesini birlikte hedefleyen yapısal bir dönüşüme işaret ediyor. Temmuz 2025'te yürürlüğe giren 7557 sayılı Kanun (Sağlıkla İlgili Bazı Kanunlarda ve 663 Sayılı KHK'da Değişiklik) kapsamında; hekimlerin aynı anda çalışabileceği kurum sayısının iki ile sınırlandırılması, özel hastanelerde 4/A kapsamında sigortalı çalışma zorunluluğu, elektronik onam uygulamasına geçiş ve sektöre lisans alma zorunluluğu getirilmesi öne çıkan başlıklar arasında yer alıyor. Lisansların bölgesel sağlık ihtiyaçları ve kapasite planlaması doğrultusunda verilecek olması, sektörde arz disiplini güçlendiren bir unsur olarak değerlendiriyoruz. Bu düzenlemelere rağmen MLP Care, güçlü hacim artışı, ortalama fiyatlardaki yükseliş ve etkin operasyonel maliyet yönetimi sayesinde 2025 yılının ilk dokuz ayında FAVÖK marjını 0,9 baz puan artırarak %26,7 seviyesine taşımayı başardı. 2025 yılı genelinde FAVÖK marjının %27,4 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Her ne kadar düzenlemelerin sektörde marjlar üzerinde baskı yaratması bekleniyor olsa da, MLP Care üzerindeki net etkinin sınırlı kalacağını öngörüyoruz. Öte yandan, şirketin yürüttüğü verimlilik çalışmaları, lisans alımlarıyla optimize edilen hastane portföyü, Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) ve Türk Tabipleri Birliği (TTB) katsayılarındaki sırasıyla %30 ve %16,1 oranındaki artışlar ile üniversite hastanelerinin yasal düzenleme gereği konsolidasyon kapsamı dışında kalması, marj görünümünü destekleyen unsurlar olarak öne çıkıyor. Bu doğrultuda, FAVÖK marjının 2026 yılında da %27,4 seviyelerinde korunmasını bekliyoruz.

544,6 TL olan hedef fiyatımızı 600 TL'ye yükseltiyor, AL yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz. MLP Care için 12 aylık hedef fiyatımızı; makro varsayımlarımızdaki güncellemeler, finansal modelimizde gerçekleştirdiğimiz revizyonlar ve İNA modelimizi ileri taşımamızın ardından 544,6 TL'den 600 TL'ye yükseltiyor, "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz. Ayrıca, MLP Care'ı model portföyümüze dahil ediyoruz. Şirketi; i) yeni hastane açılışları, satın almalar ve üniversite iş birlikleriyle genişleyen hasta tabanı ve dengeli gelir yapısı, ii) güçlü nakit yaratma kapasitesi, iii) ekonomik aktivitenin yavaşladığı dönemlerde dahi dayanıklılık sunan defansif iş modelinedeniyle beğenmeye devam ediyoruz. MLP Care hisseleri, 2026 tahminlerimize göre 8,6x F/K ve 4,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, mevcut seviyelerin orta vadeli büyüme potansiyelini yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	MPARK TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	544.60
Hedef Fiyat (TL/hisse)	600.00
Kapanış (TL/hisse)	382.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	57%
Piyasa Değeri (milyon TL)	72,967
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,702
Firma Değeri (milyon TL)	85,179
Sermaye (milyon TL)	191
Halka Açıklık Oranı (%)	41.73

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	54,772	73,395	91,743
Büyüme (%)	38%	34%	25%
FAVÖK	15,008	20,110	25,138
Büyüme (%)	47%	34%	25%
Net Kar	5,937	8,453	10,831
Büyüme (%)	14%	42%	28%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	27.4%	27.4%	27.4%
Net Kar Marjı	10.8%	11.5%	11.8%
Borçluluk			
Net Borç	13,039	14,898	10,937
Net Borç /FAVÖK	0.87	0.74	0.44
Değerleme Çarpanları			
F/K	12.3	8.6	6.7
FD/FAVÖK	5.7	4.2	3.4



Lokman Hekim

Yurt içindeki Olumlu Operasyonlara Ek Olarak Uluslararası Yatırım Arayışı Sürüyor. Türkiye’de sağlık hizmetlerine yönelik talep; demografik dönüşüm, kronik hastalıkların yaygınlaşması ve kamu sağlık sistemindeki kapasite baskıları nedeniyle konjonktürden bağımsız, yapısal bir büyüme patikasında ilerlemektedir. Bu talebin özel hastaneler açısından sürdürülebilir ciro ve karlılığa dönüşmesinde ise SUT fiyat mekanizması, TTB katsayıları ve tamamlayıcı/özel sağlık sigortalarının artan penetrasyonu birlikte çalışan tamamlayıcı unsurlar olarak öne çıkıyor. Lokman Hekim’in yatırım hikayesi, bu üçlü yapının yarattığı çerçevede yüksek hacim – erişilebilir fiyat – öngörülebilir gelir dengesine dayandığını düşünüyoruz. Ayrıca şirket, uluslararası yatırım fırsatlarını önümüzdeki dönemde değerlendirmeyi düşünüyor. Lokman Hekim, en son 21 Kasım’da Kırgızistan’ın başkenti Bişkek’te Lokman Hekim Medical Center ile ülke sağlık sisteminin kritik ihtiyacı olan kanser tanı ve tedavi süreçlerine katkı sağlamayı hedeflediği görüntüleme merkezini faaliyete açtı. Özellikle Onkolojik Tanı Ünitesiyle öne çıkan merkez erken teşhis ve etkin tedaviye erişimi kolaylaştırmayı amaçlıyor. Ülkedeki tek merkezi nükleer görüntüleme tesisi olması açısından dolayı sağlık turizmine katkı sağlamasını ve bölgede talebi artırmasını bekliyoruz. Öte yandan, Lokman Hekim yurt dışında Afrika, Avrupa, Asya, Orta Doğu ve Balkanlar da yatırım fırsatları yakından takip ediyor. Bu bölgelerde büyük hastane yatırımlarından ziyade yaşlı bakım türevi işletme yatırımları da düşünülmesi orta ve uzun vadede şirket açısından potansiyel bir hikaye oluşturduğunu düşünüyoruz.

Ekişehir Güneş Enerji Santrali (GES) Faaliyete Geçti. Lokman Hekim, grup maliyetleri içerisinde önemli paya sahip olan elektrik enerjisi giderlerini azaltarak karlılığı desteklemek amacıyla Ocak 2023’te aldığı Güneş Enerji Santrali (GES) yatırım kararını hayata geçirmiştir. Eskişehir Seyitgazi’de yaklaşık 270 bin m² büyüklüğündeki arazi üzerinde, 150 bin m² alana kurulu ve 11,2 MW kurulu güce sahip GES projesiyle yıllık yaklaşık 16,5 milyon kWh elektrik üretimi hedeflenmektedir. Ayrıca, uygun bağlantı kapasitesinin sağlanması durumunda yaklaşık 7 MW ilave kurulu güce sahip yeni bir yatırım yapılabilecek alan da bulunmaktadır. Söz konusu yatırımın 3–5 yıl arasında bir geri dönüş süresine sahip olması öngörülmektedir. Sağlık sektörünün yapısal olarak yüksek ve kesintisiz enerji ihtiyacı dikkate alındığında, GES yatırımının şirket açısından uzun vadeli maliyet yönetimi ve operasyonel dayanıklılık bakımından stratejik bir adım olduğunu düşünüyoruz. Elektrik fiyatlarındaki artışlar ve regülasyon kaynaklı maliyet baskıları karşısında, bu yatırımın FAVÖK marjı üzerinde koruyucu bir etki yaratmasını bekliyoruz.

Reel ciro büyümesinin sürmesini bekliyoruz. Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK), Mayıs 2024’te gerçekleştirdiği %50’lik tarife artışının ardından 2025 yılı içerisinde Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) fiyatlarında yeni bir artışa gitmemiştir. Uzun bir aranın ardından Aralık 2025’te yapılan yaklaşık %30’luk SUT artışının 1 Ocak 2026 itibarıyla yürürlüğe girmesi ve TTB katsayılarındaki %16,4’lük artışın 2026 yılı ciro performansına anlamlı katkı sağlamasını bekliyoruz. Bu çerçevede, Lokman Hekim’in 2026 yılında %10 reel büyüme ile 5.479 milyon TL net satış geliri, 1.208 milyon TL FAVÖK ve 208 milyon TL net kar açıklayacağını tahmin ediyoruz. 1 Temmuz 2026’da yürürlüğe girecek bordro sistemi nedeniyle FAVÖK marjının 0,7 puan gerileyerek %22,0 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

27,7 TL Hedef Fiyatımızı Koruyoruz. Lokman Hekim için 12 aylık hedef fiyatımızı, güncel makro varsayımlarımız ve modelimizde gerçekleştirdiğimiz revizyonlar sonrasında 27,7 TL olarak koruyoruz. Şirket için “AL” yönündeki tavsiyemizi sürdürmeye devam ediyoruz. Lokman Hekim hisseleri, 2026 tahminlerimize göre 19,5x F/K ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	27.7
Hedef Fiyat (TL/hisse)	27.7
Kapanış (TL/hisse)	18.75
Yükseliş Potansiyeli (%)	48%
Piyasa Değeri (milyon TL)	4,050
Piyasa Değeri (milyon USD)	94
Firma Değeri (milyon TL)	6,034
Sermaye (milyon TL)	216
Halka Açıklık Oranı (%)	71.44

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	4,089	5,479	6,903
Büyüme (%)	39%	34%	26%
FAVÖK	929	1,208	1,536
Büyüme (%)	40%	30%	27%
Net Kar	155	208	296
Büyüme (%)	-48%	34%	42%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	22.7%	22.0%	22.2%
Net Kar Marjı	3.8%	3.8%	4.3%
Borçluluk			
Net Borç	2,005	2,498	3,097
Net Borç /FAVÖK	2.16	2.07	2.02
Değerleme Çarpanları			
F/K	26.1	19.5	13.7
FD/FAVÖK	6.5	5.0	3.9



Perakende

2025 yılı perakende sektörü için belirgin şekilde sıkılaştan finansal koşulların tüketici davranışını yeniden şekillendirdiği bir dönem oldu. Yüksek reel faizler, fiyatların yapışkan seviyelerde kalması ve hanehalkı bütçesinde zorunlu kalemlerin ağırlığının artması, sektörün genelinde talebi baskıladı. Nominal ciro artışları enflasyonla şişmiş görünse de reel tarafta belirgin bir yavaşlama hissedildi. POS harcamaları kart kullanımındaki yapısal artış sayesinde güçlü kaldı ancak satın alma iştahı daha temkinli, fiyat duyarlılığı daha belirgin bir hâle geldi.

Gıda perakendesi 2025'te sektörün defansif kanadı olarak hacmi koruyan bir performans sergiledi. Zorunlu tüketim niteliği nedeniyle talep geri çekilmedi; ancak yoğun kampanya, özel marka ürünlerin payındaki artış ve lojistik-maliyet baskısı kârlılığı sınırladı. Marjlarda hafif bir normalleşme görülse de anlamlı bir rahatlama hissedilmedi. 2026 yılına girilirken gıda perakendesi tarafında dengeyi en çok asgari ücret artışının belirlemesi bekleniyor. Ücret artışları bir yandan hanehalkı harcamalarını destekleyerek satışları yukarı taşıırken, diğer yandan sektörün maliyet yapısı üzerinde baskı oluşturacak. Enflasyonun daha ılımlı bir patikaya girmesi halinde reel alım gücünde toparlanma görülebilir ve bu durum tüketici talebini yeniden canlandırabilir. Böyle bir ortamda 2026'nın özellikle ilk yarısında gıda talebi ve market satışları açısından daha destekleyici bir görünüm oluşması olası görünüyor. **Giyim perakendesi** 2025'te yalnızca talep daralmasıyla değil, üretim coğrafyasındaki sert kırılmalarla da karşı karşıya kaldı. Sepet değerleri fiyat artışlarının etkisiyle nominal olarak yükselse de adet satışlarındaki düşüş belirginleşti. Özellikle hazır giyim ertelenebilir bir kategori olduğu için tüketici yılın ilk yarısında harcamayı öteledi. Bu zayıf talep yapısı, markaların stok yönetimini zorlaştırdı. İskonto dönemleri uzadı, sezon geçişleri daha maliyetli hâle geldi ve pek çok firma hacim kaybını telafi etmek için marjlarını kısmak zorunda kaldı. Bu dönemin en çarpıcı gelişmelerinden biri, tekstil ve hazır giyim üretiminin artan maliyetler, yüksek işçilik giderleri ve sıkılaştan finansman koşulları nedeniyle Mısır başta olmak üzere daha ucuz ve teşvik avantajı sunan ülkelere kayması oldu. Mısır'ın serbest ticaret anlaşmaları, düşük işçilik maliyetleri, döviz bazlı teşvikleri ve ihracat sürecini kolaylaştıran lojistik yapısı, Türk üreticiler için cazip bir çıkış kapısı haline geldi.

2026 yılına baktığımızda tablonun daha dengeli olduğunu ancak ihtiyat gerektiren bir görünüm sunduğunu düşünüyoruz. Tüketici davranışlarının 2025'teki temkinli çizgiyi tamamen terk etmesini beklememekle birlikte, harcamalar daha çok zorunlu kalemlerde yoğunlaşmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Buna rağmen enflasyonun daha belirgin şekilde gerilemesi, bütçenin öngörülebilir hale gelmesi ve kredi kanallarının kademeli açılması, yılın ikinci yarısında giyim ve genel perakendede daha çok hissedilebileceği kanaatindeyiz. Ek olarak POS harcamalarının 2026 boyunca büyümeye devam etmesini, özellikle ikinci yarıda temassız ve taksitli harcamalarda yeni bir ivme görülebileceğini bekliyoruz.

Mavi için 2026 yılı, 2025'te yaşanan hacim durağanlığının yavaş yavaş kırıldığı, ancak büyümenin temkinli yönetilmesi gereken bir dönem olarak öne çıkıyor. Faiz indirimi ve tüketici güvenindeki iyileşme, genç ve şehirli kitlede giyim harcamalarını yeniden canlandırabilir. Yılın yarısında talep daha dengeli ve seçici olurken, ikinci yarı daha güçlü bir hacim katkısı beklenebilir.

Ebebek için 2026, anne ve bebek ürünleri zorunlu tüketim kategorisinde yer aldığı için hacim riski düşük, ancak marj yönetimi kritik olmaya devam edecek. 2026'nın ilk yarısında tüketici davranışı büyük bir değişim göstermeyeceğini düşünüyoruz. Buna rağmen doğum oranları, rutin ihtiyaç döngüsü ve sadakat temelli alışveriş yapısı şirketin hacmini korumaya yardımcı olacaktır. Yılın ikinci yarısında enflasyonun düşmesiyle birlikte orta ve üst segment ürünlere kayış, sepet değerini artırabilir. Özel marka ürünlerin payını artırmak, tedarik zinciri verimliliğini geliştirmek ve müşteri verisini daha etkin kullanmak, Ebebek'in 2026'da karlılığını kademeli olarak güçlendirmesini sağlayacak temel unsurlar olarak ön plana çıkması beklenebilir.

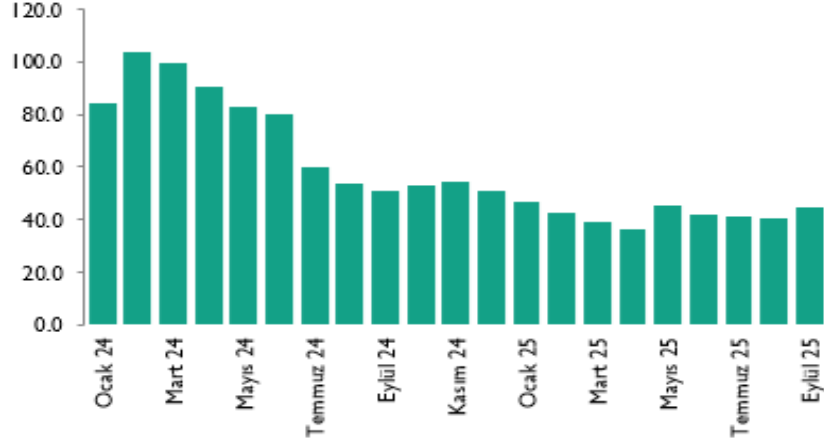
BIMAS için 2025 yılı, hacmin korunduğu ancak marj yönetiminin belirgin şekilde zorlaştığı bir dönem olarak kayda geçti. Zorunlu tüketim kategorisinin doğal dayanıklılığı sayesinde müşteri trafiği dramatik bir düşüş göstermese de, artan operasyonel maliyetler, yoğun promosyon rekabeti, özel markalı ürünlerdeki maliyet baskısı ve fiyat hassasiyetinin zirve yapması şirketin karlılığını sınırladı. 2025 boyunca BİM'in en güçlü tarafı, yaygın mağaza ağı ve yüksek stok devir hızı ile pazar payını koruması oldu. Ancak sepet büyüklüğündeki artış nominal kaldı ve reel büyüme oldukça sınırlı seyretti. Faiz indirimi döngüsünün kademeli olarak ilerlemesi, gıda perakendesini büyük bir hacim sıçramasına götürmeyecek olsa da, tüketici bütçesinin daha öngörülebilir hale gelmesiyle sepet değerlerinin reel olarak toparlanmasına imkan tanıyabilir. Enflasyonun daha kontrollü seyretilmesi marj baskısını hafifletecek, özellikle özel markalı ürünlerdeki maliyet yönetimi BİM'in brüt karlılığını 2025'e kıyasla daha istikrarlı bir zemine oturacağı kanaatindeyiz. Ek olarak, File Market tarafında oluşturulan büyüme hikayesinin 2026 yılında daha görünür hale gelerek güçlenmesini ve ivmesini kazanmasını bekliyoruz.

Son 12 aylık dönemde Mavi, BIMAS ve EBEK hisselerinin performansları incelendiğinde, BIST 100 endeksinin sırasıyla yaklaşık %10, %10 ve %20 oranında gerisinde kaldıkları görülmektedir.

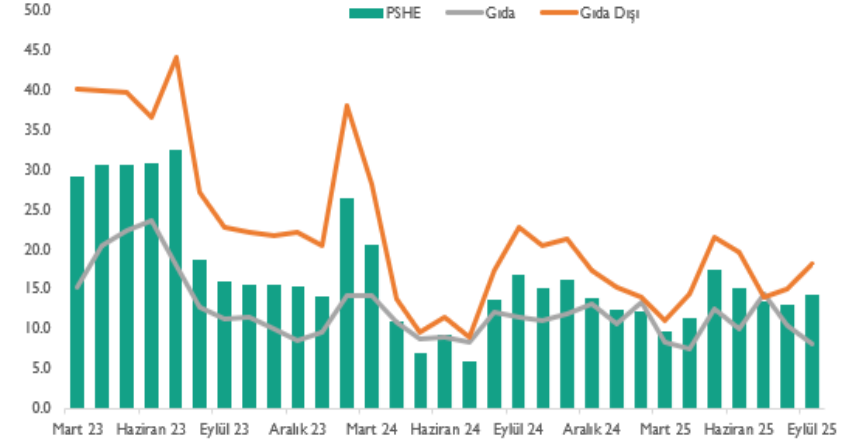


Grafikler

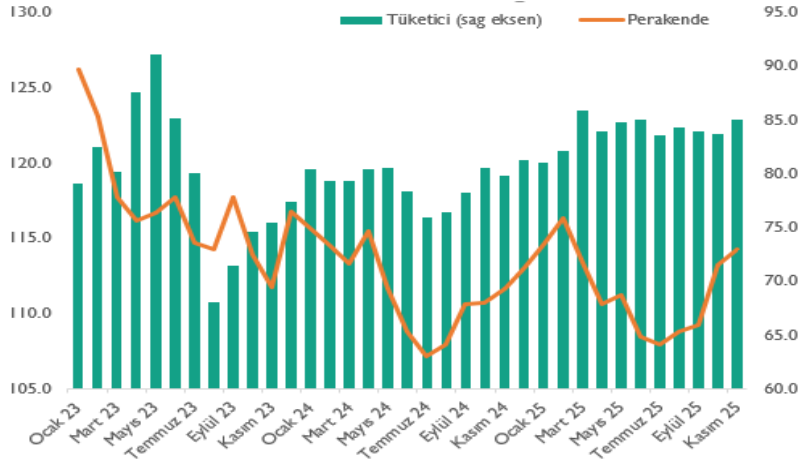
Grafik 35: Perakende Sektörü Reel Ciro Yıllık Değişim (%)



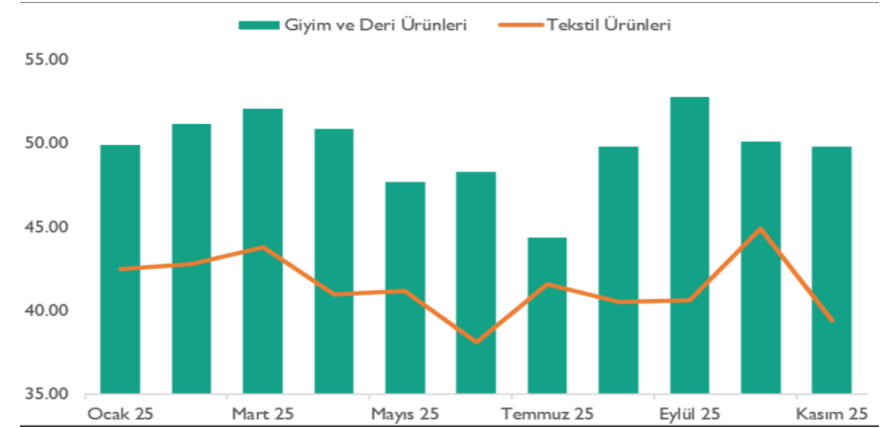
Grafik 36: Perakende Satış Hacim Endeksi (PSHE)



Grafik 37: Tüketici ve Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksleri



Grafik 38: ISO Türkiye Sektörel PMI



Ebebek Mağazacılık

Makro tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar ve projeksiyon dönemini bir takvim yılı ötelememiz nedeniyle, hedef fiyatımızda sınırlı bir güncelleme meydana geldi. Bu çerçevede hedef fiyatımızı 77 TL'den 79 TL'ye revize ediyor, “AL” önerimizi sürdürüyoruz ve şirketi model portföyümüze dahil ediyoruz.

Küresel ayak izi artıyor, operasyonel güçlenme sürüyor... EBEBK'nin güçlü mağazacılık ağını istikrarlı bir şekilde genişletme kabiliyetinin önümüzdeki dönemde de korunacağını öngörüyoruz. İngiltere'deki üç mağaza sayesinde global bilinirliğini artıran şirket, yurt dışı büyüme stratejisini yalnızca mevcut pazarlarda derinleşmekle sınırlamayıp yeni coğrafyalara açılarak çeşitlendirme kararlılığını da ortaya koyuyor. Bu kapsamda Kuzey Irak'ta Erbil, Süleymaniye ve Duhok şehirlerinde planlanan mağazalar bölgesel operasyonlara ivme katacak nitelikte olup, Erbil'deki ilk mağaza için sözleşme imzalanmış ve açılışın 1Ç26'da gerçekleşmesi bekleniyor. İngiltere ve Irak yatırımlarıyla paralel şekilde lojistik altyapının güçlendirilmesi de büyüme stratejisinin tamamlayıcı bir unsur olarak öne çıkıyor. Bunun yanında, Mothercare markasının Türkiye haklarının 10 yıllığına devralındığını duyurmuştu. Tamamlayıcı ve hediyeelik ürün gruplarında portföyü zenginleştirerek şirketin üst segmente erişimini güçlendirmekte ve orta vadede karlılığa olumlu katkı sağlayacak yeni bir büyüme kanalı olacağı kanaatindeyiz. Genele baktığımızda, yeni ülke pazarları, lojistik altyapı yatırımları ve markalaşma adımlarının bir araya gelerek EBEBK'nin ölçeklenebilir büyüme kapasitesini belirgin ölçüde güçlendirdiğini, bu çerçevenin 2030'da öngörülen 420 mağaza hedefine ulaşma yolunda sürdürülebilir ve tutarlı bir zemine işaret ettiğini değerlendiriyoruz. 2026 yıl sonunda ise şirketin mağaza sayısının 320'ye ulaşmasını öngörüyoruz.

Karlılık dinamiklerinde iyileşmeler bekliyoruz... Şirket'in maliyet yapısında baskıyı esas oluşturan kalem satışların maliyeti olarak öne çıkıyor. Dolayısıyla faaliyet karlılığındaki hareketliliğin temel belirleyicisi, tekstil kategorisinin toplam satışlar içindeki payıdır. 2025–2027 döneminde yatırım harcamalarının geçici olarak normal seviyelerin üzerinde seyredeceğini, sonrasında yeniden olağan banda döneceğini öngörüyoruz. Bu geçiş sürecinde, özellikle 2026–2027 yıllarında hem ürün karmasının etkisi hem de operasyonel verimliliğin güçlenmesiyle FAVÖK marjının yukarı yönlü destekleneceğini düşünüyoruz. Enflasyon muhasebesi kaynaklı dalgalanmaların zayıflaması da faaliyet karlılığına ek bir olumlu katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, FAVÖK marjının önümüzdeki yıllarda istikrarlı bir iyileşme patikası izleyerek 2027'de %14'ün üzerinde oluşmasını ve orta–uzun vadede ise sınırlı oynamalarla bu seviyelere yakın bir dengede kalmasını bekliyoruz.

2026 şirket yönetim beklentileri... Şirket yönetimi, yıl sonu ciro ve müşteri sayısı beklentilerinin önceki tahminlerle uyumlu seyrettiğini belirtirken; Ortadoğu pazarındaki Kuzey Irak yatırımının aslında daha geniş bir açılımın başlangıcı olduğunu, İngiltere'de ise potansiyel yeni yatırımlara yönelik araştırmaların sürdüğünü ancak henüz net bir karar bulunmadığını ifade etti. Yönetim, mağaza yatırımlarının planlandığı şekilde devam edeceğini, 2026'da ise dijital dönüşüm, yapay zekâ uygulamaları ve bunların doğal sonucu olan müşteri deneyimi iyileştirmelerine odaklanacaklarını vurguladı.

Riskler... i) Türkiye'de doğum sayısının ve doğurganlık oranının gerilemesi, ii) Yüksek enflasyon nedeniyle alım gücünün zayıflaması, özellikle zorunlu olmayan bebek ürünlerinde talebin baskılanması iii) İngiltere'deki büyüme planlarında yerel rekabet, tüketici alışkanlıkları ve kur oynaklığı, şirketin yurt dışı operasyonlarında ek riskler oluşturabilir.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	EBEBK TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	77.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	79.00
Kapanış (TL/hisse)	53.90
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (milyon TL)	8,624
Piyasa Değeri (milyon USD)	201
Firma Değeri (milyon TL)	9,255
Sermaye (milyon TL)	160
Halka Açıklık Oranı (%)	25.00

Tahminler, TLmn	2025 T	2026 T	2027 T
Net Satış Gelirleri	25,380	29,569	32,760
Büyüme (%)	39%	16.5%	10.8%
FAVÖK	3,387	4,302	4,754
Büyüme (%)	57%	27%	11%
Net Kar	144	291	443
Büyüme (%)	19%	102%	52%

Karlılık (%)

FAVÖK Marjı	13.3%	14.5%	14.5%
Net Kar Marjı	0.6%	1.0%	1.4%

Borçluluk

Net Borç	490	907	1,045
Net Borç /FAVÖK	0.14	0.21	0.22

Değerleme Çarpanları

F/K	59.9	29.6	19.5
FD/FAVÖK	2.7	2.2	2.0



Mavi Giyim

Makro varsayımlarımızda yaptığımız güncellemeler ve değerlendirme projeksiyonumuzu bir takvim yılı ileri taşımamızın etkisiyle hedef fiyatımızda sınırlı bir revizyona gittik. Bu kapsamda hedef fiyatımızı 53 TL'den 55 TL'ye yükseltirken, son dönemde hisse fiyatında görülen güçlü performansın yukarı yönlü getiri potansiyelini daraltması nedeniyle tavsiyemizi “AL”dan “TUT”a güncelliyoruz.

Zorlu iç talep koşulları altında Mavi'nin 2025 performansına baktığımızda... Mavi, 2025'in ilk dokuz ayında sıkı para politikası ve zayıflayan tüketici talebinin oluşturduğu baskıya rağmen operasyonel disiplinini koruyan bir görünüm sergilediğini ortaya koydu. Ekim 2025 sonu itibarıyla 3 yeni mağaza açılışıyla toplam mağaza sayısının 354'e, toplam satış alanının 193 bin m²'ye ve ortalama mağaza büyüklüğünün 544 m²'ye ulaşması, şirketin ölçek tarafında büyümeyi sürdürdüğünü gösteriyor. Bununla birlikte, şirketin son çeyrek finansallarında bire bir mağazalarda TL bazlı satışların %3,2, adet satışlarının %2,3 gerilemesi ve işlem adedindeki %5,3'lük düşüş, iç talepteki zayıflığın halen hissedildiğine işaret ediyor. Sepet büyüklüğündeki %2,2'lik artışın ise fiyatlama gücü ve ürün karmasıyla bu baskının kısmen dengelendiğini değerlendiriyoruz. Çeyrek genelinde toplam perakende satış adetinin %1 artışla pozitif bölgede kalması ve yıl içinde birim adetlerde gözlenen toparlanma sinyalleri, talebin tamamen kaybolmadığını; müşteri trafiği zayıflasa bile markanın çekiciliğini koruduğunu düşündürüyor. Yılın ilk dokuz ayında bire bir mağaza satışlarında TL bazında %8,2, adet bazında %4,7 daralma görülmesine karşın, Türkiye perakende pazarındaki yaklaşık %2'lik hacim küçülmesine kıyasla Mavi'nin görece daha dirençli bir performans sergilediğini değerlendiriyoruz. Güçlü nakit pozisyonu, yaygın mağaza ağı ve uluslararası kanallardaki büyüme ivmesi sayesinde şirketin mevcut konjonktürde dahi orta vadeli büyüme hikayesini korumasını bekliyoruz.

2026'ya dair resimde Mavi için temkinli ama umutlu bir çerçeve görüyoruz... Şirket yönetimi, 2025 beklentilerinde revizyona gitmezken, TMS29 etkisiyle satışlarda sınırlı gerileme ve yaklaşık %18 FAVÖK marjı hedefini koruyor. Bu çerçevede Türkiye'de 10 net mağaza açılışı, 12 mağazada metrekare artışı ve Kuzey Amerika'da 8 yeni mağaza ile satış alanının büyütülmesi planlanırken, yatırım harcamalarının da konsolide gelirin yaklaşık %6'sı seviyesinde tutulması öngörülüyor. Öte yandan, olağanüstü sıcak hava koşulları ve yüksek indirim oranlarına rağmen yılın son çeyreğine ilişkin veriler talebin güçlü seyrettiğine işaret ediyor; Kasım ayında Türkiye perakende satışlarında %27, online kanalda %20 büyüme ve Aralık ayının ilk haftasında %31'lik artış, 4Ç25'te iç talepte belirgin bir canlılık olduğunu gösteriyor. Buna ek olarak, dezenflasyon sürecinin devamıyla kredi kartı komisyonları ve kira giderlerinden kaynaklanan maliyet baskısının kademeli olarak hafiflemesini ve bu iyileşmenin önümüzdeki dönemde net kârlılığı desteklemesini bekliyoruz.

Bizim açımızdan 2026'ya bakacak olursak... Türkiye'de reel gelirlerde olası toparlanma ve para politikasında sınırlı bir gevşemenin etkisiyle Mavi'nin yeniden reel büyüme patikasına dönebileceği bir yıl olarak öne çıkabileceğini, sektör ortalamasının üzerinde karlılık yakalayabileceğini düşünüyoruz. Uluslararası tarafta özellikle Kuzey Amerika ve online kanalların çift haneli büyüme potansiyelini korumasını beklerken, genel çerçevede karlılıkta 2025'te yakalanan seviyelerin büyük ölçüde korunabildiği, ciro büyümesinin ise iç talep dinamiklerinin hızına bağlı olarak kademeli şekilde ivmelendiği bir 2026 görünümü öngörüyoruz.

Riskler: i) reel gelir toparlanmasının gecikmesine bağlı olarak iç talepte zayıflığın uzaması ii) çekirdek enflasyon ve faizlerin yüksek seyretmesi nedeniyle tüketim ve finansman koşullarının baskı altında kalması iii) sektörde artan indirim rekabetinin marjlar üzerinde oluşturabileceği baskı, iv) kur oynaklığına bağlı maliyet geçişkenliği ve Kuzey Amerika ile online kanallarda beklenen büyümenin ivme kaybetmesi olarak sıralıyoruz.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	MAVI TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	53.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	55.00
Kapanış (TL/hisse)	42.72
Yükseliş Potansiyeli (%)	29%
Piyasa Değeri (milyon TL)	33,942
Piyasa Değeri (milyon USD)	792
Firma Değeri (milyon TL)	31.873
Sermaye (milyon TL)	795
Halka Açıklık Oranı (%)	73.00

Tahminler, TLmn	2025 T	2026 T	2027 T
Net Satış Gelirleri	48,140	56,927	69,149
Büyüme (%)	25%	18.3%	21.5%
FAVÖK	8,776	10,472	12,770
Büyüme (%)	25%	19%	22%
Net Kar	2,778	3,480	4,395
Büyüme (%)	8%	25%	26%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	18.2%	18.4%	18.5%
Net Kar Marjı	5.8%	6.1%	6.4%

Borçluluk			
Net Borç	-4,641	-7,295	-8,475
Net Borç /FAVÖK	-0.53	-0.70	-0.66

Değerleme Çarpanları			
F/K	12.2	9.8	7.7
FD/FAVÖK	3.6	3.0	2.5



Bim Birleşik Mağazalar

BIMAS için 12 aylık 813 TL hedef fiyatımızı ve “AL” yönündeki tavsiyemizi koruyor; defansif iş modeli nedeniyle hisseyi 2026 yılı model portföyümüze dahil ediyoruz.

Şirket'in yeni yılda defansif yapısını korumasını bekliyoruz... Düşük maliyetli iş modeli ve mağaza verimliliği sayesinde BİM'in sektörde muhafazakar ama dayanıklı kalan şirketlerden biri olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. 2025 yılında mağaza trafik performansının geçmiş yıllara kıyasla daha zayıf seyretmesi ve yeni mağaza açılış hızında görülen yavaşlama, reel büyümeyi sınırlayan temel unsurlar olarak öne çıktı. Bu çerçevede büyüme, ağırlıklı olarak fiyatlama ve mevcut mağazaların performansına dayandı. Mevcut konjonktür ve makro gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, 2026'da trafik görünümünde ve marjlarda kademeli bir toparlanma potansiyelin oluşabileceğini düşünüyoruz.

BİM için 2026'ya bakarken tabloyu sadeleştirmek gerekiyor... Şirket açısından yılın ana hikayesi büyüme yolculuğu olmaya devam edecek. Klasik indirim market modeli korunurken, FILE süpermarket formatı artık tamamlayıcı değil, ikinci bir büyüme ayağına dönüşüyor. Daha geniş mağaza yapısı ve farklı müşteri segmenti sayesinde FILE, BİM'in uzun vadeli büyüme alanını genişletirken aynı zamanda online market ve teslimat tarafı için de altyapı oluşturuyor. Enflasyonun daha düşük seyredeceği bir ortamda fiyat artışlarıyla büyümenin daha dengeli hale gelebileceğini düşünüyoruz. Bu noktada BİM'in özel markalı ürün yapısı hem rekabetçi fiyat algısını hem de marj dengesini korumada kritik rol oynayacağı kanaatindeyiz.

Karlılık tarafında 2026'yı şekillendirecek başlıkların daha netleştiğini görüyoruz. Asgari ücret artışı ciroyu desteklerken maliyet tarafında baskı oluşturması beklenebilir. Bu sebeple operasyonel verimlilik, sıkı gider kontrolü ve ürün karması yönetimi her zamankinden daha kritik hale geleceğini belirtelim. Enflasyonun daha öngörülebilir bir patikaya oturmasıyla birlikte, fiyatlama davranışlarının normalleşmesini ve LFL (birebir mağaza satış performansı) tarafında daha güçlü ve sağlıklı bir gerçekleşme öngörüyoruz. Diğer yandan, FILE'nin daha ayrılmış ve ölçeklenebilir bir yapıya kavuşması, tüketici nezdinde görünürlük açısından önemli bir katalizör olarak öne çıkacaktır. BİM'in düşük borçluluk seviyesi, sınırlı kur ve faiz hassasiyeti ile iç kaynakla büyüme alışkanlığının, belirsizliğin etkisini azaltsa da devam edeceği 2026 yılında şirketi sektörde daha dayanıklı bir konuma taşıyacağını ve pazar payı kazanımını desteklemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

Beklentilerimiz: Şirket, enflasyon muhasebesi dahil rakamlar ile 2025 için %8 (+/-2) ciro büyümesi, %5 (+/-0,5) FAVÖK marjı ve ciroya oranla %3,5–4 yatırım harcaması öngörüsünü muhafaza ederken; enflasyon muhasebesi hariç rakamlar ile %45 (+/-5) ciro büyümesi ve %7,5 (+/-0,5) FAVÖK marjı beklentisini de değiştirmedir. Dokuz aylık gerçekleştirmeler, enflasyon muhasebesi sonrası %5 ciro büyümesi ve %5,7 FAVÖK marjına, enflasyon muhasebesi öncesinde ise %43 ciro büyümesi ve %7,6 FAVÖK marjına işaret ederek yıl sonu hedefleriyle genel olarak uyumlu bir görünüm sundu. Kuveyt Türk Yatırım olarak biz de bu çerçevede 2025 yılı için 691.114 milyon TL ciro (yıllık +%33), 46.995 milyon TL FAVÖK (yıllık +%77) ve 20.083 milyon TL net kar (yıllık +%5) beklentilerimizi koruyoruz. Şirket'in 2025 yıl sonu Net Borç/FAVÖK oranının 0.83x seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Gelecek yıllarda Net Borç/FAVÖK rasyosunda kademeli azalışın devam etmesini öngörüyoruz.

Riskler: i) beklentilerin sınırlı üzerinde açıklanan asgari ücret ve genel ücret artışlarının personel giderlerini yukarı çekerek marjları baskılaması, ii) TL'de oynaklık ve kur geçişkenliği nedeniyle ürün maliyetlerinde ani sıçramalar, iii) indirim market segmentinde rekabetin sertleşmesiyle fiyat kırma ve brüt kar marjında oluşabilecek erozyon

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	BIMAS TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	813.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	813.00
Kapanış (TL/hisse)	543.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	50%
Piyasa Değeri (milyon TL)	325,800
Piyasa Değeri (milyon USD)	7,598
Firma Değeri (milyon TL)	355,621
Sermaye (milyon TL)	600
Halka Açıklık Oranı (%)	68.00

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	691,114	794,650	913,696
Büyüme (%)	33%	15.0%	15.0%
FAVÖK	46,995	63,572	73,095
Büyüme (%)	77%	35%	15%
Net Kar	20,083	30,673	35,542
Büyüme (%)	5%	53%	16%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	6.8%	8.0%	8.0%
Net Kar Marjı	2.9%	3.9%	3.9%
Borçluluk			
Net Borç	39,006	49,586	57,745
Net Borç /FAVÖK	0.83	0.78	0.79
Değerleme Çarpanları			
F/K	16.2	10.6	9.2
FD/FAVÖK	7.6	5.6	4.9



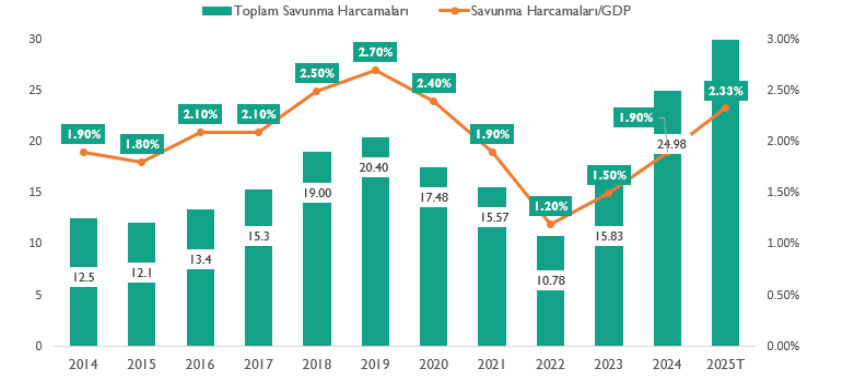
Savunma

2025 yılı, küresel ekonomide yavaşlama sinyalleri ve jeopolitik belirsizliklerin yoğunlaştığı bir dönem olmasına rağmen, Türkiye savunma sanayii bu genel görünümünden belirgin biçimde pozitif ayrıştı. Sektör, son yıllarda artan bütçe payı, genişleyen proje portföyü ve yüksek ihracat ivmesinin sağladığı güçlü zeminle 2025'e girerken, SIPRI verilerine göre 2024'te savunma harcamalarının yaklaşık 25 milyar ABD dolarına ulaşması ve GSYH'nin %1,9'una denk gelmesiyle NATO standartlarına önemli ölçüde yakınsadı. Aynı dönemde savunma ve havacılık ihracatının 7,1-7,2 milyar dolar seviyesine yükselerek yıllık bazda %29 artış göstermesi, Türkiye'yi küresel silah ihracatçıları arasında ilk 11'e taşıırken, 170'in üzerinde ülkeye yayılan satış ağı sektörün ölçeğini ve çeşitliliğini pekiştirdi. 2025'in ilk üç çeyreğinde ihracatın 6-6,7 milyar dolar bandına ulaşması ve yıllık bazda %30-40 aralığında büyümenin sürmesiyle birlikte, 11 ayda 8,5 milyar doları aşan hacim tarihi bir performansa işaret etti. Bu başarının arkasında yalnızca teslimat artışı değil, ürün kompozisyonunda yaşanan niteliksel dönüşüm belirleyici oldu. Türkiye genel ihracatında kilogram başına değer ortalama 1,5 dolar seviyesindeyken, savunma ve havacılıkta bu rakamın 67 dolara yükselmesi ve bazı stratejik alt sistemlerde 50 bin dolara kadar çıkması, sektörün yüksek katma değerli ve teknoloji yoğun yapısını net biçimde ortaya koydu. 100 milyar doların üzerindeki proje portföyü, %70-80 bandına yükselen yerlilik oranı ve platformdan radara, elektro-optikten mühimmata, İHA/SİHA'dan hava savunma ve siber güvenliğe uzanan geniş ürün gamının eş zamanlı olgunlaşması, büyümeyi desteklerken; 2025'te Baykar'ın Piaggio Aerospace satın alımı, Leonardo ile insansız sistemler alanındaki işbirliği arayışları ve Endonezya ile imzalanan kapsamlı platform ihracat anlaşmaları, Türkiye'nin sadece alt sistem değil, büyük ölçekli platform ihracatçısı kimliğini de güçlendirdi.

2026'ya yönelik görünümde savunma sanayi için destekleyici koşulların korunacağını düşünüyoruz... küresel güvenlik mimarisindeki kırılganlıkların kalıcı hale gelmesi ve NATO ülkelerinde savunma harcamalarına yönelik artan siyasi ve stratejik baskı, sektör için destekleyici zeminin korunacağını düşünüyoruz. 2024'te 7,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen savunma ihracatının orta vadede 10 milyar dolar eşiğine taşınmasına yönelik resmi hedef, 2025'te yakalanan güçlü ivme dikkate alındığında gerçekçi ve ulaşılabilir görünüyor. Finansal cephede ise sektörün büyüme hikayesinin makroekonomik dalgalanmalardan görece ayrışarak kendi iç dinamikleriyle beslenen, daha öngörülebilir bir patikaya oturduğu görülüyor. Sektör liderlerinin bilançolarında biriken güçlü sipariş stokları, özellikle **ASELSAN'ın** 17,9 milyar dolara ulaşan tarihi sipariş bakiyesi, önümüzdeki 4-5 yıla yayılan gelir görünürlüğünü yüksek seviyede sabitliyor. Buna ek olarak, 2026 yılı için ayrılan yaklaşık 1,2 trilyon TL'lik merkezi savunma bütçesi, sektör için güçlü bir nakit akışı çipası oluşturarak yatırım, proje ve teşvik adımlarının sürekliliğini desteklediğini söyleyebiliriz.

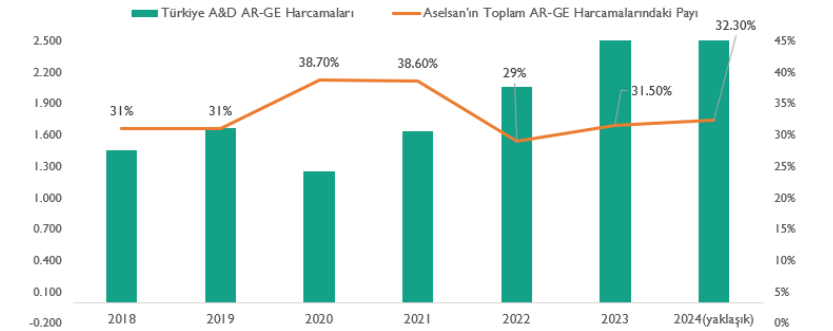
2026 görünümünde tabloyu şekillendiren ana unsurun iç dinamiklerin yanı sıra dışsal faktörlerin de etkili olmasını bekliyoruz. Küresel güvenlik mimarisinin sertleştiği bu dönemde, Hollanda'nın Lahey kentinde alınan ve savunma harcamalarının GSYH'nin %5'i seviyesine çıkarılmasını öngören karar, sektör açısından talep tarafını büyüten yapısal bir dönüm noktası niteliği taşıyor. Bu çerçevede 2026 yılı temmuz ayında Ankara'da düzenlenecek NATO Zirvesi, Türkiye'nin savunma sanayinde ulaştığı endüstriyel ve teknolojik kapasiteyi yalnızca askeri değil, diplomatik bir kaldıraç olarak da sergileyebileceği güçlü bir vitrin işlevi görebilir. Öte yandan son dönemde gündeme gelen S-400 sistemlerinin akıbeti ve F-35 programına yeniden dahil olma ihtimali, sektör için oyunun kurallarını değiştirebilecek en kritik belirsizlik alanı olarak öne çıkıyor. Buradan gelebilecek olumlu mesajlar savunma sanayi sektöründe olumlu etkinin devamı için oldukça önemli. Diğer yandan, CAATSA kaynaklı kısıtların gevşetilmesi ya da aşılması yönünde atılabilecek olası adımlar, Batı menşeli ileri teknolojilere erişimi yeniden mümkün kılarak savunma sanayiinin ölçek, çarpan ve ihracat potansiyelini yukarı yönlü revize ettirebilecek bir katalizör niteliği taşıdığını düşünüyoruz.

Grafik 8: Askeri Harcamalar (milyar EUR) (2014-2025T)- Türkiye



Kaynak: SIPRI, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 9: Aselsan'ın Türkiye Havacılık ve Savunma Sektörü AR-GE Harcamalarındaki Payı (2018-2024)



Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Aselsan

2025 yılı boyunca güçlü seyreden sipariş alımı ve bakiye sipariş görünürlüğünün 2026'ya taşınmasını beklememiz nedeniyle ASELSAN için 12 aylık 270 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. Ancak son dönemde hissede yaşanan hızlı fiyatlamaya sonrası, mevcut seviyelerde hedef fiyata olan yukarı yönlü getiri marjının daraldığını değerlendiriyoruz. Bu çerçevede “AL” olan tavsiyemizi “TUT” seviyesine revize ederken, sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle hisseyi model portföyümüzden çıkarıyoruz. Şirket, Model Portföyümüzün kuruluş tarihi olan 16 Aralık 2024'ten bu yana yaklaşık nominal %239 getiri sağladı.

2026'ya güçlü sipariş görünürlüğü ve dayanıklı büyüme profili ile giriliyor... ASELSAN'da 2026 yılına ilişkin görünümü değerlendirirken, resmin merkezinde güçlü sipariş görünürlüğü ve bu görünürlüğü destekleyen kapasite yatırımlarının yer aldığını düşünüyoruz. Son yıllarda istikrarlı biçimde artan bakiye sipariş portföyü, şirketin 2026'ya yüksek bir gelir taşıma kapasitesiyle girmesini sağlarken; baz senaryomuzda ciro büyümesinin ivmesini koruduğu, marjların ise ölçek ekonomisi ve ürün karmasındaki iyileşme sayesinde görece dayanıklı kaldığı bir yapı öne çıkıyor. Savunma elektroniği, radar ve ihracat ağırlıklı projelerin payındaki artış karlılığı destekleyen temel katalistler arasında yer alırken, devam eden yatırım döngüsünün kısa vadede serbest nakit akışı üzerinde oluşturabileceği baskının, mevcut sipariş defteri ve teslimat takvimi sayesinde yönetilebilir seviyede kaldığını değerlendiriyoruz. Bu çerçevede ASELSAN'ı, 2026'ya giderken yüksek görünürlüklü büyüme profiline ve yatırım kaynaklı geçici baskıları absorbe edebilecek finansal esnekliğe sahip bir şirket olarak konumlandırıyoruz.

Şirketin Ar-Ge yatırımlarının artmaya devam etmesini bekliyoruz. ASELSAN, yürüttüğü Ar-Ge proje sayısı itibarıyla Türkiye'de lider konumunu korurken, ilgili dönemde Ar-Ge harcamalarını yıllık bazda yaklaşık %40 artırarak 925 milyon USD seviyesine taşıdı. Ar-Ge faaliyetlerine paralel olarak, seri üretim altyapısının güçlendirilmesine yönelik sabit yatırım harcamaları da bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yaklaşık iki katına çıkarak 200 milyon USD seviyesine ulaştı. Bu yatırım kompozisyonu, ASELSAN'ın teknoloji geliştirme kabiliyetlerini derinleştirirken, ölçeklenebilir üretim yetkinliklerini de kalıcı biçimde güçlendiriyor. Önümüzdeki dönemde, özellikle Çelik Kubbe bileşenlerinin üretimine yönelik ilave kapasite artışı sağlayacak yatırımların devreye alınmasıyla birlikte, şirketin hem savunma sanayi ekosistemindeki stratejik konumunun hem de küresel ölçekteki rekabet gücünün daha da pekişmesini bekliyoruz.

2026'da stratejik projelerin ağırlığının arttığı bir döneme giriliyor... Yönetimin de vurguladığı üzere, yeni yatırımlar ile altyapı ve fiziki kapasite önemli ölçüde genişlemiş durumda ve bu genişleme 2026'da 100'ün üzerinde sistem teslimatı hedefiyle teslimat tarafına net biçimde yansıyor. Bu kapasite artışının arkasında, Çelik Kubbe gibi “sistemler sistemi” mimarilerde entegrasyonu mümkün kılan komuta-kontrol yazılımları ve çok katmanlı hava savunma modernizasyonunda ASELSAN'ın üstlendiği kritik rolün yanı sıra; üretim altyapısını büyütecek Oğulbey Teknoloji Üssü yatırımı ve proje bazlı teşvik kapsamında hayata geçirilen stratejik tesis yatırımları yer alıyor. Mevcut bakiye sipariş portföyü, teslimat döngüsü uzun ve stratejik nitelikteki projeler sayesinde önümüzdeki 4-5 yılı güvence altına alan güçlü bir iş yükü oluştururken, bu görünürlük şirketin daha büyük ölçekli yatırımlara yönelmesini ve ihracat odaklı sözleşme kazanımlarını sürdürmesini mümkün kılıyor. Bu çerçevede 2026 beklentimize bakacak olursak artan teslimat temposu, yüksek sipariş birikiminin beslediği yatırım iştahı ve entegre hava savunma, radar, elektronik harp ve komuta-kontrol ekseninde stratejik projelerin ağırlığının yükseldiği bir büyüme kompozisyonu olarak şekillendiriyoruz.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	TUT
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	270.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	270.00
Kapanış (TL/hisse)	230.20
Yükseliş Potansiyeli (%)	17%
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,049,712
Piyasa Değeri (milyon USD)	24,480
Firma Değeri (milyon TL)	1,073,481
Sermaye (milyon TL)	4,560
Halka Açıklık Oranı (%)	26.00

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	170,369	237,393	322,093
Büyüme (%)	41.7%	39.3%	35.7%
FAVÖK	43,380	61,970	86,312
Büyüme (%)	43%	43%	39%
Net Kar	22,700	34,680	47,665
Büyüme (%)	48%	53%	37%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	25.5%	26.1%	26.8%
Net Kar Marjı	13.3%	14.6%	14.8%

Borçluluk			
Net Borç	26,000	40,900	58,692
Net Borç /FAVÖK	0.60	0.66	0.68

Değerleme Çarpanları			
F/K	46.2	30.3	22.0
FD/FAVÖK	24.8	17.3	12.4



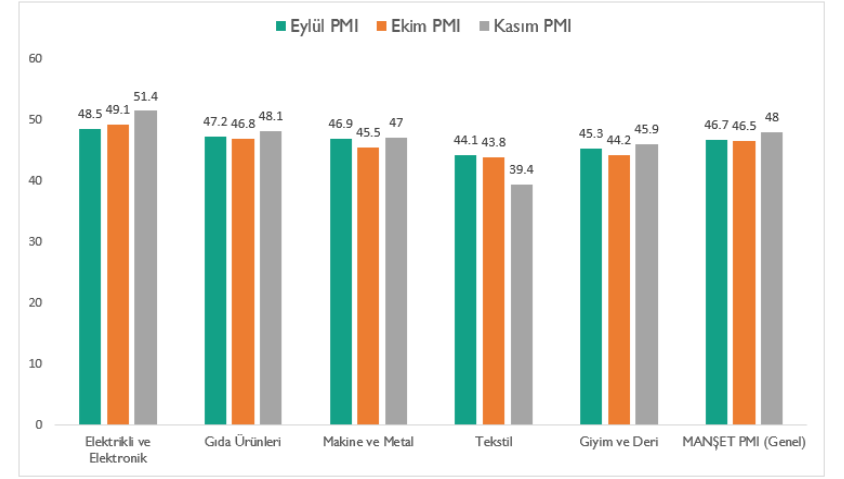
Sanayi

2025'te sanayi sektörü, büyümenin tamamen durmadığı ama ivmenin de belirgin şekilde zayıfladığı bir denge arayışı içinde ilerledi. Yılın ortasında %5–8 arası yıllık artışlarla güçlenen sanayi üretimi, son çeyreği geride bırakırken hem aylık hem yıllık bazda hız kaybetti. Eylül'de üretim %2,2 daralırken yıllık artış %2,9'a geriledi. İmalat PMI'nın 20 aydır 50 eşik değerinin altında kalması, firmaların kapasite kullanımını temkinli yönettiğini ve genişlemeye yönelik iştahın sınırlı olduğunu gösterdi. Buna rağmen ihracat tarafı sürükleyici güç oldu. Orta ve yüksek teknoloji ürünlerinde artışlar sayesinde Eylül ihracatı 22,6 milyar dolarla tarihi zirveye ulaştı. Kapasite kullanımının yıl boyu %74 civarında seyretmesi ise sektörün ne aşırı ısındığını ne de sert bir daralma yaşadığını gösterirken, daha çok ihtiyatlı bir çalışma temposuna sıkıştığını ortaya koydu. Sanayi cephesinden gelen değerlendirmeler doğrultusunda, 2026 yılında küresel finansal koşullarda görece bir yumuşama ve emtia fiyatlarındaki dengelenmenin, makro görünüm açısından daha destekleyici bir zemin oluşturmasını bekliyoruz. Enflasyonla mücadelede kazanımların korunması ve reform gündeminin öne çıkması halinde, yatırım ortamında güvenin artabileceğini ve sanayi tarafında öngörülebilirliğin güçlenebileceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, enflasyonda beklenen iyileşmeye paralel olarak para politikasında daha esnek bir alan oluşmasını ve finansmana erişim koşullarında kademeli bir normalleşme yaşanmasını bekliyoruz. **Ek olarak, enflasyon muhasebesinin kaldırılması durumunda, sanayi şirketlerinin finansallarının 2026 yılında piyasaya kıyasla pozitif ayrışmasını bekliyoruz.**

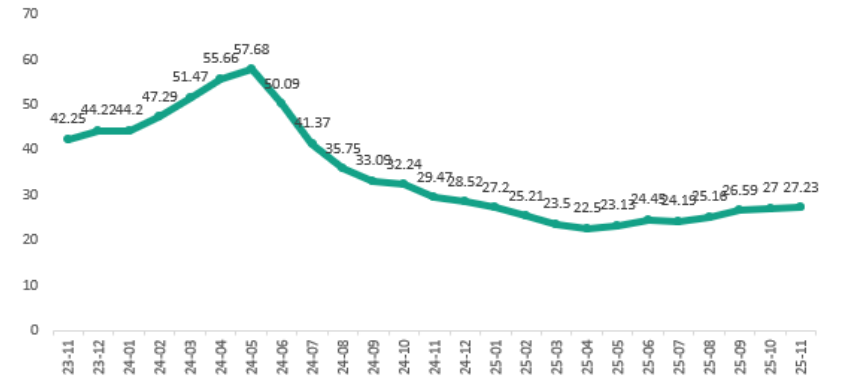
Ağır sanayi sektörüne bakacak olursak, 2025 yılı genel sanayideki yavaşlamanın daha sert ve daha kırılgan yansımalarıyla geçtiğini görüyoruz. Demir–çelik, çimento, cam ve temel kimya gibi sermaye yoğun alanlarda yüksek faiz ve zayıf iç talep kapasite kullanımını aşağı çekerken, enerji ve hammadde maliyetlerindeki dalgalanmalar bazı şirketlerin karlılık rakamları üzerinde belirgin baskı oluşturdu. İnşaat ve altyapı yatırımlarındaki temposuzluk iç pazar odaklı üreticileri zorlarken, ihracatçı büyük oyuncuların bu süreçte daha pozitif performans gösterdiğini görüyoruz. Ancak Avrupa sanayisindeki durgunluk ve karbon düzenlemelerinin maliyet artırıcı etkisi rekabet alanını daralttı. Bu koşullar altında borçluluğu yüksek, modernizasyonu gecikmiş tesislerde yıl adeta “nakit akışını koruma” dönemine dönüşürken, ölçek ve verimlilik avantajına sahip firmalar daha seçici ama gerçek fırsatlar barındıran bir zeminde konumlandı. 2026'ya bakarken faiz indirimlerinin hız kazanacağı varsayımı, finansman yükünün kademeli hafiflemesiyle ağır sanayide temkinli bir toparlanmanın kapısını aralayabileceğini; ancak iç talebe bağımlı, yüksek emisyonlu ve dönüşüm yatırımları ertelenmiş kapasitelere sahip oyuncular için marj baskısı ve yeniden yapılanma riskinin gündemde kalacağı da göz ardı edilmemeli.

GLRMK özelinde bakıldığında, 2025 yılı şirketin faaliyet yapısı ve risk yönetimi açısından sektöre kıyasla daha dengeli ve istikrarlı bir görünüm sunduğu bir dönem oldu. Raylı sistemler, metro, tünel ve altyapı projelerinde Türkiye, Orta Doğu ve özellikle Polonya başta olmak üzere Avrupa'daki güçlü coğrafi yayılımın sürmesi; sözleşmelerin ağırlıklı olarak euro ve kısmen Polonya zlotisi bazlı olması, şirketi iç talep ve TL oynaklığından belirgin biçimde ayırtırdı. Yıl boyunca alınan yeni demiryolu ve metro projeleri bakiye siparişlere uzun vadeli görünürlük kazandırırken, lojistik ve saha yönetimindeki operasyonel disiplin şirketin güvenilir EPC oyuncusu konumunu pekiştirdi. 2025'te İngiltere merkezli güneş ve enerji depolama yatırımlarının devreye alınması ise Gülermak'ın döngüsel altyapı faaliyetlerinin ötesine geçerek, daha istikrarlı ve döviz bazlı nakit akışı oluşturabilecek ikinci bir stratejik eksen oluşturduğunu gösteriyor. 2026 görünümünde bakiye sipariş hacmindeki artış eğiliminin korunmasını, Avrupa ve Orta Doğu kaynaklı yeni ihalelerle portföy görünürlüğünün güçlenmesini bekliyoruz. Bu çerçevede bakiye siparişler/hasılat oranının 2026'da yaklaşık %24 seviyesinde seyretmesini, güçlü talep ve genişleyen faaliyet coğrafyası sayesinde hasılatla reel büyümenin devam etmesini öngörüyoruz. Maliyet tarafında ise tedarik zincirindeki normalleşme, yüksek operasyonel know-how ve döviz bazlı proje yapısının katkısıyla kademeli bir iyileşme bekliyoruz.

Grafik 5: ISO Sektörel PMI Verileri



Grafik 6: Yİ-UFE Yıllık Değişim Oranları (Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre)

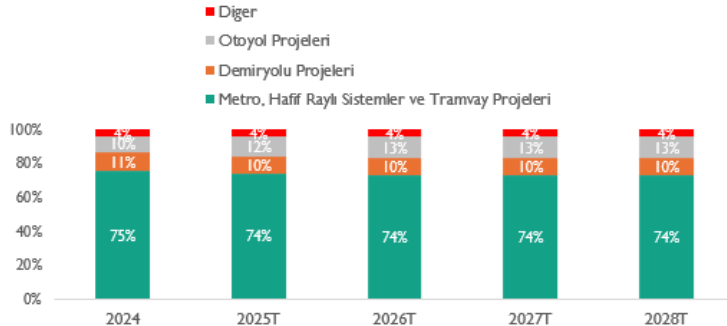


Gülermak Ağır Sanayi

2025 yılı boyunca güçlü sözleşme kazanımları ve yurtdışı projelerde artan görünürlük sayesinde Gülermak için “AL” yönündeki tavsiyemizi koruyoruz. Bununla birlikte, makro varsayımlarımızda yaptığımız güncellemeler ve değerlendirme projeksiyonumuzu bir takvim yılı ileri taşımamızın doğal etkisiyle hedef fiyatımızda sınırlı bir aşağı yönlü revizyona gittik. Bu çerçevede, 12 aylık hedef fiyatımızı 263 TL’den 262 TL’ye revize ediyoruz.

2025 yılında Gülermak açısından öne çıkan ana senaryo, güçlü iş alma performansı ve Doğu Avrupa’daki ayak izinin belirgin şekilde genişlemesi oldu. Şirket, özellikle Sırbistan ve Polonya’da son haftalarda duyurulan yüksek montanlı sözleşmelerle uluslararası taahhüt portföyünü güçlendirdi. Bu gelişmelerle, Gülermak’ın sadece proje bazında değil, bölgesel ölçekte de kalıcı bir oyuncu olma stratejisini pekiştirdiği kanaatindeyiz. Doğu Avrupa’da artan görünürlük, önümüzdeki yıllar için gelir sürekliliği ve proje çeşitliliği açısından önemli bir zemin oluşturuyor. Ek olarak yılın son çeyreği ise taahhüt iş modelinin doğası gereği hasılat tarafında daha belirgin bir ayrışmanın görülebileceği bir dönem olarak öne çıkıyor. İmzalanan sözleşmelerin sahaya yansımaları, iş ilerleme oranlarının hızlanması ve hakedişlerin yoğunlaşması, özellikle 4C25’te ciroya dönüşü destekliyor. Bu nedenle yıl içinde duyurulan yeni anlaşmaların finansallara etkisinin büyük kısmının son çeyrekte daha net şekilde görünür hale gelmesini bekliyoruz. Bu durum, dönemsel olarak hasılat ve karlılık kalemlerinde yukarı yönlü bir ivme oluşturabiliyor.

2026 yılına baktığımızda ise beklentimiz, 2025’te atılan bu adımların daha güçlü bir finansal karşılık üretmeye başlaması yönünde. Mevcut durumda satış gelirlerinin yaklaşık %75’ini yurtdışı projelerden elde eden şirket için, euro/dolar paritesindeki yukarı yönlü seyrin korunması önemli bir avantaj sağlıyor. Diğer yandan kur tarafında olası yukarı yönlü hareketlerin, şirketin hasılatına ve operasyonel karlılığına pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz. Bu çerçevede, Polonya ve Sırbistan başta olmak üzere Doğu Avrupa projelerinde 2026 yılı boyunca saha faaliyetlerinin belirgin şekilde ölçeklenmesini; devam eden işlerde ilerleme oranları ve buna bağlı hakediş temposunun hız kazanmasını öngörüyoruz. 2025 yılında imzalanan ve duyurulan yüksek montanlı sözleşmelerin, mobilizasyon ve ilk icra fazlarının tamamlanmasının ardından daha düzenli ve öngörülebilir biçimde hasılat dönüşmesi, gelir görünürlüğünü anlamlı ölçüde güçlendirecektir. Proje karmasının olgunlaşmasıyla birlikte çeyrekssel hasılat dağılımının daha dengeli bir yapıya oturmasını ve nakit akışı tarafında daha güçlü bir görünüm oluşmasını bekliyoruz. Genel olarak 2026’ya, Gülermak için iş alma tarafında oluşturulan güçlü ivmenin operasyonel performans, hasılat ve nakit üretimine daha net ve sürdürülebilir biçimde yansıdığı bir yıl olarak değerlendiriyoruz. Öte yandan şirketin, İsveç merkezli olmak üzere Avrupa’da yenilenebilir enerji üretimi ve depolama sistemleri alanında faaliyet gösteren bir şirkette pay alımı gerçekleştirmesi, ilk aşamada net borç pozisyonunu artıracak olsa da, orta–uzun vadede hasılat tabanını güçlendiren ve büyüme görünümünü destekleyen stratejik bir adım olarak öne çıkıyor.



Proje Tipi	Backlog Payı (%)	Tutar (Milyon Euro)
Metro ve Hafif Raylı	60.30%	2,834
Demiryolu (Hızlı Tren)	19.20%	902
Otoyol ve Altyapı	8.80%	413
Diğer (Sanayi/Enerji)	11.70%	550
TOPLAM	100.00%	4,700

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	263.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	262.00
Kapanış (TL/hisse)	173.90
Yükseliş Potansiyeli (%)	51%
Piyasa Değeri (milyon EUR)	1,115
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,308
Firma Değeri (milyon EUR)	1,129
Sermaye (milyon TL)	323
Halka Açıklık Oranı (%)	12.00

Tahminler, EURmın	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	1,001	1,180	1,168
Büyüme (%)	6.6%	17.9%	-1.0%
FAVÖK	148	171	168
Büyüme (%)	15%	16%	-2%
Net Kar	136	150	151
Büyüme (%)	38%	10%	1%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	14.8%	14.5%	14.4%
Net Kar Marjı	13.6%	12.7%	12.9%
Borçluluk			
Net Borç	-38	-96	-61
Net Borç /FAVÖK	-0.26	-0.56	-0.36
Değerleme Çarpanları			
F/K	8.2	7.4	7.4
FD/FAVÖK	7.6	6.6	6.7

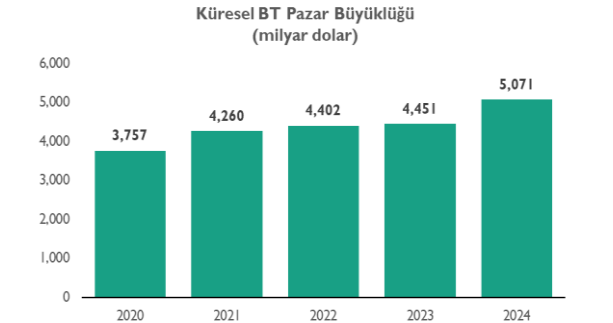
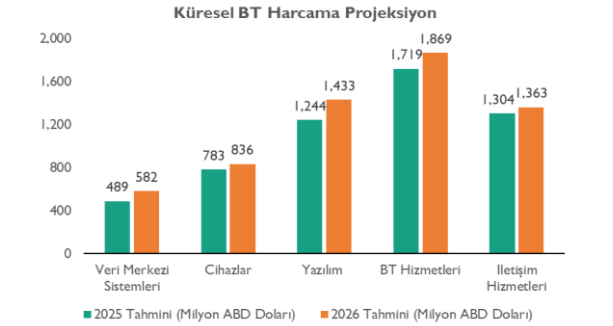
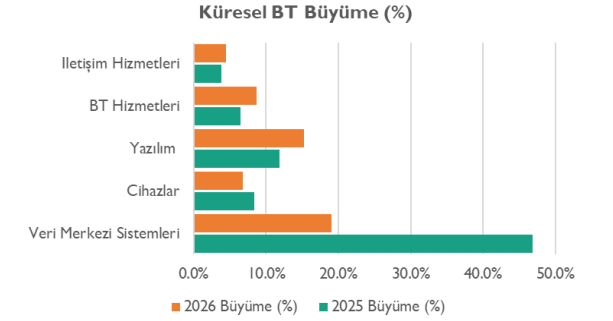


Yazılım ve Bilişim Sektörü

Küresel Bilişim Ekosisteminde Yapısal Büyüme. Küresel bilişim ekosistemi 2025 yılı itibarıyla dijitalleşme yatırımlarının ötesine geçerek otonom operasyon dönemine girmiş durumda. Gartner ve IDC verileri, pandemiden bu yana en güçlü büyüme trendinin yaşandığını ve küresel BT harcamalarının 2025'te 5,56 trilyon dolara, 2026'da ise tarihte ilk kez 6 trilyon dolar eşiğini aşarak 6,08 trilyon dolara ulaşacağını göstermektedir. Bu görünüm, teknolojinin diğer tüm sektörlerden pozitif ayrıştığını kanıtlamaktadır. Harcama artışının temelinde, veri merkezi sistemleri ve yazılım yatırımlarında gözlenen agresif büyüme yer almaktadır. Yapay zeka modellerini eğitmek için ihtiyaç duyulan GPU ve sunucu altyapılarındaki talep nedeniyle veri merkezi yatırımlarının 2025 yılında %46,8 gibi olağanüstü bir oranda büyümesi beklenirken, 2026'da tedarik zinciri kısıtlarına bağlı olarak bu büyümenin %19 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir. Yazılım tarafında ise 2025 için 1,2 trilyon dolar, 2026 için 1,4 trilyon dolar seviyesinde harcama gerçekleşmesi beklenmekte olup, büyüme GenAI özelliklerinin kurumsal uygulamalara entegrasyonu, SaaS fiyat güncellemeleri ve yeni lisanslama modelleriyle desteklenmektedir. IDC ve Gartner'a göre 2025–2026 dönemi aynı zamanda otonom yapay zeka ajanlarının kurumsal yapılara hızla entegre olduğu bir eşik niteliği taşımaktadır. IDC projeksiyonları, 2027 yılına kadar Global 2000 şirketlerinde kullanılan yapay zeka ajanlarının sayısının 10 katına çıkacağını, 2028 yılına kadar ise BT etkileşimlerinin %45'inin bu ajanlar üzerinden gerçekleşeceğini ortaya koymaktadır. Bu dönüşüm, geleneksel menü tabanlı ERP çözümlerinin yeniden tasarlanmasını zorunlu kılarken, Logo Yazılım gibi kurumsal yazılım sağlayıcıları için hem bir rekabet meydan okuması hem de önemli bir büyüme fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

Türkiye Bilişim Sektöründe Büyüme Eğilimleri, Destek Mekanizmaları ve Dijitalleşme Etkisi. Türkiye bilişim sektörü yüksek enflasyonun yarattığı operasyonel baskılara rağmen büyüme ivmesini korumaktadır. TÜBİSAD verilerine göre sektör 2024 yılında TL bazında %53 büyüyerek 1 trilyon 203,5 milyar TL'lik hacme ulaşmıştır. Reel olarak %3 daralma görünse de, dolar bazında %11'lik artışla pazarın 36,7 milyar dolara yükselmesi sektörün döviz bazlı gelir yaratma kabiliyetini koruduğunu göstermektedir. 2026–2028 Orta Vadeli Programı, makroekonomik istikrar hedefleri yanında dijital ve yeşil dönüşümü sanayi politikasının merkezine yerleştirerek sektöre stratejik bir yön sunmaktadır. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı ile KOSGEB tarafından sağlanan destek mekanizmaları, özellikle KOBİ'lerin yazılım ve donanım yatırımları için kritik öneme sahip olup, KOSGEB'in İş Geliştirme Desteği kapsamında sunulan 1,5 milyon TL'ye kadar %80 oranındaki destek ERP/CRM yazılımlarına talebi güçlendirmektedir. Ayrıca OVP'de yer alan “Kayıt Dışı ile Mücadele” başlığı kapsamında e-fatura ve e-defter uygulamalarının yaygınlaştırılması ve yapay zeka destekli vergi analiz sistemlerinin devreye alınması, manuel süreçleri dijital altyapılara geçmeye zorlayarak sektöre dolaylı fakat sürekli bir büyüme alanı yaratmaktadır. Bu kapsamda e-LOGO gibi dijital muhasebe ve e-dönüşüm çözümleri sunan firmalar için müşteri kazanımı daha sürdürülebilir hale gelmektedir.

Sektörde Sürdürülebilir Büyüme ve Dönüşüm Beklentileri. Genel olarak değerlendirildiğinde, küresel bilişim yatırımlarının yapısal olarak güçlendiği, yapay zeka temelli altyapıların hızlı yaygınlaştığı ve veri merkezleri ile yazılım harcamalarının büyümeyi desteklediği bir döneme girilmiş durumdadır. Türkiye ise hem kamu politikaları hem de dijitalleşme gereklilikleri sayesinde bu küresel dalgadan olumlu etkilenmesini bekliyoruz. 2025 görünümü güçlü bir büyüme potansiyeline işaret ederken, 2026 yılı sektörün daha derin ve yapısal bir dönüşüm sürecine gireceğini göstermekte; bilişim sektörünü hem küresel ölçekte hem de Türkiye özelinde en hızlı büyüyen stratejik alanlardan biri konumuna taşımaktadır.



Logo Yazılım

Logo Yazılım'da Odak Türkiye. Logo Yazılım, verimliliği artırmak, ürün portföyünü sadeleştirmek ve ölçeklenebilir yazılım servisleri ile bunlara bağlı platformlara daha fazla odaklanmak amacıyla yurt dışı faaliyetlerine yönelik önemli bir stratejik karar alarak Romanya'daki Total Soft ve Hindistan'daki Logo Infosoft operasyonlarından çıkış sürecini başlattı. Romanya operasyonlarında stratejik hedeflere ulaşamaması, karlılıkta yaşanan dalgalanmalar ve negatif nakit akışı; Hindistan'da ise artan jeopolitik riskler ve zarar yazan faaliyetler dikkate alındığında, alınan bu kararların Logo'nun esnek ve çevik karar alma kabiliyetini yansıttığını değerlendiriyoruz. Romanya faaliyetleri kapsamında, azınlık ortağı Avramos Holding ile yapılan anlaşma doğrultusunda Logo'nun Total Soft'taki payı iki aşamada azaltılacaktır. Buna göre, 2025 yılında pay oranı %80'den %70'e, 2027 yılı sonunda ise %70'ten %15'e düşürülecektir. Böylece Avramos Holding'in Total Soft'taki payı 2027 itibarıyla %30'dan %85'e yükselecektir. Bu süreçte Logo Yazılım 2025 yılında (29 Aralık'ta) 2,2 milyon euro ödeme aldı. 2027 yılında ise 12,9 milyon euro tutarında ödeme yapılması planlanmaktadır. Romanya ve Hindistan operasyonlarında atılan bu adımların, kaynakların SaaS dönüşümü, e-Servisler ve fintek platformları gibi daha yüksek katma değerli alanlara yönlendirilmesine imkan tanıyacağını; risk azaltıcı ve marj artırıcı etkileriyle yatırımcı algısını olumlu yönde destekleyebileceğini düşünüyoruz.

SaaS Dönüşümü ve Tekrarlayan Gelir Modeli. Logo Yazılım'ın SaaS (Software as a Service) dönüşümü, uzun yıllardır sürdürdüğü geleneksel lisans ve bakım tabanlı yazılım modelinden, bulut bilişim temelli ve abonelik esaslı bir iş modeline stratejik geçişi ifade etmektedir. Bu dönüşümle şirket, iç pazardaki dinamiklere daha hızlı yanıt vermeyi ve küresel SaaS trendleriyle uyumlu, daha sürdürülebilir bir büyüme yapısı oluşturmayı hedeflemektedir. Geleneksel modelde yazılımlar müşterilerin yerel sunucularına kurulmakta, tek seferlik lisans geliri elde edilmekte ve yıllık bakım sözleşmeleriyle gelir sürekliliği sağlanmaktaydı. SaaS modeline geçişle birlikte Logo, yazılımlarını internet üzerinden, kurulum gerektirmeden hizmet olarak sunmakta; bu sayede müşterilere her yerden erişim, düşük başlangıç maliyeti ve düzenli güncelleme avantajı sağlamaktadır. SaaS dönüşümünün uzun vadede daha öngörülebilir ve tekrarlayan gelirler (MRR – Monthly Recurring Revenue, ARR – Annual Recurring Revenue) yaratma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Bu süreçte müşteri başına yaşam boyu değer artması, müşteri edinme maliyetlerinin düşmesiyle birlikte orta vadede karlılığın desteklenmesini bekliyoruz. Küçük ölçekli müşteri segmentinde abonelik modeline geçişle birlikte LEM'in tekrarlayan gelirler içerisindeki payı kademeli olarak azalırken; orta ve büyük ölçekli müşteri grubunda SaaS dönüşümüne ilişkin belirsizlikler ve abonelik bazlı, dönemsel muhasebeleştirme nedeniyle gelir artış hızının sınırlı kalması kısa vadede marjlar üzerinde baskıya neden olabileceğini düşünüyoruz. Tekrarlayan gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2019 yılında %56 seviyesindeyken, SaaS dönüşümünün katkısıyla bu oran 2023'te %72'ye, 2024'te %80'e ve 9A25 itibarıyla %85'e yükselmiştir. Bulut tabanlı çözümlere yönelik artan talep ve KOBİ'lerin dijitalleşme ihtiyacının sürmesiyle, tekrarlayan gelir oranının önümüzdeki dönemde %80'in üzerinde kalmaya devam etmesini bekliyoruz.

2026 Beklentilerimiz. Logo Yazılım, 9A25 döneminde 3.962 milyon TL net satış geliri, 1.594 milyon TL FAVÖK ve 1.369 milyon TL net kar açıklamıştır. 4Q25'te reel ciro büyümesinin devam etmesini beklemekle birlikte, sezonsallık etkisiyle FAVÖK marjı üzerinde aşağı yönlü baskı oluşabileceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, Logo Yazılım'ın 2025 yılını %10,1 reel ciro büyümesi ile 5.881 milyon TL net satış geliri, 2.090 milyon TL FAVÖK ve 1.496 milyon TL net kar ile tamamlamasını bekliyoruz. FAVÖK marjının ise %35,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2026 yılında reel ciro büyümesinin sürmesini öngörürken, orta ve büyük ölçekli şirketlerde SaaS dönüşümüne ilişkin belirsizliklerin etkisiyle FAVÖK marjının %35 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Buna göre, 2026 yılında 7.939 milyon TL net satış geliri, 2.775 milyon TL FAVÖK ve 1.002 milyon TL net kar açıklanmasını tahmin ediyoruz. **Makro varsayımlarımızın güncellenmesi, değerlendirme modelimizin bir yıl ileri taşınması ve çarpan revizyonu sonrasında, 12 aylık hedef fiyatımızı 256 TL'den 265 TL olarak revize ediyor, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Logo Yazılım'ı model portföyümüze ekliyoruz. Şirket 2026 tahminlerimize göre 5,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.**

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	LOGO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	256.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	265.00
Kapanış (TL/hisse)	154.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	72%
Piyasa Değeri (milyon TL)	14,630
Piyasa Değeri (milyon USD)	341
Firma Değeri (milyon TL)	13,927
Sermaye (milyon TL)	95
Halka Açıklık Oranı (%)	64.48

Tahminler, TLmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	5,881	7,939	10,321
Büyüme (%)	44%	35%	30%
FAVÖK	2,090	2,775	3,680
Büyüme (%)	37%	33%	33%
Net Kar	1,496	1,002	1,379
Büyüme (%)	325%	-33%	38%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	35.5%	35.0%	35.7%
Net Kar Marjı	25.4%	12.6%	13.4%
Borçluluk			
Net Borç	-1,070	-1,350	-1,803
Net Borç /FAVÖK	-0.51	-0.49	-0.49
Değerleme Çarpanları			
F/K	9.8	14.6	10.6
FD/FAVÖK	6.7	5.0	3.8



*Hitit

Havayolu Perakendeciliği (Airline Retailing): Hitit için Yapısal Büyüme ve Yüksek Katma Değerli Yatırım. Havayolu perakendeciliği (airline retailing), havacılık sektöründe hızlanan dijital dönüşümün merkezinde yer alırken, Hitit Oxygen bu dönüşümün Hitit açısından somutlaştığı ve değer üreten çekirdek platform olarak öne çıkmaktadır. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) öncülüğünde geliştirilen ve NDC ile ONE Order standartlarıyla şekillenen bu yeni nesil perakendecilik yaklaşımı, havayollarını yalnızca koltuk satan taşıyıcılar olmaktan çıkararak; dinamik fiyatlandırma, kişiselleştirilmiş ürün ve hizmet paketleri, yardımcı gelirler ve uçuş dışı servislerin tek bir alışveriş ve sipariş yapısı altında sunulduğu modern bir iş modeline taşımaktadır. Hitit Oxygen, Teklif ve Sipariş Yönetim Sistemleri (OOMS) mimarisiyle bu dönüşümün kalbinde yer alırken; perakendecilik, teslimat ve finansal süreçleri kapsayan uçtan uca entegre yapısı sayesinde Hitit'in ürün setinin stratejik değerini ve işlevselliğini belirgin biçimde artırmaktadır.

Hitit'in, IATA tarafından yayımlanan Havayolu Perakendeciliği Olgunluk Endeksi'nde dünya birinciliğine yükselmesi, Oxygen platformunun teknolojik yetkinliğini ve küresel ölçekteki rekabet avantajını teyit eden önemli bir gösterge niteliğinde olduğunu düşünüyoruz. 2030 yılına kadar sektörde zorunlu hale gelmesi beklenen bu sistemsel dönüşüm, birçok havayolu için tedarikçi değişimini gündeme getirirken, Hitit Oxygen sayesinde şirketin yeni müşteri kazanımı, mevcut müşteri tabanında çapraz satış ve gelir derinliği yaratma potansiyelini güçlendirebileceğini tahmin ediyoruz. Hitit Oxygen, hem sunduğu içerikler hem de hizmet verdiği yolcu sayısı 3. Çeyrek sonu itibarıyla günde 1 milyar işlem hacmine ulaşmayı başardı. Önümüzdeki dönemde özellikle düşük maliyetli ve bölgesel havayollarında daha hızlı ilerleyen airline retailing dönüşümü, Hitit'in esnek, modüler ve bulut tabanlı çözümleriyle işlem bazlı, ölçeklenebilir ve tekrarlayan gelir yapısını desteklerken; uzun vadede yazılım başına gelir ve karlılık marjları üzerinde yukarı yönlü bir etki oluşturmaya bekliyoruz. Bu çerçevede Hitit Oxygen ve havayolu perakendeciliği teması, Hitit için yalnızca bir ürün geliştirme alanı değil, küresel pazar liderliğini pekiştiren, defansif nitelikte ve sürdürülebilir büyümeyi destekleyen güçlü ve bütüncül bir yatırım hikayesi sunduğunu düşünüyoruz.

Güçlü Finansal Performansın Devam Etmesini Beklerken, Hedef Fiyatımızı 70 TL'ye yükseltiyoruz. Hitit, 9A25'te 31,2 milyon dolar net satış geliri (y/y %29) 12,7 milyon dolar FAVÖK (y/y %35) ve 7,5 milyon dolar net kar (y/y %26) açıkladı. SaaS gelirlerinin temeli olan yolcu sayıları, bir önceki yılın aynı dönemine göre %29 artış gösterdi. Şirketin satışlarının %77'si döviz, %23'ü TL bazında; yurtdışı / yurtiçi dağılımı ise sırasıyla %60 ve %40 olarak gerçekleşti. Ayrıca maliyetlerin yaklaşık %58'i TL oldu. Hitit'in ana gelir kalemi olan SaaS gelirlerinin 9A25 yılı sonu itibarıyla dağılımı; %84 PSS, %4 ADS ve %12 diğer gelirlerden oluştu. Şirketin FAVÖK marjı 2 puan artışla %41 seviyesinde gerçekleşti. Hitit'in 2025 yılını 42,6 milyon dolar net satış geliri, 17,8 milyon dolar FAVÖK ve 9,8 milyon dolar net kar ile tamamlamasını bekliyoruz. Şirketin büyüme stratejisi doğrultusunda güçlü büyüme beklentilerinin 2026 yılında da sürdürebileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede 2026 yılını 52,6 milyon dolar net satış geliri ve %44 FAVÖK marjı ile tamamlamasını tahmin ediyoruz. Yeni makro tahminlerimizin güncellenmesi, modelimizi 1 yıl ileri taşımamız sonrasında 12 ay ileri hedef fiyatımızı 67 TL'den 70 TL'ye revize ediyoruz. Şirket, 2026 tahminlerimize göre 12,6x FD/FAVÖK çarpanı işlem görmektedir.

Riskler. Hitit, havayolu ve seyahat teknolojileri alanında faaliyet gösteren bir yazılım şirketi olması nedeniyle hem havacılık sektörüne hem de teknoloji sektörüne yönelik riskler ile karşı karşıya kalabilir. Havacılık ve teknoloji sektörü için riskler; i) siber güvenlik riskleri, ii) rekabet ve teknolojik gelişmeler, iii) ekonomik dalgalanmalar, iv) regülasyonlar ve hukuki riskler, v) müşteri bağımlılığı ve sözleşmesel riskler, vi) operasyonel riskler ve vii) salgın hastalıklar ile jeopolitik gelişmeler olarak sıralanabilir.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	HTTBT TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	67.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	70.0
Kapanış (TL/hisse)	42.6
Yükseliş Potansiyeli (%)	64%
Piyasa Değeri (milyon TL)	12,786
Piyasa Değeri (milyon USD)	298
Firma Değeri (milyon TL)	12,545
Sermaye (milyon TL)	300
Halka Açıklık Oranı (%)	26.59

Tahminler, USDmn	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	42.6	52.6	65.5
Büyüme (%)	24%	24%	24%
FAVÖK	17.8	23.1	29.0
Büyüme (%)	29%	30%	25%
Net Kar	9.8	13.6	16.8
Büyüme (%)	15%	39%	23%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	42%	44%	44%
Net Kar Marjı	23%	26%	26%
Borçluluk			
Net Borç	-16	-19	-23
Net Borç /FAVÖK	-0.9	-0.8	-0.8
Değerleme Çarpanları			
F/K	30.4	21.9	17.8
FD/FAVÖK	16.5	12.6	10.1

*Takip listesine, katılım endeksindeki değişiklik öncesinde dahil edilmiştir.



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen

Teknik Analist

Muhammet Çakmak
Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
Kıdemli Uzman

Perakende, Savunma, Sanayi

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı
Çimento

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

