

Sis kalkıyor ama yol hala dar

Küresel Görünüm: Kısa bir taktiksel pencere, ardından daha zorlu bir piyasa. 2026'ya güçlü bir başlangıcın ardından, küresel hisse senedi piyasalarının 1Ç'de zirve yapmasını ve sonrasında bir düzeltme yaşanmasını bekliyoruz. Bu düzeltmenin, alım fırsatı yaratma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Sonrasında ise, geniş bir bant içinde yatay seyreden; ama trend etrafında daha sık ve dalga boyu daha büyük dalgalanmaların yaşandığı ve taktiksel fırsatların belirgin şekilde arttığı bir piyasa yapısı öngörüyoruz. Mevcut küresel konjonktür yalnızca Aralık 2024'ü değil, aynı zamanda 1997 başı ve 2007 başını da çağırıştırıyor (yani beklenenden uzun süren ancak zamanla giderek kırılganlaşan geç döngü rallileri). Gelişen piyasaları gelişmiş piyasalara; Çin ve Avrupa'yı ABD'ye tercih ediyoruz. Metallere, özellikle altın ve bakıra yönelik olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Türkiye: Destekleyici ama riskleri de barındıran bir makro zemin. Türkiye, 2026'ya belirgin bir dezenflasyon süreci içinde giriyor; ancak bu süreç para politikasının çok hızlı şekilde gevşemesine izin verecek nitelikte değil. Manşet enflasyon anlamlı biçimde gerilemiş olsa da; yapışkan hizmet enflasyonu, gıda fiyatlarındaki oynaklık ve yüksek seyreden beklentiler, TCMB'nin temkinli duruşunu haklı kılıyor. Politika faizlerinin kademeli ve veri odaklı biçimde düşmesini, reel faizlerin ise 2026'nın büyük bölümünde pozitif kalmasını bekliyoruz. Bu çerçevede, finansal koşulların sıkı kalması ve varlık piyasalarında likidite kaynaklı geniş tabanlı bir yukarı hareket alanının sınırlı olması muhtemel. Modellerimizde, 2026 yıl sonu TÜFE'sini %23,6 (2025 sonu: %30,9) ve TCMB faiz oranını %28,5 (2025 sonu: %38,0) varsayıyoruz.

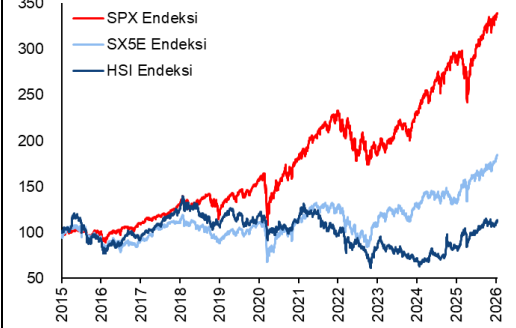
BIST: Hata payı yok. MSCI gelişmekte olan ülkeler endeksine kıyasla uzun süreli bir göreceli zayıf performansın ardından, 1Y26'da BIST için bir yeniden değerlendirme alanı oluşabileceğini düşünüyoruz. Ancak enflasyon beklentilerinde net bir kırılma, yabancı girişlerinde belirgin bir ivmelenme ya da şirket finansallarında görünür bir iyileşme olmadan, geniş tabanlı ve kalıcı bir değerlendirme artışı için güçlü bir katalizör görmüyoruz. Yüksek reel TL faizleri hâlen güçlü bir alternatif olmaya devam ediyor ve göz ardı edildiğinde, manşet çarpanlar piyasanın "ucuzluğunu" olduğundan daha cazip gösterebiliyor. 2026'yı doğrusal bir boğa piyasasından ziyade; rotasyonların, oynaklıkların ve hisse senetlerinde seçici manevraların yılı olarak görüyoruz. **Inceleme kapsamımızdaki şirketlere ilişkin hedef fiyatlarımız üzerinden hesapladığımız endeks değeri %40 getiri potansiyeline işaret ediyor.**

YKY Öne Çıkan Hisseler: Tematik değil hisse bazlı. Mevcut ortamda maliyet disiplinine sahip, bilanço enflasyonuna sınırlı ölçüde dayanan, talep yapısı istikrarlı ve hacim büyümesi yerine marj korunmasını önceliklendiren şirketleri tercih ediyoruz. Odak noktamız, temasal pozisyonlar değil, hisse bazlı olmaya devam ediyor. Öne çıkan hisselerimiz: **AKBNK, AKSEN, ANHYT, BİMAS, CCOLA, MAVİ, MGROS, OTKAR, TABGD ve ÜLKER.**

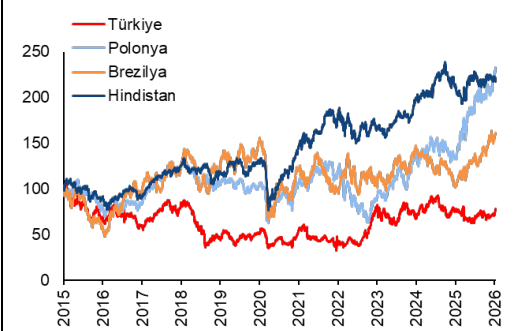
Başlıca Riskler: Kalıcı yabancı girişlerinin sağlanamaması; erken veya agresif faiz indirimleri; enflasyon beklentilerinde ataleti kırarak ilerlemenin sağlanamaması; potansiyel büyük dışsal ve/veya içsel şoklar ve ekonomik aktivitede beklenenden sert bir yavaşlama.

Muhasebesel karmaşıklıktan reel nakit etkisine. TMS29 kaynaklı düzeltmelerin yarattığı tahakkuk bazlı kârlardaki büyük dalgalanmaların piyasada yarattığı belirsizliğin farkındayız. Ancak bize göre daha önem arz eden nakit bazlı ekonomik kârları doğrudan etkileyen iki gelişme 2025'in son ayında açıklandı. (i) VUK'a göre yapılan enflasyon düzeltmesinin asgari 3 hesap dönemi ertelenmesi ve (ii) 4Ç25'i de kapsayacak şekilde dördüncü geçici vergi döneminin yeniden yürürlüğe girmesi. İlkini etkisi şirketler arasında bilanço yapılarına göre farklılaşacakken, ikincisi 4Ç'ye düşen vergi fonlama ihtiyacını ~ 2,5 ay öne çekiyor (ya da potansiyel faiz gelirini ortadan kaldırıyor). Bu raporda, TMS29'a güncel bakışımızla birlikte bu değişikliklerin etkilerini de ele alıyoruz.

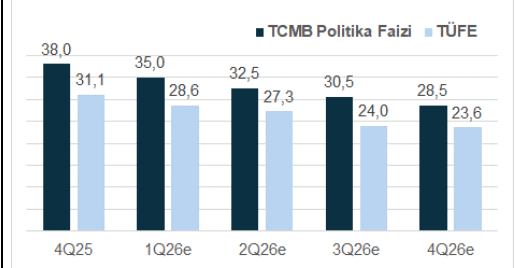
Global hisse senedi piyasaları



Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler



Politika Faizi vs. TÜFE (YKY Tahmin)



Beğendiğimiz Hisseler

Model Portföy:

- AKBNK
- AKSEN
- ANHYT
- BİMAS
- CCOLA
- MAVİ
- MGROS
- OTKAR
- TABGD
- ÜLKER

Eklenerler:

- ANHYT
- MGROS
- ÜLKER

Çıkanlar:

- AGHOL
- TELL
- TSKB

İÇİNDEKİLER

2026 Görünüm

Küresel Görünüm
Türkiye Makro Görünüm
BIST Görünüm
YKY Model Portföy
YKY İnceleme Kapsamındaki Şirketler
Ekler

Sektörler

Bankacılık: Akbank, Albaraka, Garanti, Halkbank, İşbank, TSKB, Vakıfbank
Sigorta & Emeklilik: Agesa Emeklilik, Aksigorta, Anadolu Hayat, Türkiye Sigorta
Yatırım: ÜNLÜ Yatırım Holding
Otomotiv: Ford Otosan, Tofaş
Holding: Enka İnşaat
Savunma: Aselsan, Otokar
Enerji: Aksa Enerji
Yiyecek & İçecek: Anadolu Efes, Coca Cola İçecek, Ülker
Petrol: Aygaz, Tüpraş
Petrokimya: Petkim
Perakende: BIM, Mavi, Migros, Şok Marketler
Restaurant: TAB Gıda
Demir Çelik: Erdemir, Kardemir
Telekom: Turkcell, Türk Telekom
Beyaz Eşya: Arçelik

Çekince

Murat BERK

Mustafa Görkem GÖKER

Oğuzhan VURAL

Esra Uzun ÖZBASKIN

Eren ERCİŞ

Yasin SARIHAN

Nuray APARI BÜYÜKKAYA

yky_arastirma@yapikredi.com.tr

+90 212 319 79 49

YÖNETİCİ ÖZETİ

2026'ya, küresel ve Türkiye varlıkları açısından statik bir pozisyonlanmaya uygun bir dönemden ziyade, **taktiksel bir piyasa yılı olarak yaklaşılması gerektiğini düşünüyoruz**. Ortamın ayırt edici özelliği resesyon riski ya da politika stresi değil; geç döngü kırılabilirliği ile birlikte daralan yukarı yönlü değerlendirme marjları. Bu durum, yatırımcıları giderek daha fazla taktiksel zamanlama başarısı ve seçiciliğe zorluyor.

Küresel hisse senetleri için kısa vadede dinamikler destekleyici olmaya devam ediyor; ancak orta vadede risk-getiri dengesi giderek asimetrik hale geliyor. Yılın başında hâlen elverişli finansal koşullar, dirençli büyüme ve düşük gerçekleşen volatilité tarafından desteklenen birkaç aylık bir fırsat penceresi görüyoruz. Buna karşılık, özellikle sabit getiri menkul sınıfları genelinde makasların tarihsel olarak dar seviyelere yakın seyretmesi ve ABD döngüsünün olgunlaşması nedeniyle, küresel hisse piyasalarının 1Ç26'da zirve yapmasını ve ardından %10–20 aralığında bir düzeltme yaşamasını bekliyoruz. Bu süreci, yapısal bir değişimi değil; 1997 başı ve 2007 başına benzer bir geç döngü ayarlaması olarak görüyoruz. Sonrasında ise, geniş bir bant içinde yatay seyreden; ama trend etrafında daha sık ve dalga boyu daha büyük dalgalanmaların yaşandığı ve taktiksel fırsatların belirgin şekilde arttığı bir piyasa yapısı öngörüyoruz.

Gelişen piyasaları gelişmiş piyasalara; Çin ve Avrupa'yı ABD'ye tercih ediyoruz. ABD endeksleri içinde Russell 2000'i tercih ediyoruz. ABD'de yukarı yönlü potansiyelin giderek daha sınırlı hale geldiğini düşünüyoruz. Metallere, özellikle altın ve bakıra, yapısal olarak olumlu duruşumuzu korurken, gelişmiş ülke devlet tahvillerinde temkinliyiz ve geç döngü riski açısından küresel kredi piyasalarını (özellikle özel kredi segmentini) yakından izliyoruz. Volatilité artışlarının korkma nedeni değil, fırsat olarak değerlendirilmesi gerektiğine inanıyoruz.

Türkiye, 2026'ya daha sağlam bir makro istikrar zeminiyle giriyor; ancak rehavete yer yok. Dezenflasyon ilerliyor ve politika kredibilitesi güçlenmiş durumda; buna karşın süreç yavaş ve riskler içeriyor. Yapışkan hizmet enflasyonu, gıda fiyatlarındaki oynaklık ve beklentiler, parasal gevşemenin kademeli ve koşullu olacağını gösteriyor. Bu da reel faizlerin yılın büyük bölümünde pozitif kalacağı anlamına geliyor. Sonuç olarak, finansal koşullar reel anlamda sıkı kalmaya devam ediyor. Hisse senetleri açısından faiz indirimleri kuyruk riskini azaltıp görünürlüğü artırsa da, tek başına likidite kaynaklı bir ralli yaratmıyor. Modellerimizde, 2026 yıl sonu TÜFE'sini %23,6 (2025 sonu: %30,9) ve TCMB faiz oranını %28,5 (2025 sonu: %38,0) varsayıyoruz.

BIST cephesinde hata payı dar. MSCI gelişmekte olan ülke endekslerine karşı USD bazlı uzun süreli zayıf performansın ardından (2025'te %37 geride performans), küresel risk iştahının elverişli olduğu dönemlerde bir yeniden fiyatlama alanı oluşabileceğini düşünüyoruz. Ancak yüksek reel TL faizleri, hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için güçlü bir alternatif olmaya devam ettiği sürece, geniş tabanlı bir çarpan genişlemesini olası görmüyoruz. Ayrıca, zayıf ve heterojen finansallar, manşet çarpanlar üzerinden yapılan "görece ucuzluk" argümanlarının cazibesini ve güvenilirliğini önemli ölçüde aşındırmış durumda. **İnceleme kapsamımızdaki şirketlere ilişkin hedef fiyatlarımız üzerinden hesapladığımız endeks değeri %40 getiri potansiyeline işaret ediyor**

En çok tercih ettiğimiz hisselerin yer aldığı Model Portföyümüzde AKBNK, AKSEN, BİMAS, MAVİ, OTKAR, TABGD ve CCOLA kalmaya devam ederken, ANHYT, MIGROS ve ÜLKER'i Portföyümüze AGHOL, TCELL ve TSKB' yerine ekliyoruz.

Küresel Görünüm

Doğrusal Değil, Taktiksel Bir Yıl

Küresel piyasalar 2026'ya olağanüstü güçlü ancak giderek kırılma eğiliminde olan bir dönemin ardından giriyor. Mevcut konjonktürün ayırt edici özelliği resesyon riski değil; geç döngü sıkışması. Değerlemeler yüksek, makaslar dar, volatilité baskılanmış durumda ve politika hatalarına tolerans belirgin biçimde azalmış bulunuyor.

Gelişmiş ve gelişen piyasalarda temel göstergeler genel olarak dirençli kalmaya devam ediyor. Büyüme ivmesi henüz ciddi anlamda düşmüş değil; şirket bilançoları büyük ölçüde sağlam ve yüksek politika faizlerine rağmen finansal koşullar resesyonist seviyelere ulaşmış değil. Bununla birlikte ABD döngüsünün belirgin biçimde olgunlaştığını ve küresel ekonominin ivme odaklı genişleme fazından; zamanlama, sıralama ve şokların çok daha belirleyici olduğu bir döneme geçtiğini düşünüyoruz.

Bu çerçevede, bir “sert iniş” senaryosu görmüyoruz. Ancak getirilerin daha asimetrik hale geldiği, düzeltmelerin daha sert ve hızlı yaşandığı bir geç-döngü ortamı bekliyoruz. Dolayısıyla 2026'nın, statik veya sürekli tam pozisyonlu stratejilerden ziyade, taktiksel pozisyonlanma ve seçiciliği ödüllendireceğini öngörüyoruz.

2026 için Ana Temalar

- ✓ 2026, pasif beta maruziyetinden ziyade taktik varlık dağılımı ve göreceli değer yaklaşımını öne çıkarıyor.
- ✓ Kısa vadeli koşullar destekleyici olsa da, değerlendirme ve makas sıkışması yukarı yönlü alanı sınırlıyor.
- ✓ Gelişen piyasaları gelişmiş piyasalara; ABD'ye kıyasla Çin ve Avrupa'yı tercih ediyoruz.
- ✓ Volatilité, kaçınılması gereken bir risk değil; piyasa yapısının doğal bir parçası.
- ✓ Gelişmiş ülke devlet tahvillerinde temkinliyiz; getiri eğrisi dikleşme stratejilerini durasyon uzatmaktan daha cazip buluyoruz.
- ✓ Altın ve bakır yapısal temalar olmaya devam ediyor; ancak giriş noktaları taktiksel olmalı.

Para Politikası: İndirimler geliyor, ama hata payı daha az

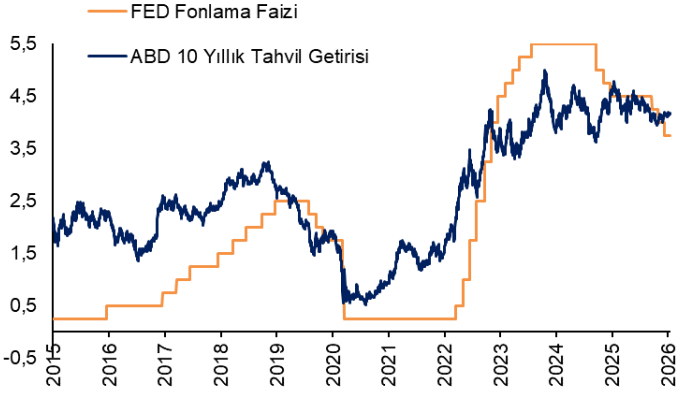
Küresel gevşeme döngüsü Fed öncülüğünde başlamış durumda; ancak faiz indirimleri koşulsuz bir “risk-on” sinyali olarak okunmamalı. Reel faizler, özellikle uzun vadede, kısıtlayıcı seviyelerde kalmayı sürdürüyor ve getiri eğrileri hâlen yüksek vade primlerini yansıtıyor.

Daha da önemlisi, piyasalar hâlihazırda oldukça iyimser bir politika patikasını fiyatlamış durumda:

- Gelişmiş ülke tahvil getirileri sorunsuz bir dezenflasyon hikâyesini yansıtıyor,
- Kredi spread'leri tarihsel olarak dar bantların alt sınırına yakın,
- Volatilité endeksleri (VIX, MOVE) baskılanmış durumda.

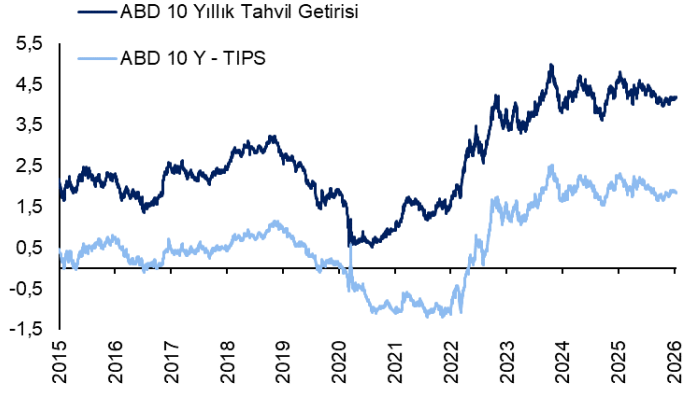
Bu nedenle hayal kırıklığına alanın son derece sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Enflasyonda yukarı sürprizler, mali gevşeme ya da politika kredibilitesine ilişkin soru işaretleri riskli varlıkların hızlı şekilde yeniden fiyatlanmasına yol açabilir.

Grafik 1: Fed Faiz Oranı vs. US10Y



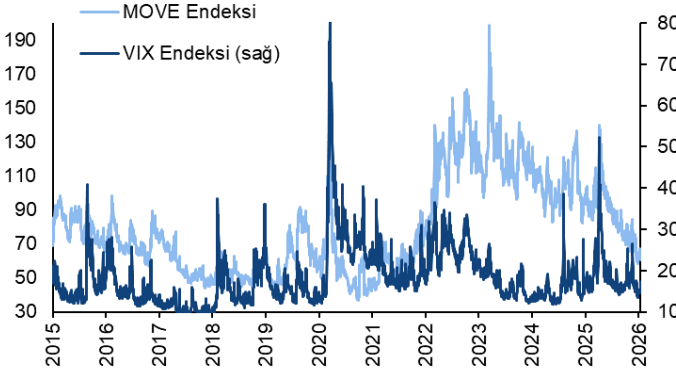
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 2: US10Y & US10Y-TIPS



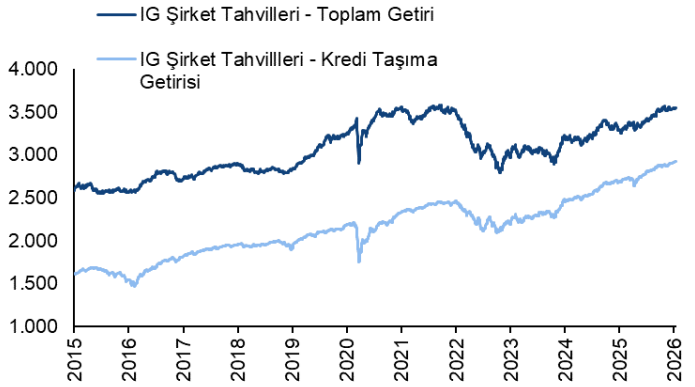
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 3: Volatilite baskı altında...



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 4: Kredi kaynaklı getiriler



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Global Hisse Senedi Piyasaları: Kısa vadede destekli, orta vadede kırılgan:

Küresel piyasaların kısa vadede destekleyici seyrini koruyacağını; ancak kırılganlığın giderek arttığını düşünüyoruz. ABD'de değerlemeler çarpan genişlemesine neredeyse hiç alan bırakmıyor ve piyasa liderliği son derece dar bir hisse grubunda yoğunlaşmış durumda. Bu yapı, 1997 başı ve 2007 başı gibi önce güçlü başlangıçların, ardından anlamlı düzeltmelerin yaşandığı geç döngü dönemlerine benziyor.

Baz senaryomuz şu şekilde:

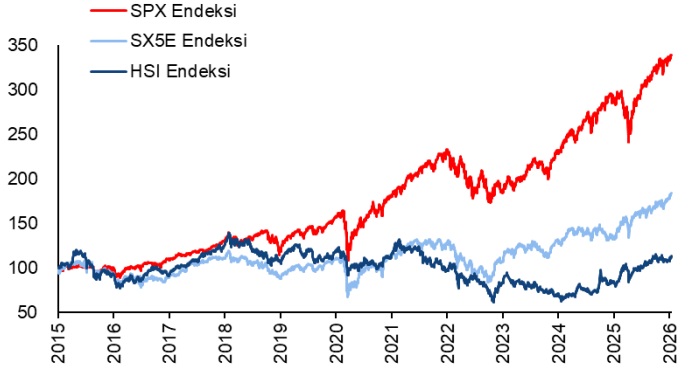
- Yılın güçlü başlangıcını, büyük olasılıkla ilk yarı içinde gerçekleştirecek %10–20 aralığında bir düzeltme takip edecek.
- Bu düzeltme rejim değişimi değil, alım fırsatı olarak görülmeli.
- 2026'nın ikinci yarısında daha yavaş ama pozitif bir trende dönüş bekliyoruz; ancak bu süreç sık geri çekilmelerle kesintiye uğrayacaktır.

S&P 500'ün yeni ve kalıcı bir değerlendirme rejimine girmesi için güçlü bir kâr ivmesine ihtiyaç var; bu ise baz senaryomuz değil. 2026'yı bir "beta yılı" değil; göreceli değer, zamanlama ve rotasyon yılı olarak görüyoruz. Değerleme ve ortalamaya dönüş dinamikleri nedeniyle gelişen piyasaları gelişmiş piyasalara; Çin ve Avrupa'yı ABD'ye tercih ediyoruz. Bununla birlikte, gelişen piyasa spread'lerinin de dar olduğunu ve küresel şoklara toleransın sınırlı kaldığını not ediyoruz.

Yurt dışı piyasalarda beğendiğimiz 20 hisseden oluşan portföy, bu sene dolar bazında %32,5 getiri ile ana endekslerden oldukça güçlü performans gösterdi (S&P500 %17,9, Nasdaq100 %21, DJ Sanayi %14,9).

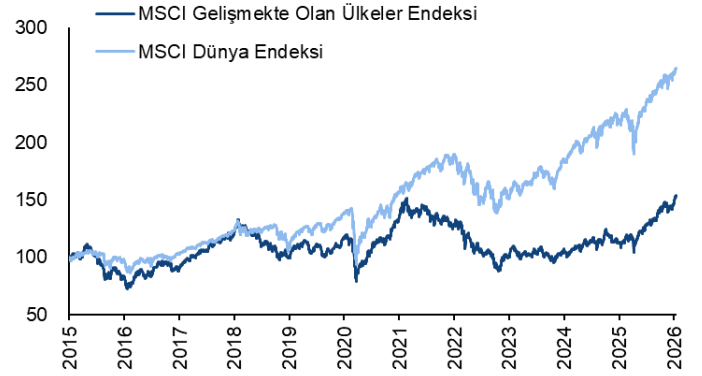
- Portföyde en güçlü performans gösteren üç hisse Barrick Mining (+%187), CVS Health Corp (+%84) ve Teva Pharma (+%81) olurken, en zayıf performans gösterenler ise Novo Nordisk (-%39), Oracle (-%36) ve Coinbase Global (-%28) idi.
- Oracle bu sene yaptığımız en kötü hisse seçimi oldu. Yatırımcılar yapay zeka yatırımlarının aşırıya kaçtığı ve yüksek kaldıraçla yapıldığı endişelerini, biraz haksız şekilde Oracle hisse ve bonolarında fiyatladı.
- Sektörler ve hisseler arasında ayrılan performanslar gördük. Portföyümüzde sağlıkta değer, teknolojiye rekabet avantajına sahip seküler büyüme hikayeleri odaklı seçimler ve altına yönelik olumlu beklentimizle Barrick Mining'i en yüksek ağırlıkta(%8) tutmamız, endeks üzeri getiri sağladı.
- Harika Yedili 2023 ve 2024 senelerinde endeks getirilerini sürüklerken, 2025'te grup içerisinde sadece iki hisse(Alphabet,Nvidia) S&P500'den güçlü performans gösterdi ve bu hisseler portföyümüzde bulunuyordu. 2026 senesi için de benzer bir görünüm olabilir ve yine hisse seçiminin önem kazanacağı bir yıla giriyoruz.
- Sene içerisinde yaptığımız değişikliklerde; Block Inc, First Solar Inc, Nike Inc, ConocoPhillips, Walt Disney Co ve Deckers Outdoor portföyden çıkarılan hisseler oldu.

Grafik 5: Başlıca Hisse Senedi Endeksleri (2015=100)



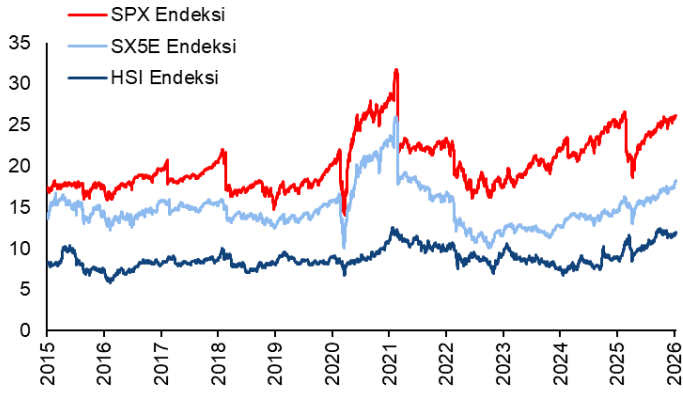
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 6: MSCI GOÜ vs. MSCI Dünya (2015=100)



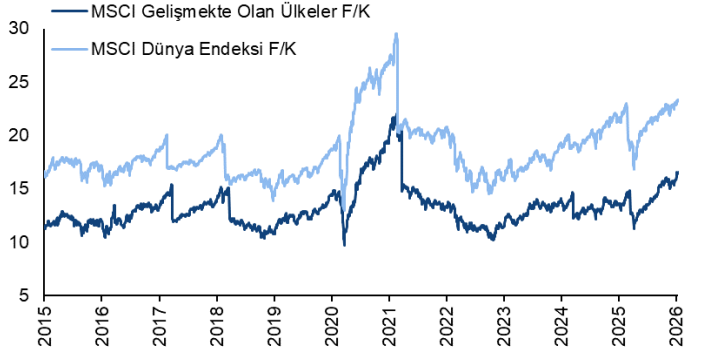
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 7: Başlıca Hisse Senedi Endeksleri Beklenen F/K'lar



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 8: MSCI Dünya ve GOÜ Tahmini F/K



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Sabit Getiriler: Temkin sürüyor

Gelişmiş ülke devlet tahvillerinde duruşumuz nötr/negatife yakın. Getirilerdeki düzeltme büyük ölçüde gerçekleşmiş durumda; bu nedenle sınırlı bir getiri potansiyeli görüyoruz. Getiri eğrisi dikleşme stratejileri daha uygun bir fırsat sunuyor. Gelişen ülke eurobondlarında ise, yapısal dinamikler destekleyici olsa da dar spread'ler nedeniyle nötr kalıyoruz.

Döviz: Baz senaryo ve “pain trade”

Gelişen ülke para birimleri içinde TL'yi tercih etmeyi sürdürüyoruz. Ana pariteler arasında ise güçlü bir yönlü görüşümüz yok.

USD zayıflığı baz senaryomuz olmaya devam ediyor ve bu durum riskli varlıkları ve değerli metalleri destekliyor. Ancak pozisyonlanmanın giderek tek yönlü hale gelmesi, Fed indirimlerine rağmen daha güçlü bir USD'nin “pain trade” olarak masada kalmasına neden oluyor.

Emtia: Yapısal temalar, taktik uygulama

Son birkaç yıldır olduğu gibi değerli metaller—özellikle altın ve gümüş—yapısal olarak olumlu bakıyoruz. Konsensüs iyimserliğinin yükselmiş olması ve altın madencilerinin geriden gelen performansına rağmen, 2026'da altının 4.600 seviyesinin üzerine çıkma ve 5.000'e yönelme potansiyeli görüyoruz. Bu görünüm, uzun konsolidasyon dönemleri riskini artırsa da, sert geri çekilmelerin alım fırsatı olarak değerlendirilmesi gerektiğine işaret ediyor.

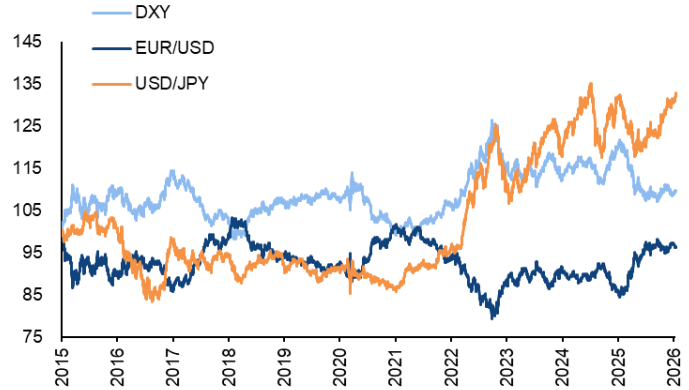
Petrolde nötr duruşumuzu koruyoruz; ancak sınırlı bir taktik yükseliş dahi seçili enerji hisselerinde anlamlı yukarı potansiyel yaratabilir. Bakır ise, saf teknoloji temasından ziyade; yapay zekâ bağlantılı altyapı yatırımları, elektrik şebekeleri ve yenilenebilir enerji yatırımlarının temel faydalanıcısı olmaya devam ediyor.

Grafik 9: ABD & Almanya – 10 Yıllık Tahvil Getirileri



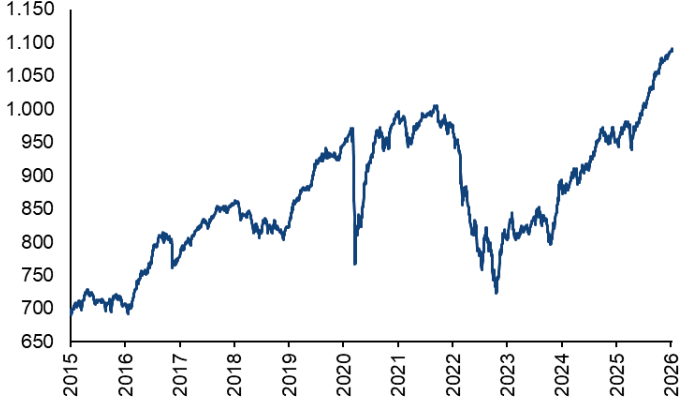
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 10: DXY – EUR/USD – USD/JPY (2015=100)



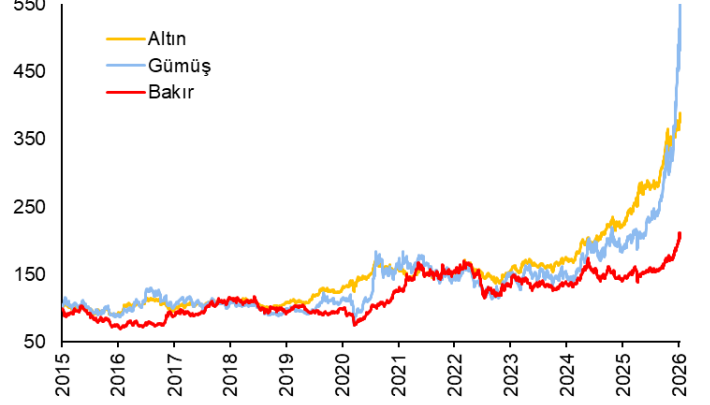
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 11: GOÜ Dış Kamu Borcu



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 12: Emtia (2015=100)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Türkiye Makro Görünüm

Dezenflasyon Sürüyor, Kısıtlar Devam Ediyor

Türkiye'nin 2026 makro hikâyesi bir rejim değişiminden ziyade, kademeli bir onarım sürecini yansıtıyor. Yön destekleyici; ancak hız bilinçli biçimde sınırlı.

2026 tahminlerimiz, daha düşük enflasyon ve daha sağlam bir büyüme görünümüne; buna paralel olarak görece dengeli bir ödemeler dengesi ve mali görünümüne işaret ediyor. Hem dış denge hem de bütçe dengesi, GSYH'ye oranla 2025 seviyelerine yakın, yönetilebilir bir patikada kalıyor. Bugüne kadar gerçekleşen ülke riski spreadi daralmasına rağmen, daha fazla spread daralması için yapısal zemin büyük ölçüde korunmuş durumda.

2026 için ana temalar

- ✓ Dezenflasyon devam ediyor; ancak hizmetler kaynaklı yapışkanlık sürüyor
- ✓ Parasal gevşeme kademeli ve koşullu; reel faizlerin 2026 boyunca pozitif kalması bekleniyor.
- ✓ Büyüme dirençli, ancak kompozisyonu iç talepten yatırım ve dış talebe kayıyor.
- ✓ Mali disiplin ve sınırlı cari açık makro kuyruk risklerini azaltıyor.
- ✓ Politika bileşimi kur istikrarını destekliyor.
- ✓ Makro normalleşme öngörülebilirliği artırıyor, ancak reel faiz kısıtını ortadan kaldırmıyor.

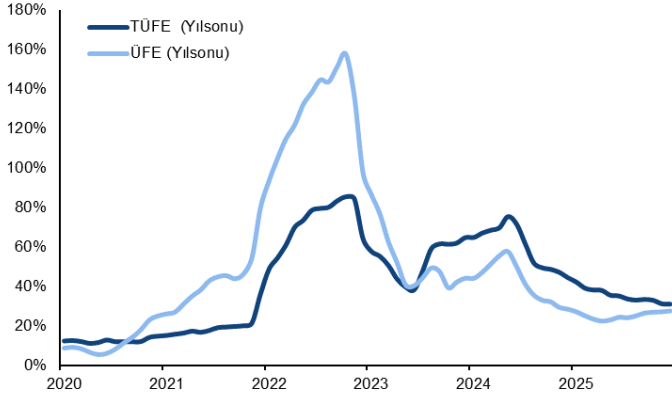
Enflasyon: Eğilim aşağı, yapışkanlık temel risk

Manşet enflasyonun 2026 boyunca aşağı yönlü seyrini sürdürmesini bekliyoruz. Sıkı finansal koşullar, zayıflayan iç talep ivmesi ve daha iyi beklenti yönetimi bu görünümü destekliyor. Ancak özellikle hizmet enflasyonu, ücret dinamikleri ve endeksleme davranışları nedeniyle enflasyon patikasının daha yatay ve yapışkan hale gelmesi olası. Bu da agresif bir parasal gevşeme alanının sınırlı olduğunu gösteriyor.

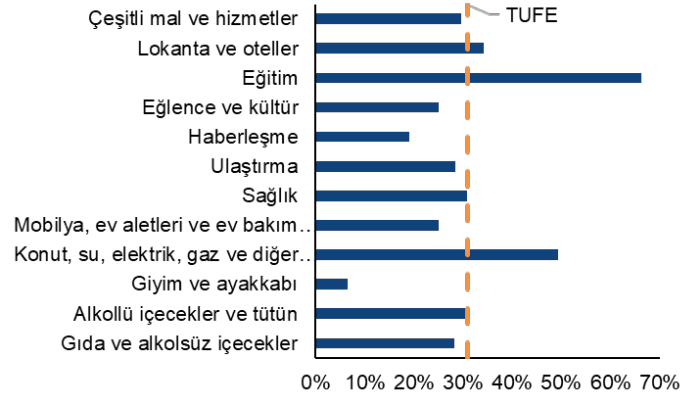
Manşetin altında, temel enflasyon trend göstergeleri yapışkan kalmaya devam ediyor. Çekirdek göstergeler anlamlı bir ivme kaybına işaret etmezken; kira ve diğer ana hizmet kalemleri yüksek aylık artışlarını sürdürüyor. TCMB'nin temel eğilim göstergeleri de henüz belirgin bir aşağı

kırılmaya işaret etmiyor. Bu durum, hizmet enflasyonu ve fiyatlama davranışlarının dezenflasyon hızını sınırlayan ana faktörler olmaya devam ettiğini gösteriyor.

2026 yıl sonu TÜFE enflasyonunu %23,6 olarak öngörüyoruz. Yıllık TÜFE'nin 1Ç, 2Ç, 3Ç ve 4Ç sonunda sırasıyla %28,6, %27,3, %24,0 ve %23,6 seviyelerine gerilemesini bekliyoruz. TÜFE sepetinde yapılabilecek metodolojik değişiklikler manşeti aşağı çekebilir. Buna karşılık, oynak gıda fiyatları, yapışkan hizmet enflasyonu ve hanehalkı ile reel sektörün geriye dönük beklentileri yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ediyor.

Grafik 13: TÜFE & ÜFE

Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Grafik 14: TÜFE'ye katkı yapan kalemler

Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Para Politikası: Gevşeme var, kesin bir yön değişimi yok

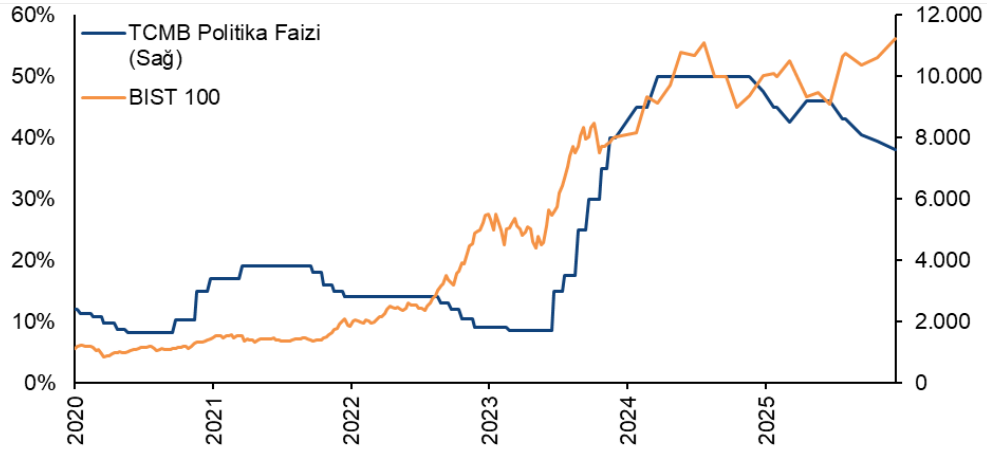
TCMB'nin 2026 boyunca faizleri kademeli biçimde indirmesini ve pozitif reel faiz tamponunu korumasını bekliyoruz. Gevşeme süreci veri odaklı ve koşullu; önceden taahhüt edilmiş bir patika söz konusu değil. Bu durum büyümeye duyarlı varlıklar için yukarı yönlü sürpriz alanını sınırlarken, finansal istikrarı destekliyor. En önemlisi, para politikası duruşu beklentileri sabitleyecek kadar sıkı kalıyor; bu da sermaye girişleri ve kur istikrarı açısından kritik.

Yılın son PPK toplantısında TCMB, beklentilere paralel şekilde politika faizini 150 baz puan indirerek %38'e çekti ve asimetrik koridor yapısını korudu. Yüksek reel faizler dikkate alındığında bu adım beklentiler dahilinde kalsa da, politika aksiyonları ile reel sektör ve hanehalkı 12 aylık enflasyon beklentileri arasındaki kopukluk devam ediyor son ankete göre bu beklentiler sırasıyla %34,8 ve %50,9. Aralık PPK metni ton olarak önceki metinlerden belirgin biçimde ayrışmasa da, beklentiler ve fiyatlama davranışlarına ilişkin risk değerlendirmelerinin bir miktar yumuşadığı görülüyor.

Daha geniş çerçevede bakıldığında, gevşemenin hızı ve ölçeği politika kredibilitesi açısından kritik önem taşıyor. Politika faizi patikası 2026'da daha hızlı faiz indirimlerini getirirse, hâlen yüksek seyreden enflasyon beklentileri dikkate alındığında reel faiz tamponunun erken erimesi riskini beraberinde getiriyor. Bu nedenle yeterli sıkılık vurgusunun korunması ve ara hedeflerin gerçekçi kalması büyük önem taşıyor. Mevcut gevşeme süreci kademeli ve koşullu kaldığı sürece, dolarizasyon risklerinin sınırlanması ve makro istikrarın korunması mümkün.

2026 sonunda politika faizinin %28,5'e gerilemesini bekliyoruz. Çeyreksele patikada ise politika faizinin 1Ç, 2Ç, 3Ç ve 4Ç sonunda sırasıyla %35, %32,5, %30,5 ve %28,5 seviyelerinde olacağını öngörüyoruz.

Grafik 15: TCMB Politika Faizi vs BIST100



Kaynak: TCMB, Rasyonet, YKY Araştırma

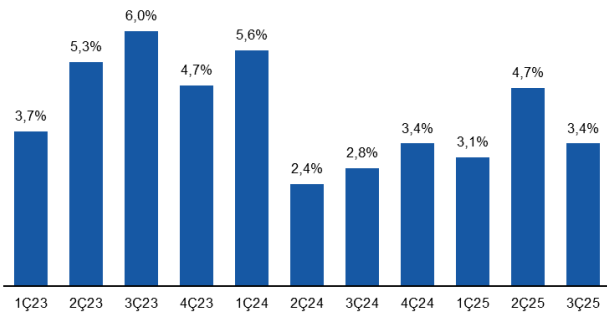
Büyüme: Dirençli, ancak yurt içi talep baskı altında

Kısıtlayıcı politikalara rağmen, 2025 yılında büyüme beklentilerin üzerinde gerçekleşti. 3Ç25'te GSYH yıllık bazda %3,7 artarken, çeyreklik bazda %1,1 ile yukarı yönlü sürpriz yaptı. Bu dönemde tüketim ve sabit sermaye yatırımları büyümeye güçlü katkı sağladı. 2026'da ekonomik aktivitenin dirençli kalmasını, ancak daha dengeli bir kompozisyona sahip olmasını bekliyoruz. Yurt içi talep soğuma eğilimine girerken, yatırım harcamaları ve dış talep bu yavaşlamayı kısmen telafi ediyor. Bu görünüm, istikrarlı ancak çok güçlü olmayan bir büyümeye işaret ediyor: şirket kârlılıklarını destekleyecek ölçüde yeterli, ancak geniş tabanlı bir çarpan genişlemesini tetikleyecek kadar güçlü değil.

Son dönemde büyüme tarafı ve reel sektör güveninde toparlanma gözleniyor. İmalat PMI endeksi 2025 yıl sonu itibarıyla 48,9 seviyesine yükselerek son bir yılın en yüksek düzeyine ulaştı. Bu iyileşme, dış talep koşullarındaki toparlanma ile de destekleniyor. İstihdam koşulları görece olumlu seyrini korurken, tüketici güveni de dirençli yurt içi talebi yansıtacak şekilde güçlü kalmaya devam ediyor. Güçlü inşaat faaliyetinin, sosyal konut ve benzeri destekleyici adımların da katkısıyla 2026 yılında sürmesini bekliyoruz. Tüm bu unsurlar, 2026 için bir miktar daha olumlu bir büyüme görünümüne işaret ediyor.

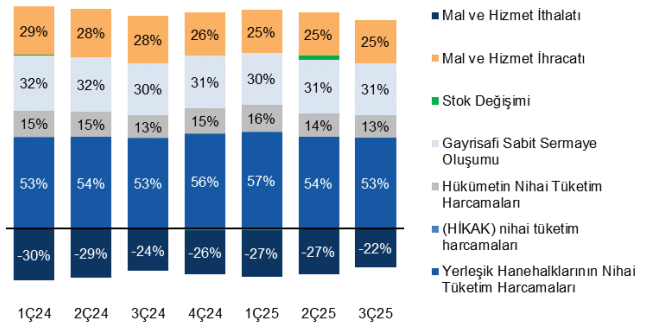
Bu çerçevede, GSYH büyümesinin 2025'te öngördüğümüz %3,75 seviyesinden 2026'da %3,90'a yükselmesini bekliyoruz.

Grafik 16: GSYİH Büyüme (yıllık, reel)



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 17: GSYİH Büyüme Kırılımı



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

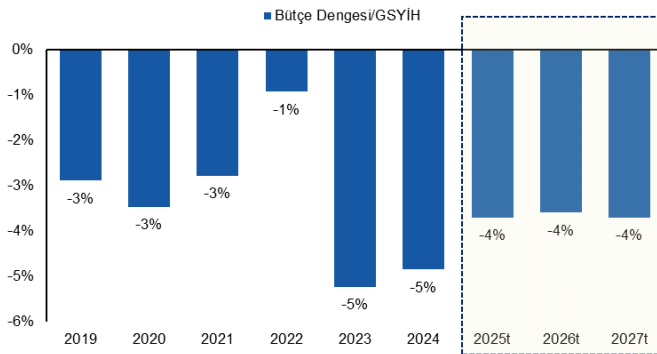
Maliye Politikası ve Dış Denge: Artık zayıf halka değil

Mali disiplin belirgin şekilde iyileşmiş durumda. Bütçe açığı, GSYH'ye oranla yönetilebilir seviyelerde dengelenirken, gelir performansı beklentilerin üzerinde seyrediyor. Bu durum finansman baskılarını azaltırken, mevcut eğilimin sürmesi borçlanma ihtiyacını da sınırlandırabilir. Son 12 aylık nakit gelirler yıllık bazda %46,3 artarken, nakit harcamalardaki artış %39,1 ile daha sınırlı kaldı. Birincil bütçe açığı ise Mart ayındaki 1.046 milyar TL zirvesinden Kasım itibarıyla 193 milyar TL'ye geriledi.

2026 yılında bütçe açığının Orta Vadeli Program hedefi olan GSYH'nin %3,6'sı ile uyumlu gerçekleşmesini bekliyoruz.

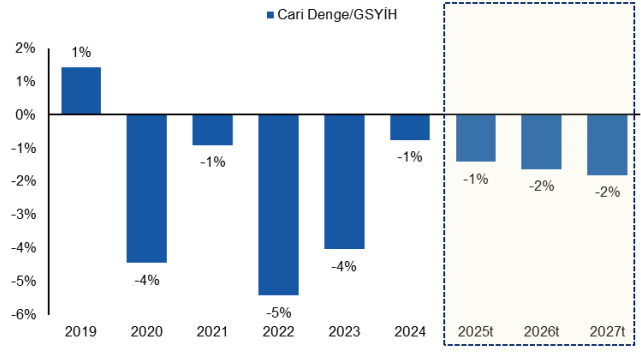
Cari dengede ise 2026 yılında belirgin bir bozulma öngörmüyoruz. Görece ılımlı enerji fiyatları ve daha destekleyici bir dış talep ortamının ticaret dengesini sınırlı ölçüde desteklemesini bekliyoruz. Cari açığın 2025'te tahmin ettiğimiz %1,4 seviyesinden 2026'da GSYH'nin %1,6'sına sınırlı şekilde yükselmesini öngörüyoruz. Finansman tarafında ise, 2025'te olduğu gibi dış borçlanmanın yönetilebilir kalmasını bekliyoruz. Risk primlerindeki gerileme, son dönemdeki devlet dış borçlanmalarına güçlü talep ve küresel/GOÜ risk iştahının olumlu seyri, 2026 için Türkiye'nin finansman görünümünü destekliyor. Bu nedenle dış denge dinamikleri konusunda genel olarak rahatız.

Grafik 18: Bütçe Dengesi / GSYİH



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Grafik 19: Cari Denge / GSYİH



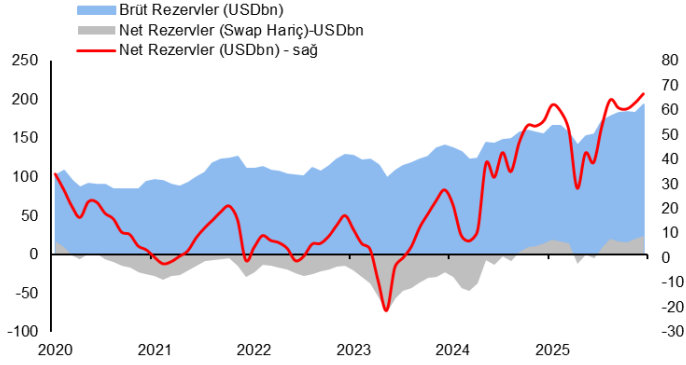
Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Kur Dinamikleri: Değerlenmeden ziyade istikrar

Makroekonomik çerçeve, belirgin bir reel değerlenmeden ziyade kur istikrarını destekliyor. Yüksek "carry" getirisi, artan döviz rezervleri ve kontrol altında kalan dolarizasyon, değer kaybı baskılarını sınırlarken, kademeli nominal değer kaybı temel senaryomuz olmaya devam ediyor. Daha da önemlisi, mevcut politika bileşimi düzensiz kur hareketleri riskini azaltıyor ki bu, hisse senetleri açısından kur seviyesinden daha kritik.

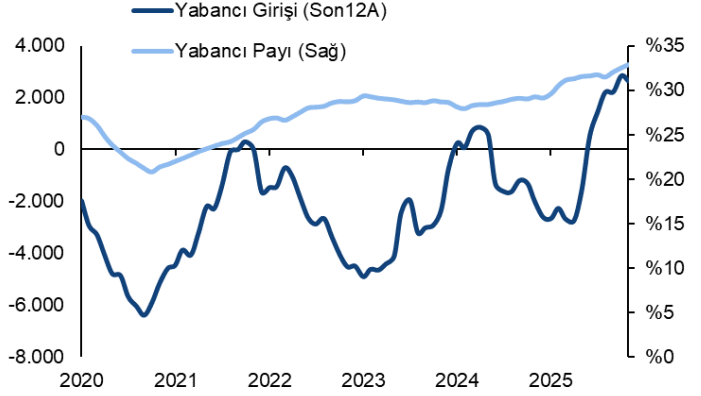
Enflasyondaki yavaşlama, piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerindeki gerileme, TL'deki görece istikrar, artan rezervler ve dengelenen dolarizasyon dikkate alındığında, TCMB'nin bu yıl ilave faiz indirimleri için alanı bulunuyor. Bu faiz indirimlerini, sürecin kademeli ilerlemesi ve anlamlı bir reel faiz tamponunun korunması koşuluyla TL açısından negatif olarak değerlendirmiyoruz. Ancak bu çerçevede, en azından bir yıl öncesine kıyasla, belirgin bir reel TL değerlenmesi artık temel senaryomuz değil.

Grafik 20: TCMB Rezervleri



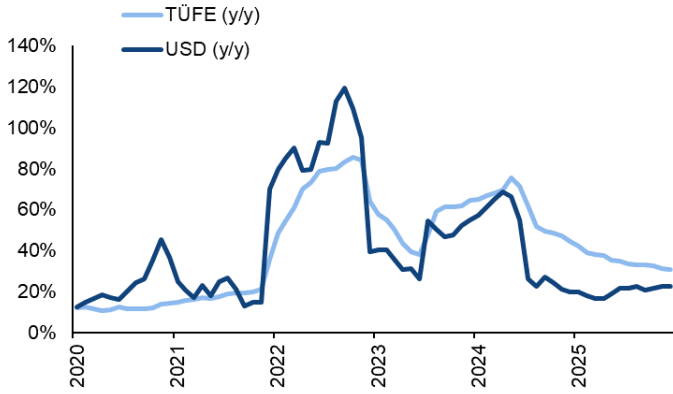
Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Grafik 21: Yabancıların Hisse Senedi Alımları



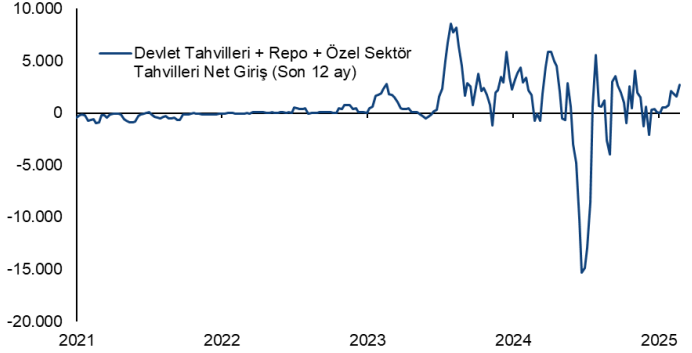
Kaynak: BIST, YKY Araştırma

Grafik 22: USD/TL vs. TÜFE



Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Grafik 23: Yabancıların Tahvil Alımları



Kaynak: TCMB, YKY Research

YKY Araştırma Makro Varsayımlar

	2023	2024f	2025f	2026f
Nominal GSYİH (TL billion)	26.276	44.587	62.402	81.818
Nominal GSYİH (USD billion)	1.104	1.356	1.447	1.703
Real GSYİH (yoy %)	4,52	3,33	3,75	3,90
TÜFE (dönem sonu) - %	64,8	44,4	31,1	23,6
TÜFE (ortalama) &	53,9	58,5	34,9	26,2
TL / USD (dönem sonu)	29,103	35,312	43,111	52,476
TL / USD (ortalama)	23,797	32,872	39,501	48,043
TCMB Politika Faizi (Dönem Sonu) - Basit	42,50	47,50	38,00	28,50
TCMB Politika Faizi (Dönem Sonu) - Bileşil	52,70	60,46	46,03	32,87
Cari Açık / GSYİH (%)	-4,0	-0,8	-1,4	-1,6
Bütçe Dengesi / GSYİH (%)**	-5,2	-4,9	-3,7	-3,6
Kaynak: YKY Araştırma				

BİST Görünüm

BİST, son yıllara kıyasla daha istikrarlı bir makro ve finansal ortamla 2026 yılına giriyor. Dezenflasyon süreci, ülke risk primlerindeki düşüş ve temkinli bir gevşeme döngüsü, görünümü destekliyor ve kuyruk risklerini azaltıyor. Ancak bize göre bu olumlu gelişmeler, yüksek reel faiz ortamının getirdiği kısıtlamaları tamamen ortadan kaldırmıyor ve yabancı girişleri veya enflasyon beklentilerinde belirgin bir kırılma ile desteklenmedikçe, geniş bir endeks pozisyonu için net bir katalizör bulunmuyor.

2026 için Ana Temalar

- ✓ Yüksek reel faizler, makro görünüm iyileşse dahi endeks genelinde yukarı yönlü potansiyeli sınırlıyor.
- ✓ Değerleme iskontolarının anlamlı hale gelmesi için net kar ve nakit akımı kalitesinin fiilen ortaya konması gerekiyor.
- ✓ Hisse senedi alımlarının geniş tabanlı değil, dönemsel ve seçici olması daha olası.
- ✓ Manşet büyümeden ziyade marj dayanıklılığı ve fiyatlama gücü öne çıkıyor.
- ✓ Kur maruziyeti destekleyici; ancak maliyet yapısı ve borçluluk profilleri açısından seçicilik gerektiriyor.
- ✓ Yüksek ayrışmanın olduğu, bant içinde hareket eden bir endeks görünümü en olası senaryo.

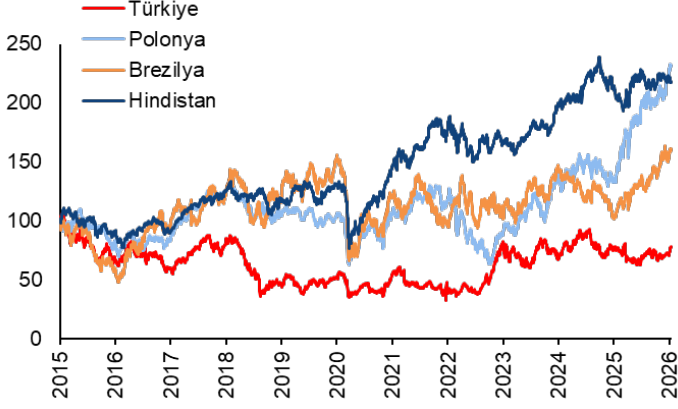
2025'ten 2026'ya ne kaldı?

2025, yüksek reel faizler, sınırlı yerli yatırımcı katılımı ve seçici yabancı girişleriyle zorlu bir yıl oldu. Türk hisse senetleri için görünüm 2024'e kıyasla iyileşmiş olsa da, bu iyileşme homojen değil. 2025 şu özellikleriyle öne çıktı:

- Enflasyon muhasebesi altında reel kârlar geriledi.
- Finansman maliyetleri net karları baskıladı.
- Hisse performansı trendden ziyade taktik kaldı.
- Makro kredibilite iyileşti; ancak değerlemeler buna eşlik etmedi.

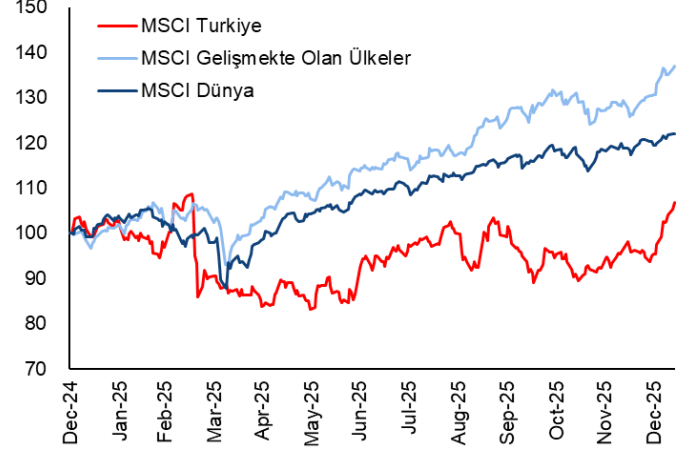
BİST100, enflasyonun altında getiri sağlarken MSCI Türkiye endeksi MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksinin %37 altında performans gösterdi. Buna bağlı olarak, 2021–23 dönemindeki güçlü performansa rağmen BİST'in 2025 kümülatif getirisi %14 ile aynı dönemdeki %31 enflasyonun oldukça altında kaldı ve küresel benzerlerine göre göreceli zayıflık daha da belirginleşti.

Grafik 24: BIST vs. Global Benzerleri



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 25: MSCI Türkiye vs. MSCI GOÜ / MSCI Dünya



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

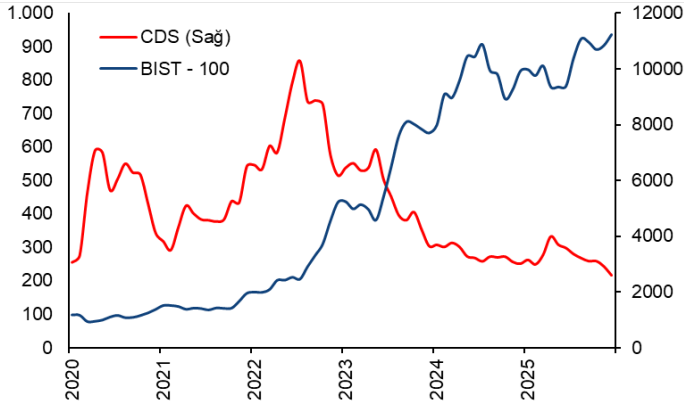
2026'ya giriş: Daha iyi zemin, bağlayıcı kısıtlar

BIST, 2026'ya son yıllara kıyasla anlamlı ölçüde iyileşmiş bir makro ve finansal zeminle giriyor. Dezenflasyondaki ilerleme, ülke risk primindeki düşüş ve temkinli bir gevşeme döngüsü, 2025'e kıyasla daha destekleyici bir ortam sunuyor.

Ancak 2026, Türk hisse senetleri için bir "toparlanma yılı" değil. Aksine, istikrarın zayıf temelleri artık maskeleyemediği bir yıl. Piyasa, net kar tarafında tamponu olmadan yıla giriyor: Enflasyondan arındırılmış finansallar altında reel kârlar 2025'te zaten daraldı ve daha fazlası için alan sınırlı.

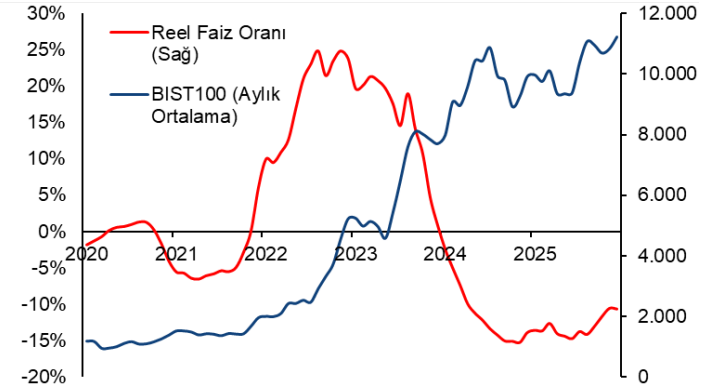
Faizler düştükçe iyimserlik artmasını bekliyor; ancak görünümün hala heterojen olduğunu düşünüyoruz. Nominal faizler gerilerken reel getiriler yüksek kalıyor. Bu durum, geniş tabanlı bir değerlendirme artışını sınırlandırıyor.

Grafik 27: CDS (Ülke Risk Primi)



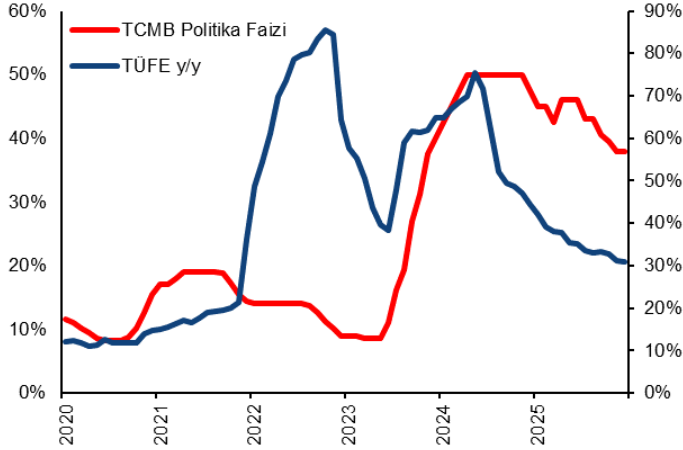
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 28: BIST100 vs. Reel Faiz



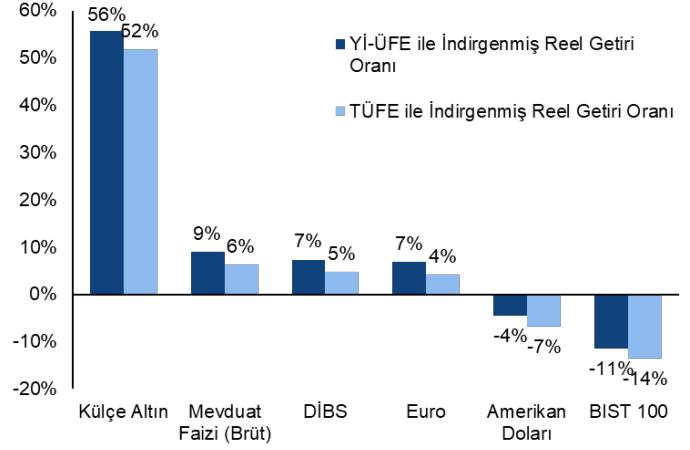
Kaynak: TUIK, TCMB, YKY Araştırma

Grafik 29: TÜFE ve Politika Faizi



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 30: Finansal Enstrümanların Reel Getirileri



Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Değerlemeler: Yüksek iskontolar nereye gitti?

Son üç-dört yıldır, bizim de dahil olduğumuz piyasa konsensüsü, Borsa İstanbul'un benzer ülkelere kıyasla optik olarak iskontolu görünen manşet çarpanlarını, yukarı yönlü potansiyelden ziyade aşağı yönlü riskleri sınırlayan bir unsur olarak değerlendirmekteydi. Ancak geriye dönük bakıldığında, bu anlatının giderek daha fazla sorgulanabilir hale geldiğini düşünüyoruz. Geçmiş çarpanlar bazında Borsa İstanbul, MSCI Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelere anlamlı ölçüde gerisinde performans gösterdiği bir dönemde dahi benzer ülkelere kıyasla primli bir görünüm sunuyor. Bu çarpan genişlemesinin temelinde, raporlanan kârlılıktaki belirgin daralma yer alıyor. Söz konusu daralma yalnızca enflasyon muhasebesinin yarattığı bozulmalardan değil, aynı zamanda uzun süre yüksek seyreden faiz ortamının finansman giderleri üzerindeki baskısından da kaynaklanıyor. Artan finansman maliyetleri net kârlılığı aşağı çekerken, manşet F/K çarpanlarını mekanik olarak yukarı itiyor. Bu durum, piyasanın pahalı olduğu anlamına gelmese de, geriye dönük çarpanlara dayalı "yapısal ucuzluk" argümanını zayıflatıyor.

Table 1: BIST vs. EMs – Geriye Dönük F/K

Country	Index	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	XU100	7,8	6,8	4,9	4,3	24,6
India	NIFTY	26,6	22,3	23,6	22,1	24,2
Indonesia	JCI	26,5	15,1	17,7	16,5	21,7
Thailand	SET	20,4	17,5	17,8	19,4	13,5
Mexico	MEXBOL	15,3	12,8	16,1	14,1	15,8
Brazil	IBOV	6,6	6,0	9,9	8,1	11,3
South Africa	JALSH	13,5	10,5	12,5	16,6	16,2
China	SHCOMP	15,0	13,2	13,7	16,3	18,9
MSCI EM	MXEF	14,1	12,2	15,1	13,7	16,9
Poland	WIG	11,2	6,7	8,3	9,9	11,9
South Korea	KOSPI	14,5	11,1	18,8	11,4	18,3

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Table 2: BIST vs. EMs – İleriye Dönük F/K

Country	Index	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	XU100	5,9	4,9	4,6	5,5	5,2
India	NIFTY	25,0	22,2	23,3	22,1	24,0
Indonesia	JCI	18,2	14,7	15,4	12,7	16,2
Thailand	SET	18,7	16,5	16,4	16,0	13,9
Mexico	MEXBOL	14,8	12,6	14,0	11,3	14,2
Brazil	IBOV	7,2	6,2	9,6	7,9	9,8
South Africa	JALSH	10,6	10,5	12,8	13,0	14,8
China	SHCOMP	13,4	11,3	11,2	13,6	15,4
MSCI EM	MXEF	13,4	11,4	14,1	13,5	15,9
Poland	WIG	10,7	6,8	8,5	10,0	12,5
South Korea	KOSPI	11,4	10,2	16,2	9,8	14,5

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

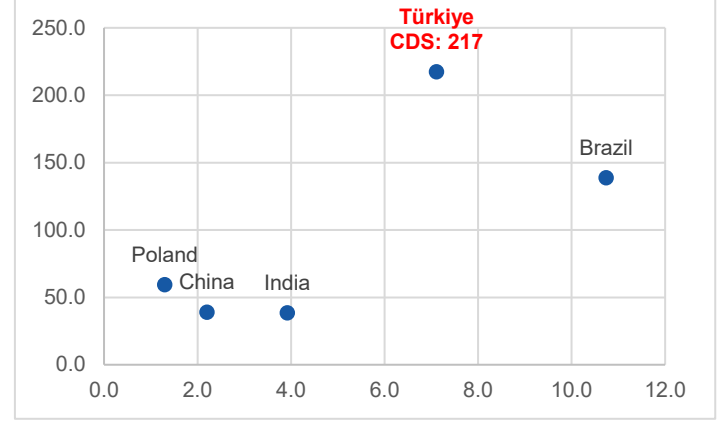
İleriye dönük bakıldığında ise, Borsa İstanbul'un 2026 beklentilerine göre halen benzer ülkelere kıyasla iskontolu işlem gördüğünü not ediyoruz. Bununla birlikte, yüksek enflasyon ortamında hem enflasyon muhasebesi etkilerinin hem de yüksek reel faizlerin kazanç görünürlüğünü bozduğu bir zeminde tahminlerin anlamı büyük ölçüde aşınmış durumda. Bu tablo, manşet ve toplulaştırılmış değerlendirme karşılaştırmalarının ne kadar yanıltıcı olabileceğini açık şekilde ortaya koyuyor. Bizim açımızdan, yüksek reel faizler, zayıf büyüme dinamikleri ve yüksek sermaye maliyeti dikkate alındığında, piyasanın iskontolu işlem görmesi rasyonel. Asıl soru, bu iskontonun

zaman içinde nasıl evrileceği ve şirketler arasında nasıl ayrışacağıdır. Önümüzdeki dönemde değerlendirme desteğinin, endeks seviyesindeki çarpanlardan ziyade; bilanço dayanıklılığı, finansman maliyetlerine duyarlılık ve kâr kalitesi gibi şirket özelinde faktörlerden gelmesini bekliyoruz

Table 3: Türkiye vs. GOÜ– Temel Göstergeler

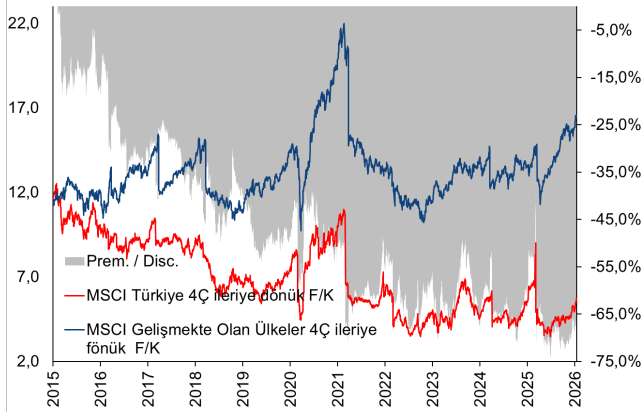
Ülke	Politika Faizi	TÜFE (son)	Reel Faiz	CDS
Türkiye	38,0	30,9	7,1	217,4
Brezilya	15,0	4,3	10,7	138,7
Hindistan	5,3	1,3	3,9	38,5
Polonya	4,0	2,7	1,3	59,4
Çin	3,0	0,8	2,2	38,9

Enflasyon Üstü Politika vs. CDSs



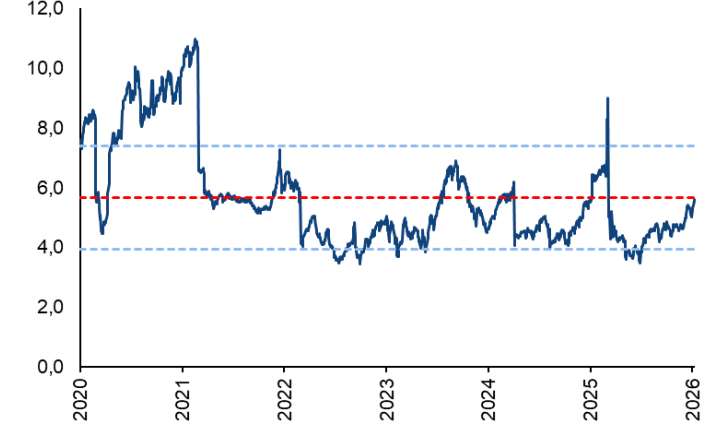
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 31: MSCI GOÜ İskonto Oranı



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 32: BIST İleriye Dönük F/K



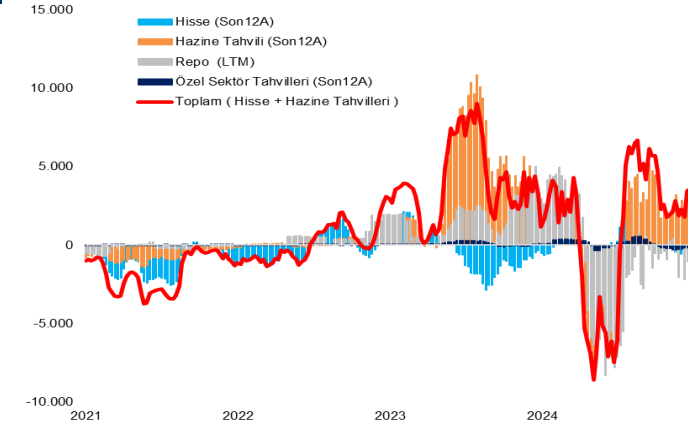
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Akımlar: Yabancı ilgi önemli, zamanlaması belirsiz

Yabancı yatırımcı payı tarihsel olarak düşük seviyelerde ve bu durum teorik bir yukarı potansiyel yaratıyor. Ancak yabancı girişlerinin doğrusal ya da endeks bazlı bir biçimde geri dönmesini beklemiyoruz.

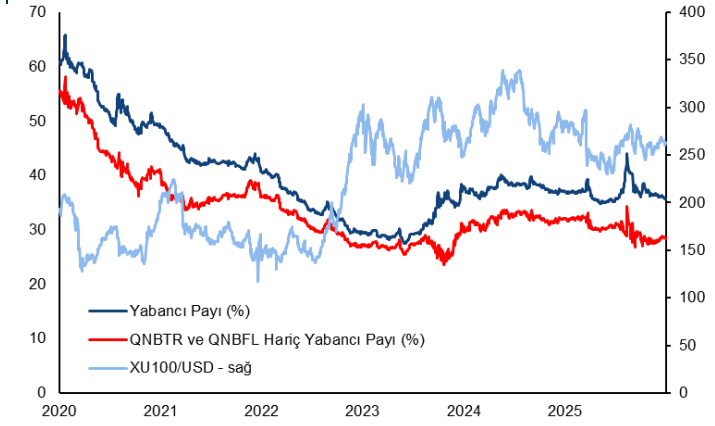
2026'da, gerçekleşmesi halinde, girişlerin dönemsel ve seçici olacağını; likiditesi yüksek, net kar görünümü güçlü, döviz nakit akımlarına ve kurumsal iletişimi güçlü hisseleri tercih edeceğini düşünüyoruz. Cazip alternatif getiriler nedeniyle yerli yatırımcıların endeks genelinde kalıcı bir momentum yaratması ise zor görünüyor.

Grafik 33: Yabancı Alımları



Kaynak : TCMB, YKY Araştırma

Grafik 34: Yabancı Payı



Kaynak : YKY Araştırma

Özet 2026 Beklentilerimiz

Manşet değerlemeler görece cazip görünse de, BIST 2026'ya TL bazında ~ 1,5 yıllık yatay seyir ve USD bazında kalıcı zayıflık sonrası giriyor. Yüksek reel TL faizleri, özellikle yerli yatırımcılar için hâlen güçlü bir alternatif sunuyor. Bu nedenle, dış kaynaklı girişler ya da enflasyon beklentilerinde net bir kırılma olmadan, geniş katılımlı bir yükseliş için belirgin bir katalizöre sahip olmadığını düşünüyoruz.

2026'da hisse performanslarının yön değil ayrışma tarafından belirleneceğini öngörüyoruz. Güçlü net kar, yönetilebilir borçluluk ve sağlam nakit üretimine sahip şirketlerin yatırımcı çekme olasılığı daha yüksek. Buna karşılık, bilanço enflasyonu etkilerine ya da uzun tahsilat sürelerine dayanan iş modelleri artan bir sorgulamayla karşı karşıya kalacaktır. Bu çerçevede, 2026 için temel hisse senedi temalarımız aşağıdaki gibidir:

Net Karlar Ayrıştırıcı Hale Geliyor

2026'da enflasyon muhasebesi etkilerinin daha da zayıflamasıyla birlikte, raporlanan kârlılık ile ekonomik kar arasındaki fark daha görünür hale geliyor. Önceki yıllarda stok değerlemeleri ya da net parasal pozisyon kazançlarından faydalanan şirketler artık normalleşme sürecine giriyor. Bu ortamda VAFÖK'ün nakde dönüşüm oranı yatırımcılar için temel odak noktası haline geliyor. Bu eğilim 2025 fiyatlamalarında zaten görülmeye başlamıştı ve 2026'da daha da güçlenmesini bekliyoruz.

Bilanço Riski Olmadan Faiz Duyarlılığı

Gevşeme döngüsü marjinal olarak destekleyici olsa da, faiz duyarlılığı artık genel bir olumlu faktör değil. Yüksek reel faiz ortamında piyasa daha seçici davranıyor; düşük fonlama maliyetlerinin net kar sürdürülebilirliğini güçlendirdiği şirketler öne çıkarken, yüksek borçluluk ya da agresif refinansman varsayımlarına dayalı iş modelleri, nominal faizler düşse bile kırılğan kalıyor.

Döviz bağıllılık: İç Talep Yerine Seçicilik

Döviz bağlantısı 2026'da da önemini koruyor; ancak yalnızca seçici şekilde. Buradaki temel ayrım döviz geliri olup olmaması değil, bu gelirlerin ne ölçüde dayanıklı nakit akımına dönüştürülebildiği. THYAO veya ENKAI gibi ölçek, operasyonel esneklik ve bilanço yapısı sayesinde döviz bağlantısını net kar dengeleyicisi olarak kullanabilen şirketler bu açıdan öne çıkıyor. Buna karşılık, yüksek yatırım harcaması gerektiren, fiyatlama gücü sınırlı ya da zayıf nakit dönüşümüne sahip döviz kazanan şirketlerin yalnızca kur maruziyeti üzerinden anlamlı fayda sağlaması zor.

Özetle, 2026'ya aktif ve taktiksel bir konumlanma yılı olarak yaklaşmak en doğrusu. Fırsatlar ortaya çıkacaktır; ancak bunların düzensiz ve kesintili olması muhtemeldir. Kârlılık görünürlüğü ve bilanço kalitesi en güçlü olan sektörlerde seçici pozisyonlanmayı tercih ediyoruz. Buna yüksek kaliteli finansallar (AKBNK, ANHYT), fiyatlama gücü ve disiplinli nakit yönetimine sahip büyük ölçekli tüketici şirketleri (BIMAS, MGROS, MAVI, ULKER, TABGD), savunma bağlantılı şirketler (OTKAR, ASELS), güvenilir sipariş birikimine ya da yurtdışı operasyonlarında yüksek marjlara sahip sanayi şirketleri (AKSEN, ENKAI) ve havacılık (THYAO, TAVHL, PGSUS) dahildir. Yüksek borçluluğa sahip döngüsel şirketler ile tamamen yurtiçi talebe bağlı ihtiyari tüketim şirketleri, yüksek reel faiz ortamında kırılgan kalmaya devam etmektedir. Nihayetinde odağımız, geniş tematik pozisyonlanmalardan ziyade hisse bazlı hikayeler üzerindedir.

Muhasebe karmaşasından reel nakit etkisine

2025 Aralık ayının son iki haftasında Vergi Usul Kanunu (VUK) kapsamında iki önemli düzenleme açıklandı:

- (i) VUK kapsamında enflasyon düzeltmesinin askıya alınması ve
- (ii) dördüncü geçici kurumlar vergisi döneminin yeniden yürürlüğe girmesi.

Bu iki gelişme, BIST'te işlem gören şirketlerin 2026 ve sonrası finansal görünümü açısından önemlidir. Nakit akımlarının seviyesi ve zamanlamasını değiştirebilir; vergi ve UFRS finansalları arasındaki farkı genişleterek temettü kapasitesini etkileyebilir ve parasal etkiler ve ertelenmiş vergiler yoluyla açıklanan kârların öngörülebilirliğini daha da zayıflatabilir.

Aşağıda, öncelikle bu iki VUK düzenlemesinin etkilerini ele alıyor; ardından YKY Araştırma olarak enflasyon muhasebesine bakışımızı ve değerlendirme açısından bizim için neyin önemli olduğunu ortaya koyuyoruz.

VUK Finansallarında Enflasyon Düzeltmesinin Askıya Alınması

25 Aralık'ta Resmî Gazete'de yayımlanan düzenlemeyle birlikte, VUK'un 298. maddesi kapsamında enflasyon düzeltmesi; teknik koşullar sağlansa dahi, 2025 hesap dönemi (geçici vergi dönemleri dahil) ile 2026 ve 2027 hesap dönemleri için uygulanmayacak. Cumhurbaşkanı bu süreyi üç yıla kadar uzatma yetkisi de tanınmış durumda.

2025'te geçici vergi dönemleri için enflasyon düzeltmesi zaten ertelenmişti; ancak şirketlerin yıllık beyannamelerinde bir defaya mahsus uygulaması bekleniyordu. Bu karar sonrasında, VUK kapsamında enflasyon düzeltmesi öngörülebilir bir süre için tamamen gündemden çıkmış oldu ve vergiler nominal, yani endekslenmemiş bakiyeler üzerinden hesaplanacak.

Etkinin büyüklüğü ve yönü şirketten şirkete değişecektir. Bununla birlikte, yatırımcıların üç ana aktarım kanalına odaklanması gerektiğini düşünüyoruz.

1. **Ödenen nakit vergilerde değişim:** Net parasal pozisyonu uzun olan (parasal varlıkları parasal yükümlülüklerinden fazla olan) şirketler için parasal zarar yazma imkânı ortadan kalkıyor. Diğer tüm koşullar sabitken bu durum, daha yüksek cari vergi gideri ve daha yüksek nakit vergi ödemesi anlamına geliyor. Net parasal pozisyonu kısa olan şirketlerde ise daha önce kaydedilen parasal kazançlar azalacak; bu da daha düşük cari vergi gideri ve potansiyel olarak daha düşük nakit vergi ödemesine işaret ediyor.

Kritik nokta şu: Enflasyon düzeltmesinin askıya alınması, yeniden değerlendirme imkânını ortadan kaldırmıyor. Uygun parasal olmayan varlıkların yeniden değerlendirilebilmesi, vergi sonucunu önemli ölçüde değiştirebilir. Bu seçeneği göz ardı eden analizler, pasif bir vergi stratejisi varsaymış olur ve nakit vergi etkisini hatalı değerlendirme riski taşır.

2. **Ticari kâr ile mali kâr arasındaki farkın açılması ve temettü etkisi:** Dağıtılabilir kâr hesaplamaları doğrudan etkilenecektir. 2023 yıl sonu VUK finansallarına uygulanan ilk enflasyon düzeltmesinden doğan kârlar vergilendirilmemişti; ancak 2024'ten itibaren parasal kazanç ve kayıplar vergi matrahına dahil edilmeye başlandı. Bu dinamik, özkaynakları enflasyon düzeltmesi sonrası önemli ölçüde artan şirketler için enflasyon düzeltmesinin askıya alınmasına yönelik beklentilerin neden güçlü olduğunu açıklıyor: Takip eden dönemlerde enflasyon kaynaklı parasal zararlar, vergi matrahını aşağı çekebilirdi.

VUK altında enflasyon düzeltmesi askıya alınırken TMS/TFRS kapsamında devam etmesi durumunda, iki finansal çerçeveye göre hesaplanan dağıtılabilir kârlar anlamlı ölçüde

ayrışacaktır. Daha önceki çalışmalarımızda da vurguladığımız üzere, bu ayrışma ciddi ertelenmiş vergi hareketlerine ve raporlanan net kârda oynaklığa yol açabilir. Daha da önemlisi, en somut etki temettülerde görülecektir. TMS/IFRS altında parasal kazançlar (kayıplar) nedeniyle daha yüksek (daha düşük) net kâr raporlayan şirketler, VUK finansallarına göre değerlendirildiğinde daha düşük (daha yüksek) dağıtılabilir kârla karşılaşabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Mart 2024 tarihli kararı ve Ticaret Bakanlığı’nın Haziran 2024 tarihli tebliği çerçevesinde; TTK amaçları için TMS 29 düzeltilmiş finansallar kullanılmaya devam edilse dahi, temettü dağıtımının VUK kapsamındaki yasal kayıtlardaki bakiyelerle desteklenmesi gerektiğini anlıyoruz. Uygulamada, azami dağıtılabilir tutar iki çerçeve arasındaki düşük olan tutarla sınırlı olacaktır. Sonuç olarak, fiilen ödenecek nakit temettüler, yalnızca IFRS finansallarına bakılarak yapılan beklentilerin altında kalabilir ve efektif temettü verimlerini aşağı çekebilir.

3. **Ertelenmiş vergi ve net kâr–nakit farkının genişlemesi:**

VUK kapsamında enflasyon düzeltmesinin askıya alınmasının en yapısal sonucu, mali kâr ile ticari kâr arasındaki farkın açılmasıdır. Tanım gereği bu fark geçicidir ve TFRS finansallarında ertelenmiş vergi yoluyla muhasebeleştirilir. Parasal olmayan varlıkları parasal olmayan yükümlülüklerinden fazla olan şirketler, ticari kârın mali kârdan daha yüksek olduğu bir yapı sergileyecektir. Bu durumda kısa vadede cari vergi gideri daha düşük olabilir; ancak ertelenmiş vergi yükümlülükleri artacak, ertelenmiş vergi gideri yükselerek raporlanan net kârı baskılayacaktır.

Bu çerçevede, 4Ç25 finansallarında ertelenmiş vergi gideri (veya geliri) muhasebeleştirilmesinden ve nakit olarak ödenen vergi ile tahakkuk esaslı IFRS finansallarında yer alan vergi gideri arasındaki farkın açılmasından kaynaklanan anlamlı sürprizler görmemiz olasıdır. Enflasyon dinamikleri, kur oynaklığı ve vergi zamanlamasının giderek daha fazla iç içe geçtiği bir ortamda, finansal tabloların sinyal gücünün şirketler arasında daha da ayrışmasını bekliyoruz. Bu nedenle, ertelenmiş vergilerin potansiyel büyüklüğüne ilişkin sayısal bir yönlendirme vermekten özellikle kaçınıyoruz; zira sonuçlar şirketlerin muhasebe ve vergiye ilişkin tercihlerine bağlı olarak tamamen değişebilir.

- İlk olarak, şirketlerin vergi finansallarında “yeniden değerlendirme” seçeneğini kullanmayı tercih etmeleri halinde, IFRS varlık değerlerinin VUK varlık değerlerinin üzerinde olmasından kaynaklanan ve IFRS finansallarında muhasebeleştirilecek potansiyel ertelenmiş vergi giderinin belirgin şekilde azalması, hatta tamamen ortadan kalkması mümkündür.
- İkinci olarak, 4Ç25 finansallarına yansıyacak etkinin büyüklüğü, şirketlerin 2025 yılı boyunca vergilerini çeyreksele IFRS finansallarında kademeli olarak mı muhasebeleştirmeyi tercih ettiklerine, yoksa yıl sonunda vergi mevzuatı kaynaklı enflasyon düzeltmesini topluca mı uygulayacaklarına bağlı olacaktır. Bu çerçevede, 9A25 finansallarında vergilerini bu yaklaşımla hesaplayan şirketlerin (örneğin AEFES, ARCLK, CCOLA, MGROS, SOKM ve TUPRS) 4Ç25’te görece daha yüksek zararlar açıklamaları olasıdır. Buna karşılık, vergi kanunu kaynaklı enflasyon düzeltmesini yıl sonuna bırakmayı tercih eden ve dolayısıyla 9A25 finansallarında daha yüksek vergi gideri muhasebeleştirmiş olan şirketlerin (örneğin ASELS, BIMAS, TABGD ve OTKAR) 4Ç25’te görece daha sınırlı etkilenmelerini bekliyoruz.

YKY İnceleme Kapsamı Etki

Vergi Usul Kanunu (VUK) kapsamında enflasyon muhasebesi, IFRS'ten farklı olarak yalnızca bilanço tarafındaki parasal olmayan kalemlere uygulanmakta; gelir tablosu kalemleri ise yeniden düzenlenmemektedir. Her ne kadar gelir tablosu etkisi vergi öncesi kâr (VÖK) seviyesinde büyük ölçüde nötrleşse de, vergilendirme ve kârlılık sonuçları açısından bilanço kompozisyonunun belirleyici olmaya devam etmesini bekliyoruz.

Bu çerçevede, IFRS finansallarının vergi finansalları için bir gösterge olarak kullanılması, açıkça gevşek ancak yön gösterici bir varsayım olmakla birlikte, enflasyon muhasebesinin vergi tarafında askıya alındığı bir senaryoda, net parasal kazanç yazan şirketlerin (yani parasal varlıkları parasal yükümlülüklerinden yüksek olanların) daha düşük VÖK açıklamasını ve dolayısıyla daha düşük nakit vergi ödemesini bekleriz. Buna karşılık, net parasal zarara sahip şirketler, diğer koşullar sabitken, VUK kapsamında enflasyon muhasebesinin askıya alınmasını takiben daha yüksek vergi ödemeleriyle karşı karşıya kalacaktır.

2024/12 ve 2025/09 IFRS finansalları baz alınarak yaptığımız değerlendirmeye göre, kapsama alanımızda yer alan ve yüksek tutarda parasal zarar kaydeden şirketler arasında ASELS, PETKM ve MAVİ öne çıkmakta olup, bu şirketlerin vergi ödemelerine daha fazla maruz kalması beklenmektedir. Buna karşılık, TCELL, OTKAR ve TTKOM parasal kazanç bulunmaması nedeniyle IFRS tarafında daha düşük VÖK açıklayabilecek olmakla birlikte, vergi finansalları seviyesinde daha düşük nakit vergi çıkışından fayda sağlayabilir. Aynı zamanda, IFRS kârları ile vergi kârı arasındaki farkın ve dolayısıyla olası ertelenmiş vergi etkisinin (gelir veya gider yönlü) sıralamanın uç noktalarında yer alan şirketlerde daha belirgin olmasını bekliyoruz.

TMS29 Düzeltmesi - 2024/12					TMS29 Düzeltmesi - 2025/09				
	Parasal Olmayan Varlıklar Artış	Parasal Olmayan Yükümlülükler Artış	Parasal Kazanç [Kayıp]	Gelirlere Oran		Parasal Olmayan Varlıklar Artış	Parasal Olmayan Yükümlülükler Artış	Parasal Kazanç [Kayıp]	Gelirlere Oran
ASELS	27.081	-38.173	-11.092	-9,2%	ASELS	26.178	-39.969	-13.791	-11,5%
PETKM	36.935	-40.801	-3.865	-5,0%	PETKM	49.632	-54.157	-4.525	-5,8%
MAVI	-18	-1.323	-1.341	-3,5%	AKSEN	5.502	-7.344	-1.842	-5,8%
AKSEN	6.461	-7.544	-1.083	-3,4%	MAVI	123	-1.577	-1.454	-3,8%
TUPRS	64.111	-84.528	-20.417	-2,5%	AYGAZ	7.251	-8.015	-763	-0,9%
TOASO	11.902	-13.875	-1.973	-1,6%	BIMAS	26.346	-29.441	-3.095	-0,6%
TABGD	3.361	-3.539	-178	-0,6%	SOKM	8.951	-9.390	-439	-0,2%
KARDM	18.184	-18.292	-108	-0,2%	TUPRS	74.562	-75.013	-451	-0,1%
ULKER	2.978	-3.059	-81	-0,1%	TABGD	2.980	-2.955	25	0,1%
BIMAS	9.665	-9.808	-143	0,0%	ULKER	9.133	-8.959	174	0,2%
SOKM	14.707	-11.229	3.478	1,7%	TOASO	11.578	-10.890	687	0,6%
AGHOL	127.989	-112.399	15.590	2,8%	KARDM	15.155	-14.560	594	1,1%
AEFES	87.730	-81.288	6.443	2,8%	CCOLA	90.890	-88.123	2.767	2,0%
MGROS	25.264	-16.259	9.005	3,1%	AEFES	110.214	-105.274	4.940	2,1%
ARCLK	47.380	-34.140	13.240	3,1%	FROTO	42.768	-27.458	15.310	2,6%
FROTO	49.864	-26.742	23.122	3,9%	ARCLK	39.251	-28.082	11.169	2,6%
CCOLA	66.883	-61.415	5.468	4,0%	AGHOL	148.277	-132.324	15.953	2,8%
TCELL	66.516	-54.059	12.457	7,8%	MGROS	25.413	-15.270	10.143	3,5%
OTKAR	7.508	-4.242	3.266	9,6%	TCELL	59.800	-52.529	7.271	4,6%
TTKOM	69.378	-43.582	25.796	16,0%	OTKAR	5.611	-2.646	2.965	8,7%
					TTKOM	54.946	-37.293	17.653	10,9%

Bununla birlikte, IFRS bazlı analizlerin işaret ettiğinden fiili vergi sonuçlarının anlamlı ölçüde sapabileceği konusunda temkinli olunması gerektiğini düşünüyoruz. Zira IFRS ile vergi muhasebesi arasındaki teknik ve mekanik farklar bu sapmayı beraberinde getirebilir. Örneğin, gıda perakendecileri IFRS kapsamında kira sözleşmelerini kullanım hakkı varlıkları (right-of-use assets) olarak muhasebeleştirdikleri için TMS 29 altında parasal kazanç yazma eğilimindedir. Ancak vergi muhasebesinde benzer bir uygulama bulunmadığından, aynı şirketler vergi finansallarında parasal zarar kaydediyor olacaktır.

Buna rağmen, parasal olmayan varlıkların parasal olmayan yükümlülüklerle kıyasla büyüklüğü ve vadesi ne kadar yüksekse, bir şirketin vergi bazlı enflasyon muhasebesinin askıya alınmasından fayda sağlama olasılığının da o kadar yüksek olmasını bekliyoruz. Bu fayda, IFRS tarafında vergi öncesi kârın (VÖK) nasıl görüldüğünden bağımsız olarak, ağırlıklı olarak daha düşük nakit vergi çıkışı üzerinden gerçekleşecektir.

Dördüncü Geçici Vergi Döneminin Geri Getirilmesi – Zamanlama ve Likidite

19 Aralık'ta yayımlanan düzenlemeyle, Gelir Vergisi Kanunu'nun 120. maddesindeki "ilk dokuz ay" ibaresinin kaldırılması, dördüncü geçici kurumlar vergisi dönemini fiilen geri getirmiştir. Takvim yılı esasına göre faaliyet gösteren şirketler için, Ekim–Aralık dönemine ilişkin vergiler—daha önce 30 Nisan'da ödenirken, artık 17 Şubat'ta ödenecek. Bu durum, nakit çıkışlarını ~ 72 gün öne çekmektedir.

YKY İnceleme Kapsamı Etki

Bu değişikliği bir kârlılık etkisinden ziyade, zamanlama etkisi olarak değerlendiriyoruz. Vergi ödemelerinin öne çekilmesi, fonlama ihtiyacını ve fiili finansman maliyetini artırmaktadır.

- Daha erken nakit çıkışları, özellikle işletme sermayesi yoğun iş modellerinde kısa vadeli finansman baskısını artırır.
- Aynı vergi yükü, likidite tamponları, fonlamaya erişim ve nakit dönüşüm dinamiklerine bağlı olarak şirketler arasında çok farklı özsermaye sonuçları yaratabilir..

İnceleme kapsamımızdaki şirketlerin 2024/12 ve 2025/09 verilerini kullanarak net borçlarına göre vergi yükü açısından sıraladığımızda, BIMAS, CCOLA ve TCELL'in görece daha olumsuz etkilenmesini; buna karşılık, PETKM, SOKM ve PGSUS'un, birikmiş zararlarının 2025 yılı için oluşabilecek vergi yükünü büyük ölçüde telafi etmesi beklenmesi nedeniyle, en azından 2025 açısından anlamlı bir etkiyle karşılaşmalarını bekleriz.

	2025/09				2024/12			
	Dönem Vergi Gideri [TLmn]	VÖK'e Oran	Net Borç [Nakit] [TLmn]	Net Borç Oran	Dönem Vergi Gideri [TLmn]	VÖK'e Oran	Net Borç [Nakit] [TLmn]	Net Borç Oran
AEFES	-4.663	0%	54.412	-9%	-6.626	-21%	24.429	-12%
AGHOL	-6.023	-20%	72.681	-8%	-7.421	-20%	31.350	-10%
AKSEN	-1.156	-26%	41.312	-3%	-1.864	-40%	27.113	-5%
ARCLK	-1.232	n.m	150.233	-1%	-1.410	88%	87.227	-1%
ASELS	-92	-3%	23.769	0%	-54	-1%	15.925	0%
AYGAZ	-537	-17%	-3.011	18%	-251	-9%	-1.843	8%
BIMAS	-6.981	-31%	29.821	-23%	-4.855	-19%	28.736	-16%
CCOLA	-3.905	-21%	24.187	-16%	-3.728	-19%	25.795	-15%
FROTO	-1.999	-7%	97.772	-2%	-1.258	-3%	101.427	-1%
MAVI	-1.143	-41%	-2.068	55%	-951	-26%	-3.957	46%
OTKAR	-22	n.m	23.839	0%	-34	1%	19.794	0%
PETKM	0	n.m	41.429	0%	-25	1%	35.724	0%
SOKM	0	n.m	955	0%	0	0%	3.694	0%
TABGD	-309	-10%	-2.360	13%	-732	-25%	-2.365	31%
TCELL	-6.214	-28%	44.316	-14%	-3.303	-21%	28.525	-7%
TOASO	-192	-6%	19.547	-1%	-1.177	-24%	8.104	-6%
TTKOM	-5.343	-17%	57.334	-9%	-856	-3%	52.494	-1%
TUPRS	-1.328	-4%	-74.431	2%	-3.004	-9%	-54.546	4%
ULKER	-1.017	-15%	38.897	-3%	-628	-6%	21.696	-2%

YKY Model Portföy

En beğendiğimiz hisseler: **AKBNK, AKSEN, ANHYT, BIMAS, CCOLA, MAVI, OTKAR, TABGD, MIGROS ve ULKER.**

Şirket	Kod	Piyasa Değeri (TLmn)	3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Bim Birlesik Magazalar	BIMAS	371,400	3,514	619.00	920.00	49%
Aksa Enerji	AKSEN	84,127	675	68.60	98.00	43%
Mavi Giyim	MAVI	35,753	353	45.00	68.00	51%
Tab Gıda Sanayi	TABGD	59,496	169	227.70	335.00	47%
Otokar	OTKAR	61,260	201	510.50	780.00	53%
Akbank	AKBNK	382,200	7,193	73.50	102.00	39%
Coca Cola Icecek	CCOLA	174,040	403	62.20	100.00	61%
Anadolu Hayat Emek.	ANHYT	41,947	131	97.55	150.00	54%
Migros	MIGROS	107,094	1,344	591.50	940.00	59%
Ulker	ULKER	43,648	597	118.20	190.00	61%

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet

Şirket	Kod	Portföy Giriş Tarihi	Giriş Fiyatı	Cari Fiyat	Nominal Getiri	BIST-100 Göreceli Getiri
Bim Birlesik Magazalar	BIMAS	16.01.2023	119.48	619.00	418.1%	103.2%
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	12.05.2023	10.39	31.08	199.1%	18.2%
Aksa Enerji	AKSEN	16.01.2024	32.74	68.60	109.5%	58.0%
Mavi Giyim	MAVI	16.01.2024	29.99	45.00	50.0%	3.6%
Tab Gıda Sanayi	TABGD	11.11.2024	138.77	227.70	64.1%	23.5%
T.S.K.B.	TSKB	06.12.2024	12.87	13.37	3.9%	-14.7%
Turkcell	TCELL	17.01.2025	95.80	99.55	3.9%	-14.4%
Otokar	OTKAR	29.07.2025	523.57	510.50	-2.5%	-13.3%
Model Portföy Getiri (Başlangıçtan İtibaren) (*)					3089.9%	156.1%
Model Portföy Getiri (2025)					22.3%	7.1%
Model Portföy Getiri (2026)					6.2%	-2.4%
BIST-100 Getiri (*)					1337.0%	
BIST-100 Getiri (2025)					13.1%	
BIST-100 Getiri (2026)					8.8%	

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet; * 21/01/2013'den itibaren

Akbank: Akbank güçlü likiditesi, sermaye oranları, muhafazakar aktif kalitesi tamponları ve iyileşmesini beklediğimiz özkaynak karlılığı sayesinde en beğendiğimiz hisseler arasında yer almaya devam ediyor. Banka güncel 2026 tahminlerimize göre 1x PD/DD ve 3.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Akbank Ekim 2025'ten itibaren Model Portföy'ümüzdedir ve XU100'a görece %15 getiri elde etti.

Anadolu Hayat: Anadolu Hayat için tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltirken aynı zamanda Model Portföyümüze de ekliyoruz. Hayat sigortası prim üretiminin 2026'da yıllık %50 artışla reel büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Bireysel emeklilik varlıklarının da %42 yıllık artışla enflasyonun üzerinde büyümeye devam etmesini öngörüyoruz. Şirket güncel 2026 tahminlerimize göre 2.6x PD/DD ve 5.7x F/K oranları ile işlem görmektedir ve %50 özkaynak karlılığı tahmin ediyoruz. 2025 net karından hisse için %8 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

Aksa Enerji: Aksa Enerji, 2026 yılında hem yurt içi hem de yurtdışında devreye alacağı toplam 1 GW'a varan 11 ilave santral ile güçlü operasyonel karlılığının devam etmesini bekliyoruz. Yurtdışı operasyonların artan payıyla hızlı bir şekilde marj iyileşmesi kaydeden şirketin, 2026 yılında da marj genişlemesini sürdürmesini (+5pp y/y) ve VAFÖK marjının %40 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Döviz garantili satış sözleşmeleri ve pass-through anlaşmaları sayesinde önümüzdeki dönemde istikrarlı büyüme trendinin devamını bekliyor, 2026 yılında da model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Son dönemde XU100'e relatif %35 pozitif ayrışmasına rağmen şirket 2026 tahminlerimize göre makul 4,6x FD/VAFÖK ve 6,8x F/K çarpanlardan işlem görüyor.

BİM: Bim 'i model portföyümüze ekliyoruz. 2026'da daha güçlü talep ve daha sağlıklı fiyatlama koşullarıyla desteklenen benzer mağaza trafiğinin hem büyümeyi hem marjları desteklemesini bekliyoruz. 2026'da reel gelir büyümesini yıllık %6 (2025: %5) ve VAFÖK marjını %6,8 (2025: %5,9) olarak hesaplıyoruz. Defansif yapısı ve 2026T 5,9x FD/VAFÖK gibi makul çarpanın yatırımcı ilgisini canlı tutacağını düşünüyoruz.

Coca Cola: CCI 'ı gerek uluslararası operasyonlardan gelen hacim büyümesi, gerek Türkiye'de talep koşullarının iyileşmesine bağlı daha sağlıklı fiyatlama ortamı, gerekse güçlü serbest nakit akımı üretimi nedeniyle beğeniyoruz;. Rakamlarla ifade etmek gerekirse, 2026'da %6 hacim büyümesi bekliyor; bunun da yıllık %6 reel gelir büyümesine karşılık geleceğini öngörüyoruz. Daha seçici fiyatlama stratejisiyle, özellikle Türkiye'de, VAFÖK marjının ~%18,5'e ulaşmasını bekliyoruz. Önümüzdeki üç yılda %4 reel gelir YBBO, ortalama %18 VAFÖK marjı ve ~%20 ROIC tahmin ediyoruz; bu göstergelerin mevcut 2026T FD/VAFÖK 4,9x ve F/K 6,8x çarpanlarından daha yüksek değerlemeleri hak ettiğine inanıyoruz.

Mavi: Zorlu geçen bir yılın ardından Mavi 'yi model portföyümüze ekliyoruz. 2026 için, (i) tüketicilerin reel alım gücündeki toparlanma, (ii) 2025'in düşük baz etkisi (2025: reel gelirlerde %4 yıllık daralma) ve (iii) sektör dinamiklerine rağmen VAFÖK marjının dayanıklılığı gibi hususlarla beraber görüşümüz daha olumludur. 2025'te makro koşullar ve AVM açılışları nedeniyle yavaşlayan yeni mağaza açılışlarının 2026'da daha da yoğunlaşmasını ve bunun büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. 2026 için yıllık %3 büyüme ve %18 VAFÖK marjı tahmin ediyoruz. 2026 tahminlerimize göre Mavi, uluslararası benzerlerine göre ~ %70 iskontoyu yansıtan 2,6x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Migros: 3Ç25'teki güçlü performansın 2026'ya da taşınmasını, toparlanan tüketici talebinin finansalları desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca Migros'un büyüme ve marj iyileşmesi için yapısal olarak iyi konumlandığını düşünüyoruz; bunun temelinde (i) çeşitlendirilmiş mağaza formatları, (ii) online operasyonlar ve (iii) dijitalleşme yer alıyor. 2026'da ~%6 ciro büyümesi (2025: %6) ve ~ %7 VAFÖK marjı (2025: %6,5) bekliyoruz. 2025'te BIST100'e karşı %17 geride kalan hissenin 2,6x FD/VAFÖK ve 11.0x F/K çarpanlarından işlem görmesini talep tarafındaki aşağı yönlü riskleri sınırlayıcı olarak değerlendiriyoruz.

Otokar: Romanya teslimatlarının ilk partisi (278 adet Cobra II) 4Ç25'te gelirlere yansıyacak böylece 2025'in tamamında 2024'teki %14'lük ciro daralması ve negative VAFÖK'e kıyasla %15 reel büyüme ve %8 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Ayrıca işletme sermayesi ihtiyacının yarattığı yükün azalmasıyla beraber nakit akışının güçlenmesini bekliyoruz. Buna göre, 2025 için ~%10 serbest nakit akımı marjı (son 12 aydaki %8'e kıyasla) tahmin ediyoruz. Hisse, 2026

tahminlerimize göre 11,7x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görmekte olup, iyileşen VAFÖK dikkate alındığında bu seviyeyi cazip buluyoruz.

TAB Gıda: Güçlü bir yılın ardından hisse, 2025'te BIST100'e göre %22 daha iyi performans gösterdi. 2026'da ciro büyümesinin normalleşmesini (2026T: %7 y/y; 2025T: %14 y/y) ve ürün karmasındaki iyileşmeyle VAFÖK marjının artmasını (2026T: %21; 2025T: %20,5) bekliyoruz. Ayrıca mevcut finansman ortamında daha fazla franchise odaklı büyüme sayesinde 2026'da düşük yatırım harcamasıyla gelir büyümesini olumlu karşılıyoruz. 2026 tahminlerimize göre TAB Gıda hâlâ 4,3x FD/VAFÖK ve 12,8x F/K çarpanlarından işlem görmekte olup, bu seviyeleri hâlâ makul buluyoruz.

Ülker: 2025'in ilk yarısında öne çekilmiş kakao alımları nedeniyle işletme sermayesindeki artış, şirketin serbest nakit akımını baskıladı. Buna rağmen Ülker, mevcut talep ortamına rağmen VAFÖK marjını korudu ve son 12 ayda %6 serbest nakit akımı marjı üretti. 2026'da şirketin yıllık %5 reel gelir büyümesi (2025T: %4) ve %19 VAFÖK marjı (2025: %18) elde etmesini bekliyoruz; bunun arkasında uluslararası operasyonlardan gelen hacim desteği ve Türkiye'de daha sağlıklı fiyatlandırma ortamı bulunuyor. Önümüzdeki üç yılda %3 reel gelir YBBO ve ~ %19 ortalama VAFÖK marjı öngörüyoruz. 2026 tahminlerimize göre hisse, uluslararası benzerlerine göre ~ %70 iskontoyla 3,3x FD/VAFÖK çarpanından işlem görmektedir.

YKY İnceleme Kapsamı

Bankalar: 2026 için, revize edilmiş makroekonomik tahminler ve güncel tahminlerimizi modellerimize dahil ederek, Araştırma kapsamımızdaki 5 büyük mevduat bankasının toplam karlarının ortalama %55 artmasını bekliyoruz. Genişleyen özkaynak karlılığı & gerileyen sermaye maliyeti beklentilerimizle birlikte, bazı bankaların 2026T PD/DD seviyelerinin 1.2x-1.3x'e yakınsayacağını öngörüyoruz. Tüm bunlar ışığında: **AKBNK, ISCTR, VAKBN, TSKB** için **AL** tavsiyemiz devam ediyor. **GARAN, HALKB, ALBRK** için **TUT** tavsiyemizi koruyoruz.

				F/K (x)			PD / DD (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Bankacılık									
AKBNK	102.0	39%	AL	6.7	5.6	3.9	1.2	1.1	1.0
ALBRK	10.5	29%	TUT	3.1	1.7	3.4	0.7	0.8	0.7
GARAN	180.0	24%	TUT	4.5	4.9	4.3	1.3	1.2	1.1
HALKB	42.0	2%	TUT	7.5	6.5	7.0	0.7	0.9	1.2
ISCTR	22.0	52%	AL	7.1	5.0	3.1	1.0	0.8	0.7
TSKB	19.0	42%	AL	3.0	3.0	3.0	0.9	0.8	0.6
VAKBN	42.5	31%	AL	4.8	3.9	3.1	0.9	0.9	0.8

Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı 2025'te kuvvetli bir seyir izleyerek enflasyonun üzerinde yıllık %81 büyüme kaydetti. Bu güçlü büyümede yüksek enflasyon ve sermaye piyasalarının kuvvetli seyri en temel etkenler oldu. 2026 için büyüme beklentimiz ise ~ %45 seviyesindedir. Hem Anadolu Hayat Emeklilik hem de Agesa Emeklilik'in 2026'da bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Ocak başında bireysel emeklilik sisteminde devlet katkısı %30'dan %20'ye düşürüldü. Devlet katkısı, bireylerin özel emeklilik sistemini kullanmalarının motivasyonlarından biri. Devlet katkısının azaltılması sonrası mevcut emeklilik planlarından sınırlı çıkışlar olabileceğini tahmin ediyoruz ve bu durum sisteme yeni girişleri de kısmen baskılayabilir.

Hayat sigortacılığı: Hayat sigortacılığında prim üretimleri 2025'te yüksek seyretti. 2026'da Merkez Bankası'nın faiz indirim döngüsünün devam etmesi sayesinde prim üretimlerinin enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu sayede hayat sigortası prim üretiminde 2025'teki ~ %70 artış trendinden sonra 2026'da ~ %50 artış öngörüyoruz.

Hayat-dışı sigortacılık: 2025'te prim üretimlerinde yüksek enflasyon kaynaklı güçlü bir seyir gözlemledik. TL'deki sınırlı değer kaybı sayesinde trafik segmentinde hasar oranlarında iyileşme gözlemledik ve bu durum teknik sonuçları sınırlı olumlu destekledi. 2026'da prim üretimlerinin 2025'teki büyümeye göre yavaşlamasını bekliyoruz fakat bu yavaşlamaya rağmen enflasyonun üzerinde seyretmeye devam etmesini öngörüyoruz. TL'nin reel değerlenmesi beklentimiz sayesinde ise teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin gerilemesini beklediğimiz TL mevduat faizleri nedeniyle yatırım gelirlerinin artış oranında ivme kaybı tahmin ediyoruz.

				F/K (x)			PD / DD (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Sigorta & Emeklilik									
AGESA	310.0	49%	AL	6.5	5.8	5.3	3.4	3.1	2.6
AKGRT	11.5	62%	AL	5.6	3.8	3.1	2.1	1.4	1.0
ANHYT	150.0	54%	AL	9.1	7.2	5.7	3.9	3.1	2.6
TURSG	15.5	31%	AL	5.4	5.1	5.1	2.4	2.1	1.9

Yatırım: 2026'da Türk varlıklarına yabancı ilgisinin artmasını bekliyoruz. ÜNLÜ'nün güçlü pazar konumu ve başarı geçmişi sayesinde Türkiye'ye yabancı sermaye girişindeki canlanmanın başlıca yararlanıcısı olacağını düşünüyoruz. Yabancı yatırımcıların ilgisine bağlı olan Kurumsal Satış ve Kurumsal Finansman gibi iş kollarının daha fazla katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Şirket, 2025 yılında ~ 600 milyon TL tutarında yeni takipteki kredi portföy yatırımı gerçekleştirdi ve bunun yarısı 4Ç25'te satın aldı. Yeni portföy alımları ve asgari ücret artışı, 2026'da bu iş kolunun tahsilat ve gelirlerini destekleyecek.

				F/K (x)			PD / DD (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Yatırım									
UNLU	18.5	23%	TUT	23.4	-	14.4	0.9	1.0	0.9

Otomotiv: 2026 yılında yurt içi hafif araç pazarının ~ 1,3 milyon adet seviyesinde gerçekleşmesini ve 2025'e paralel bir görünüm sergilemesini bekliyoruz. Agresif indirimler ve artan EV rekabetinden kaynaklanan kalıcı marj baskısına rağmen, servet etkisi, yeni model lansmanları ve devam eden kampanya faaliyetleriyle desteklenen hanehalkı talebi sektörün ana taşıyıcısı olmaya devam ediyor. Filolar tarafındaki kademeli toparlanma ve özellikle 2Y26 itibarıyla finansman koşullarındaki beklenen iyileşme ek destek sağlayacaktır. Fiyatlama gücünün zayıf kalmaya devam etmesini beklemekle birlikte, görece istikrarlı bir EUR/TL görünümü, maliyet görünürlüğünü artırarak ek marj baskısını sınırlamaya yardımcı olabilir. Bu çerçevede değerlendirdiğimizde otomotiv sektöründe tercihimiz Tofaş Otomotiv <TOASO TI>. Stellantis birleşmesi sonrasında artan yurt içi pazar payı ve 2026 yılında üretimdeki artışla ihracat gelirlerindeki iyileşme ile şirketin pozitif ayrışacağını düşünüyoruz. Ford Otosan <FROTO TI> için ise, binek araç segmentindeki azalan ürün gamı ve pazardaki artan rekabet sonrası, yurt içi satışlarında aşağı yönlü risklerin arttığını düşünüyoruz. İhracat pazarlarında ise ekonomik aktivitedeki toparlanma ile ihracat gelirlerinin yıl içerisinde destekleyici olacağını düşünüyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Otomotiv									
FROTO	147.0	49%	AL	9.0	12.0	8.1	11.3	8.6	6.4
TOASO	489.0	74%	AL	23.8	18.4	9.4	14.3	14.5	11.4

Holding: Anadolu Grup Holding 'in, ana varlıkları CCI ve MGROS'un güçlü operasyonlarının desteğiyle 2026'da tüketim sektöründeki konumunu güçlendirmesini ve net borcunu azaltmasını bekliyoruz (2025T Net Borç/VAFÖK: 0.9x). Tahminlerimize göre hisse, net aktif değerine (NAV) göre %37 iskontoyla işlem görmektedir. Enka Holding için ise güçlü birikmiş iş yükünün ve 1Ç26'da devreye alınması beklenen yeni doğalgaz santralinin şirketin finansallarını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				24	25T	26T	24	25T	26T
Holding									
AGHOL	50.0	61%	AL	14.9	12.8	7.7	4.4	4.0	3.4
ENKAI	110.0	39%	AL	10.5	9.9	6.3	neg.	4.5	2.7

Savunma: Savunma harcamalarında yukarı yönlü devam eden trend, Ukrayna ve Gazze'deki aktif çatışmaların yanı sıra İran, Tayvan ve Kuzey Kore gibi noktaların da desteklediği artan jeopolitik risklerle birlikte korunmaktadır. NATO, üye ülkelerin savunma harcamalarını GSYH'nin %5'ine yükseltmiş olup, bu adım küresel askerî harcamalarda yapısal bir artışı pekiştirmektedir. SIPRI verilerine göre küresel savunma harcamaları 2024'te yıllık %11 artarak 2,7 trilyon USD'ye ulaşmıştır. Türkiye savunma harcamalarını yıllık %28 artırarak küresel sıralamada 17. sırada yer almış, Asya-Pasifik bölgesi ise %6 büyümeye göstermiştir. Türkiye'nin 2024–2028 Stratejik Savunma Planı, küresel sistem sağlayıcılığına geçişi hedeflemekte olup; 1.000'in üzerinde aktif proje, yaklaşık 90.000 çalışan ve 6 milyar USD'ye yaklaşan ihracat ile desteklenmektedir. Sektör ihracatı 2025'te yıllık %42 artarak 10,1 milyar USD'ye ulaşmıştır. Türkiye'nin 2026 savunma bütçesi 2,2 trilyon TL (50,5 milyar USD) seviyesine ulaşmış olup; bunun 28,2 milyar USD'si savunmaya ayrılmıştır ve yerli yükleniciler için destekleyicidir. SSB projeksiyonlarına göre sektör gelirleri 2025'te 18,2 milyar USD, 2026'da 19,8 milyar USD ve 2027'de 23,0 milyar USD seviyelerine ulaşacak olup, ihracat payı ~%40 seviyesinde korunacaktır. Aselsan, bu harcama patikasının temel faydalanıcılarından biri olmaya devam etmektedir. Öte yandan Otokar'ın 4Ç25'te Romanya'ya yapacağı teslimatlarla birlikte finansallarında güçlü görünüm beklemekteyiz. Bu doğrultuda, savunma sektörü 2025'te olduğu gibi 2026'nın da öne çıkan sektörlerinden biri olmaya devam etmektedir.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				24	25T	26T	24	25T	26T
Savunma									
ASELS	350.0	24%	TUT	17.8	27.8	22.3	8.9	13.8	16.5
OTKAR	780.0	53%	AL	neg.	33.9	13.3	neg.	19.1	12.5

Enerji: EV penetrasyonu, yapay zekâ kaynaklı tüketim ve daha geniş kapsamlı dijitalleşme elektrik talebini yukarı taşımaya devam ederek şebeke modernizasyonu ihtiyacını artırıyor. Bu ortamda Astor Enerji <ASTOR TI> güçlü konumuyla öne çıkarken, 5. uygulama dönemindeki daha yüksek reel WACC çerçevesi Enerjisa Enerji <ENJSA TI> ve Alarko Holding <ALARK TI> için olumlu bir görünümü destekliyor. Devam eden kapasite artışları spot fiyatları baskı altında tutarken, hava koşulları fiyatlaması açısından temel belirleyici olmaya devam ediyor. Güçlü hidro

üretimi aşağı yönlü riskleri artırırken, yağışların zayıf seyretmesi doğalgaz santrallerini destekleyebilir. Akse Enerji <AKSEN TI> gibi PPA bazlı oyuncuların daha dayanıklı kalması beklenirken, serbest piyasa üreticilerinin marj baskısıyla karşı karşıya kalmaya devam etmesi olası. Bu gerekçelerle garanti döviz bazlı kontratlı gelir yapısı ve 2026 yılında devreye alınacak olan 11 santralin desteğinde operasyonel karlılıktaki iyileşmenin hızlacağına yönelik beklentilerimiz doğrultusunda Akse Enerji <AKSEN TI> beğenmeye devam ediyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Enerji									
AKSEN	98.0	43%	AL	23.2	12.7	11.3	10.8	8.0	6.1

Yiyecek & İçecek: İçecek üreticileri açısından 2025 Türkiye operasyonlarından kaynaklı zorlu geçti. Turizmdeki zayıf seyir, yerel oyuncuların gelen rekabet ve kârlılığı yüksek olan yerinde tüketimin yapısal olarak düşük payı, hacimler ve kârlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etti. Bu nedenle 2025'te yurt içi hacimler geriledi ve fiyatlama adımlarına rağmen marj artışları sınırlı kaldı. Bununla birlikte 2026'da yurtiçi talepte kademeli bir toparlanma bekliyoruz. Uluslararası operasyonların, özellikle Orta Asya, daha güçlü makro dinamikler ve artan tüketimle öne çıkmaktadır, ise büyümenin temel dayanağı olmasını bekliyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Yiyecek & İçecek									
AEFES	25.0	52%	AL	8.9	7.0	5.9	5.9	5.3	4.3
CCOLA	100.0	61%	AL	11.4	9.3	6.8	8.4	5.6	4.4
ULKER	190.0	61%	AL	6.3	7.1	2.6	3.9	3.7	2.8

Petrol & Gaz: 2026'da Brent fiyatının arz disiplini ve küresel talepteki ılımlı seyir nedeniyle USD 60–70/varil bandında kalmasını bekliyoruz. Buna karşılık rafinaj tarafında sınırlı yeni kapasite, düşük ürün stokları ve jeopolitik belirsizliklerin etkisiyle crack marjlarının normalleşse dahi tarihsel ortalamaların üzerinde seyredeceğini öngörüyoruz. Bu görünüm **Tüpraş'ın <TUPRS TI>** güçlü nakit üretimi ve marj dayanıklılığını desteklemeye devam edecektir. LPG tarafında ise yurtiçi talep yapısal bir büyüme sunmazken, tüpgaz segmentindeki daralmanın büyük ölçüde tamamlanmış olması daha dengeli bir hacim görünümüne işaret ediyor. Bu çerçevede LPG talebinin 4 milyon ton bandında korunmasını, fiyatlarda ise 2025'e kıyasla sınırlı bir geri çekilme yaşanmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, 2026 için sınırlı büyüme ancak defansif nakit akışı ve temettü profiliyle **Aygaz'ı <AYGAZ TI>** ikincil ve temettü odaklı bir seçenek olarak konumlandırıyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Petrol									
AYGAZ	282.0	38%	TUT	16.9	7.4	10.7	neg.	neg.	neg.
TUPRS	261.0	29%	TUT	17.0	8.1	11.3	4.6	2.9	3.0

Petrokimya: Özellikle Çin kaynaklı arz fazlası ve Asyalı üreticilerin yapısal maliyet avantajları nedeniyle fiyatlama zorluklarının 2026'da da devam etmesini bekliyoruz. Faiz indirimleri nihai talebi desteklese bile, fiyat iyileşmesinin küresel stok fazlası nedeniyle gecikmeli yansıyacağını düşünüyor ve kısa vadede iyileşme beklemiyoruz. Bu ortamda, kısa vadeli katalistlerin sınırlı olması ve operasyonel zorlukların sürmesi nedeniyle 2026'da **Petkim'e <PETKM TL>** karşı temkinli duruşumuzu koruyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Petrokimya									
PETKM	15.0	-12%	ENDEKS ALTI GETİRİ	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Perakende: Gıda perakendesi, görece zorlu bir 2025'in ardından 2026'da talep koşullarının normalleşmeye başlamasıyla birlikte sektör tercihimizde ilk sırada yer almaya devam etmektedir. Geçtiğimiz yılın agresif promosyonlar, zayıf reel alım gücü ve ertelenen talep ile tanımlanmasının ardından, sektörün daha dengeli bir faza girdiğine inanıyoruz. Asgari ücret artışı ile manşet enflasyon arasındaki farkın daralması, reel alım gücünde sınırlı fakat anlamlı bir toparlanma sağlayarak özellikle temel tüketim ürünlerinde hacimleri destekleyecektir. Bununla birlikte, kira enflasyonu hanehalkı talebi üzerinde en kısıtlayıcı unsur olmaya devam etmektedir. Kira sözleşmelerinin son 12 aylık ortalama TÜFE'ye göre ayarlanmaya devam etmesi nedeniyle kira maliyetleri hanehalkı harcamaları üzerinde baskı yaratacak. Bu çerçevede talep toparlanmasının düzensiz olmasını, temel tüketimin ise yan kategorilere göre daha güçlü kalmasını bekliyoruz. Bu görünüm altında gıda perakendecilerinin yapısal olarak daha iyi konumlandığına inanıyoruz. 2025'te uygulanan kayıp kaçak iyileştirmeleri, lojistik optimizasyonu ve dijitalleşme gibi maliyet düşürücü önlemlerle birleşen daha sakin bir promosyon ortamıyla, marjlarda belirgin bir iyileşme bekliyoruz. Fiyatlama dinamikleri ciro büyümesini sınırlamaya devam edebilecek olsa da, marj performansının ana ayırıştırıcı olmasını bekliyoruz. Genel olarak, 2026'da marj odaklı, defansif bir toparlanma bekliyoruz; kira enflasyonu ve kırılgan bütçelere rağmen gıda perakendesinin inceleme kapsamımızdaki tüketim şirketleri içinde en dirençli segment olarak öne çıkmasını bekliyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Perakende									
BIMAS	920.0	49%	AL	15.3	17.9	14.5	13.5	7.9	5.9
MAVI	68.0	51%	AL	12.9	12.0	8.2	4.5	3.0	2.7
MGROS	940.0	59%	AL	13.5	15.4	11.0	4.9	3.4	2.6
SOKM	84.0	53%	AL	n.m.	neg.	21.7	n.m.	3.7	2.8

Restoran İşletmeciliği: 2025'te TAB Gıda, pazar fırsatlarını etkin şekilde değerlendirerek 9A25 dönemi boyunca fiş hacmini ~%15 artırdı. Ancak bu büyüme büyük ölçüde ekonomik menüler (ör. çift menü) üzerinden gerçekleştiği için VAFÖK marjında yıllık ~1 puanlık bir daralma görüldü.

Görece agresif fiyatlandırmaya (ör. çift kişilik tavuk burger menü 150 TL) rağmen TAB'ın ölçek ekonomisi marj erozyonunu sınırlamıştır. 2026 için reel ciro büyümesinin %14'ten %7'ye normalleşmesini bekliyoruz; bu görünüm restoran sayısındaki hızlı artış, rekabet baskısının sınırlı kalması ve hanehalkı satın alma gücündeki kademeli toparlanmanın daha yüksek marjlı tüketimi desteklemesiyle güçlenecektir.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Restoran İşletmeciliği									
TABGD	335,0	47%	AL	20,9	17,2	12,8	5,5	5,0	4,3

Demir Çelik: 2025'te Türkiye'de çelik talebindeki artışa rağmen, küresel ölçekte devam eden arz fazlası ve yüksek stok seviyeleri nedeniyle fiyatlardaki baskı sürdü. Koruyucu ticaret önlemlerinin sınırlı etkinliği ve Dahilde İşleme Rejimi'nin mevcut yapısı, yerli üreticilerin rekabet gücünü daha da zayıflattı. 2026'ya girerken, DİR'de yapılan revizyonların yerli üreticiler için yapısal olarak destekleyici olsa da, AB'nin Haziran 2026 itibarıyla devreye almayı planladığı kota kısıtları ve ek tarife yükümlülüklerinin rekabet ortamını daha da sertleştireceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, yassı çelik ürünlerde fiyat baskısının daha belirgin olmasını beklerken, ürün karmaşıklık uzun çelik eğilimli şirketlerin görece daha defansif bir konumda olacağını düşünüyoruz. Daha güçlü hacim görünürlüğü, altyapı temalı talep desteği ve gelirlerde payının artmasını beklediğimiz demiryolu ürünleriyle görece daha dayanıklı marj profili sayesinde 2026 için sektörde **Erdemir'e <EREGL TI>** kıyasla **Kardemir'i <KRDMD TI>** tercih ediyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Demir Çelik									
EREGL	31.0	25%	TUT	12.5	68.0	20.4	11.3	11.7	6.3
KRDMD	37.0	34%	AL	neg.	neg.	24.4	5.3	4.5	3.8

Telekom: 2025'te yaşanan yoğun rekabetin ardından, dezenflasyon, finansal koşullardaki iyileşme ve operatörlerin 5G altyapısına odaklanmasıyla birlikte fiyat baskılarının 2Y26 itibarıyla kademeli olarak gevşemesini öngörüyoruz. 1 Nisan 2026'daki ticari lansman 5G monetizasyonunu başlatacak olsa da, etkinin başlangıçta daha çok IoT ve kurumsal projeler üzerinden ve sınırlı bir hızda gerçekleşmesini bekliyoruz. Ayrıca spektrum ve imtiyaz yenileme maliyetlerinin hem Turkcell hem de Türk Telekom açısından agresif rekabeti doğal olarak sınırlandırarak 2026 boyunca daha sağlıklı bir piyasa dinamiğini desteklemesini bekliyoruz. Bu çerçevede değerlendirdiğimizde Telekom sektöründe en beğendiğimiz hisse Turkcell'dir. <TCELL TI> birden fazla iş kolunda faaliyet göstererek tüketici talebini karşılamaya çalışması nedeniyle

Turkcell'i top pick olarak değerlendiriyoruz. Türk Telekom tarafında ise <TTKOM Tı> önümüzdeki dönemde yüksek kapasite harcamalar ile nakit akışı çok zorlanacaktır. Bu yüzden çekimser görüşümüzü koruyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Telekom									
TCELL	148.0	49%	AL	8.1	12.3	10.2	2.5	2.3	2.4
TTKOM	92.0	58%	AL	17.5	7.1	7.4	3.4	2.4	2.5

Beyaz Eşya: 2025'te ihracat pazarlarında talep toparlanmasına rağmen, Çinli üreticilerin artan rekabeti Türk beyaz eşya üreticilerinin ihracat hacimlerinde daralmaya (11A25: -%9) neden oldu. İç talep ise yüksek baz etkisiyle 11A25'te yıllık %4 daraldı. **Bu arada Vestel Beyaz'ın <VESBE Tı>** küçülme stratejisinin sektörel verilerin okunmasını ve yıllık karşılaştırılabilirliğini sınırladığını düşünüyor, hisseye temkinli yaklaşıyoruz. Ayrıca şirketlerle görüşmelerimiz ve finansal sonuçlar, **Arçelik'in <ARCLK Tı>** iç pazarda payını arttırdığına ve sektör verilerinden pozitif ayrıştığına işaret ediyor. 2026'da iç talepte faiz indirimleri ve yüksek baz ekseninde yatay seyir bekliyoruz. İhracat tarafında, nihai talepte kısmi iyileşme beklense de, fiyatlama gücünün ise yoğun rekabet nedeniyle zayıf kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel	Öneri	24	25T	26T	24	25T	26T
Beyaz Eşya									
ARCLK	160.0	46%	AL	61.5	neg.	14.5	8.7	7.1	5.0

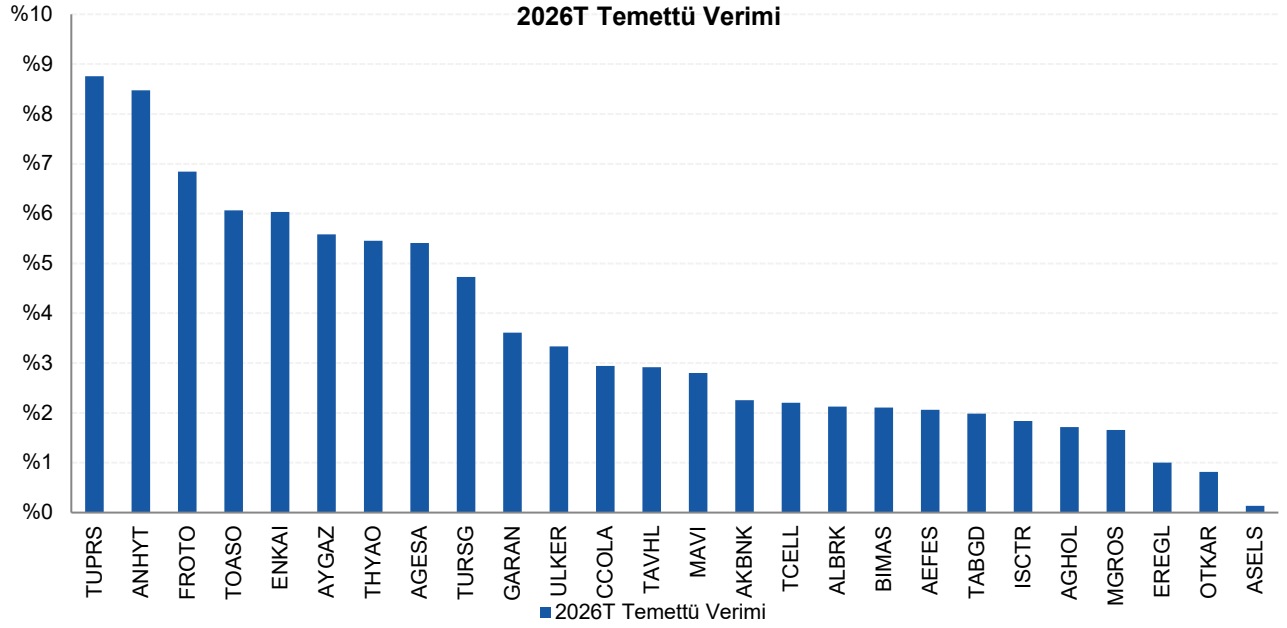
YKY İnceleme Kapsamı

Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)		
							TLmn	USDmn	24	25T	26T	24	25T	26T
AEFES	16.40	25.00	52%	AL	2,255	32	1,145	27	8.9	7.0	5.9	5.9	5.3	4.3
AGESA	208.70	310.00	49%	AL	872	20	75	2	6.5	5.8	5.3	3.4	3.1	2.6
AGHOL	31.08	50.00	61%	AL	1,758	34	149	4	14.9	12.8	7.7	4.4	4.0	3.4
AKBNK	73.50	102.00	39%	AL	8,876	52	7,235	171	6.7	5.6	3.9	1.2	1.1	1.0
AKGRT	7.10	11.50	62%	AL	266	28	97	2	5.6	3.8	3.1	2.1	1.4	1.0
AKSEN	68.60	98.00	43%	AL	1,954	21	669	16	23.2	12.7	11.3	10.8	8.0	6.1
ALBRK	8.11	10.50	29%	TUT	471	38	124	3	3.1	1.7	3.4	0.7	0.8	0.7
ANHYT	97.55	150.00	54%	AL	974	17	131	3	9.1	7.2	5.7	3.9	3.1	2.6
ARCLK	109.70	160.00	46%	AL	1,721	18	364	9	61.5	neg.	14.5	8.7	7.1	5.0
ASELS	283.00	350.00	24%	TUT	29,969	26	6,326	149	17.8	27.8	22.3	8.9	13.8	16.5
AYGAZ	204.20	282.00	38%	TUT	1,042	24	87	2	16.9	7.4	10.7	neg.	neg.	neg.
BIMAS	619.00	920.00	49%	AL	8,625	68	3,528	83	15.3	17.9	14.5	13.5	7.9	5.9
CCOLA	62.20	100.00	61%	AL	4,042	25	406	10	11.4	9.3	6.8	8.4	5.6	4.4
ENKAI	79.18	110.00	39%	AL	11,147	12	895	21	10.5	9.9	6.3	neg.	4.5	2.7
EREGL	24.88	31.00	25%	TUT	4,045	48	4,717	112	12.5	68.0	20.4	11.3	11.7	6.3
FROTO	98.80	147.00	49%	AL	8,051	18	1,490	35	9.0	12.0	8.1	11.3	8.6	6.4
GARAN	145.60	180.00	24%	TUT	14,201	14	4,619	109	4.5	4.9	4.3	1.3	1.2	1.1
HALKB	41.04	42.00	2%	TUT	6,848	9	2,350	55	7.5	6.5	7.0	0.7	0.9	1.2
ISCTR	14.45	22.00	52%	AL	8,389	31	7,697	182	7.1	5.0	3.1	1.0	0.8	0.7
KRDMD	27.56	37.00	34%	AL	713	89	1,311	31	neg.	neg.	24.4	5.3	4.5	3.8
MAVI	45.00	68.00	51%	AL	830	73	355	8	12.9	12.0	8.2	4.5	3.0	2.7
MGROS	591.50	940.00	59%	AL	2,487	51	1,353	32	13.5	15.4	11.0	4.9	3.4	2.6
OTKAR	510.50	780.00	53%	AL	1,423	27	202	5	neg.	33.9	13.3	neg.	19.1	12.5
PETKM	16.97	15.00	-12%	ENDEKS ALTI GETİRİ	999	47	1,209	29	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
PGSUS	204.40	300.00	47%	AL	2,373	43	3,754	89	8.6	4.6	2.3	25.1	4.6	3.1
SOKM	54.75	84.00	53%	AL	754	51	336	8	n.m.	neg.	21.7	n.m.	3.7	2.8
TABGD	227.70	335.00	47%	AL	1,382	20	168	4	20.9	17.2	12.8	5.5	5.0	4.3
TAVHL	327.50	477.80	46%	AL	2,763	48	634	15	10.6	22.4	12.7	7.8	4.0	4.0
TCELL	99.55	148.00	49%	AL	5,086	44	2,569	61	8.1	12.3	10.2	2.5	2.3	2.4
THYAO	291.50	500.00	72%	AL	9,342	50	10,235	242	3.3	3.8	3.6	5.7	6.1	6.6
TOASO	280.25	489.00	74%	AL	3,254	24	1,220	29	23.8	18.4	9.4	14.3	14.5	11.4
TSKB	13.37	19.00	42%	AL	869	39	353	8	3.0	3.0	3.0	0.9	0.8	0.6
TTKOM	58.40	92.00	58%	AL	4,747	13	1,563	37	17.5	7.1	7.4	3.4	2.4	2.5
TUPRS	203.00	261.00	29%	TUT	9,083	49	3,655	86	17.0	8.1	11.3	4.6	2.9	3.0
TURSG	11.85	15.50	31%	AL	2,752	18	823	19	5.4	5.1	5.1	2.4	2.1	1.9
ULKER	118.20	190.00	61%	AL	1,014	39	599	14	6.3	7.1	2.6	3.9	3.7	2.8
UNLU	15.03	18.50	23%	TUT	61	35	36	1	23.4	neg.	14.4	0.9	1.0	0.9
VAKBN	32.42	42.50	31%	AL	7,466	6	1,561	37	4.8	3.9	3.1	0.9	0.9	0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma, * 12 Ocak 2026 kapanış fiyatları ile güncellenmiştir.

YKY Temettü Tahminleri

	2026T Temettü Verimi	Ticker	2026T Temettü Verimi
TUPRS	8.8%	MAVI	2.8%
ANHYT	8.5%	AKBNK	2.3%
FROTO	6.8%	TCELL	2.2%
TOASO	6.1%	ALBRK	2.1%
ENKAI	6.0%	BIMAS	2.1%
AYGAZ	5.6%	AEFES	2.1%
THYAO	5.5%	TABGD	2.0%
AGESA	5.4%	ISCTR	1.8%
TURSG	4.7%	AGHOL	1.7%
GARAN	3.6%	MGROS	1.7%
ULKER	3.3%	EREGL	1.0%
CCOLA	2.9%	OTKAR	0.8%
TAVHL	2.9%	ASELS	0.1%



Bankacılık – Marjlarda iyileşme kaynaklı olumlu görünüm

2026 için, revize edilmiş makroekonomik tahminler ve güncel tahminlerimizi modellerimize dahil ederek, Araştırma kapsamımızdaki 5 büyük mevduat bankasının toplam karlarının ortalama %55 artmasını bekliyoruz:

- 2026 sonunda TÜFE'nin %24'e gerilemesini bekliyoruz. Bu beklentimiz ışığında Merkez Bankası'nın 1000 baz puan faiz indirimi yapacağını tahmin ediyoruz ve yıl sonu politika faizi beklentimiz %28. Bu sayede net faiz marjlarında ortalama yaklaşık 100 baz puan iyileşme tahmin ediyoruz. Kredi büyüme kısıtlamaları ve diğer makro-ihtiyati önlemlerin yılın ikinci yarısında sınırlı olarak gevşeyebileceğini düşünüyoruz. 2025'te kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesi %34 (TL: %43, YP krediler \$ cinsinden: %20) oldu. Son 13 haftalık ortalama kur etkisi hariç kredi büyümesi yıllık %30 oldu. TL cinsinden kredi büyümesi kredi kartları (%50), bireysel ihtiyaç kredileri (%51) ve KOBİ'ler (%48) ağırlıklı gerçekleşirken, konut kredileri daha sınırlı (%32) arttı. 2026 yılının ilk yarısında, kredi büyümesinin 2025 yılına benzer olmasını bekliyoruz, ancak makro ihtiyati önlemlerin kademeli olarak gevşetilmesi, 2026 yılının ikinci yarısında kredi büyümesini destekleyebilir.
- Komisyon geliri artışının, politika faizine bağlı kredi kartı üye iş yeri faizlerindeki düşüş beklentimiz nedeniyle 2026 yılında %30'lar civarında olmasını öngörüyoruz (2025 yılında yaklaşık %50). 2026 yılında %35-40 oranında faaliyet gideri artışı bekliyoruz. Aktif kalitesi açısından, ekonomik yavaşlamanın gecikmeli etkisiyle bankaların takipteki kredilerinde artışın devam etmesini bekliyoruz. Birçok banka yüksek karşılık ayırmış durumda ve 2025'te yaklaşık 250 baz puanlık net risk maliyeti gözlemledik. 2026'da risk maliyetinin yatay seyredeceğini ve 2027'den itibaren iyileşme olacağını öngörüyoruz.

Makroekonomik temeller iyileşmeye devam etmektedir: İyileşen cari açık, artan Merkez Bankası rezervleri, yavaşlayan aylık TÜFE ve TL'nin reel değerlenmesi sayesinde Türkiye'nin CDS seviyesi yaklaşık 200 baz puana geriledi. Ayrıca enflasyon beklentilerindeki düşüş ile birlikte TL tahvil faizlerinin gerilemeye devam etmesi, bankaların tuttuğu TL sabit faizli devlet tahvillerine olumlu yansıtacak. Bankalar özkaynakları altında ve/veya ticari kazançlar altında değerlendirme gelirleri elde edecekler

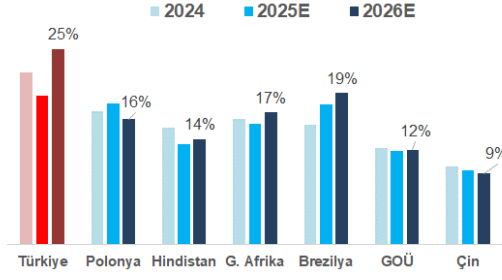
2026 için sermaye maliyetini de %30 (%25 risksiz faiz oranı, %5 hisse risk primi, 1x beta) **olarak varsaydık.** Sonraki yıllarda da kademeli düşüş tahmin ediyoruz. Genişleyen özkaynak karlılığı & gerileyen sermaye maliyeti beklentilerimizle birlikte, bazı bankaların 2026T PD/DD seviyelerinin 1.2x-1.3x'e yakınsayacağını öngörüyoruz. Tüm bunlar ışığında: **AKBNK, ISCTR, VAKBN, TSKB için AL tavsiyemiz devam ediyor. GARAN, HALKB, ALBRK için TUT tavsiyemizi koruyoruz.**

Risksiz getiri oranında her 100 baz puanlık değişimin hedef fiyatlarımızda %7 etkisi olmaktadır

Katalistler: i) TL tahvil faizlerinde düşüşün devam etmesi, ii) Not artışları ve CDS seviyesinde iyileşme, iii) Sektörü destekleyici düzenlemeler, iv) gelişmekte ülkeleri destekleyici küresel görünümün devam etmesi

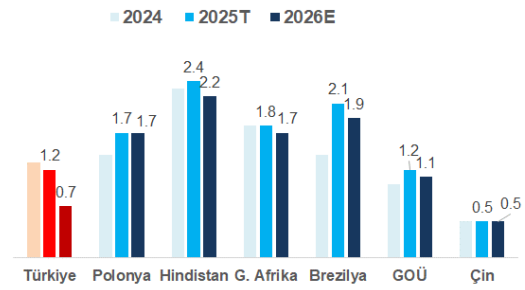
Riskler: i) Geleneksel olmayan politikalar, ii) Enflasyonda katılık, iii) Jeopolitik riskler, iv) Küresel tahvil faizlerinde yükseliş

Grafik 1: X BANK & Gelişmekte Olan Ülkeler (Özkaynak Karlılığı)



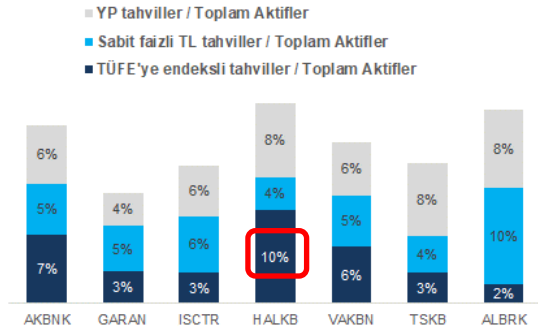
Kaynak: Bloomberg

Grafik 2: X BANK & Gelişmekte Olan Bankalar (PD-DD)



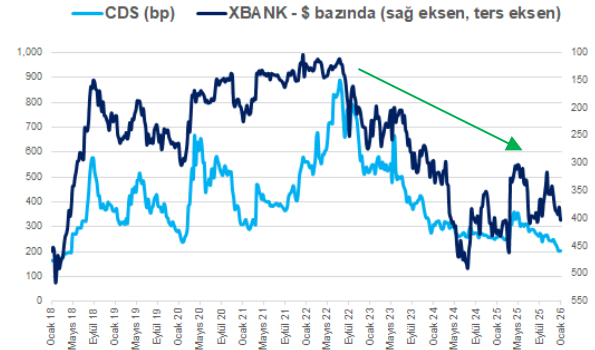
Kaynak: Bloomberg

Grafik 3: Menkul Kıymet Portföyleri



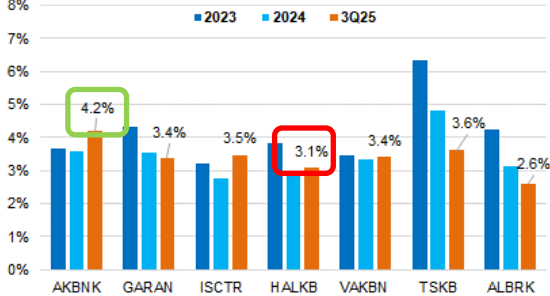
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket finansalları

Grafik 4: Türkiye CDS & X BANK (\$ bazlı)



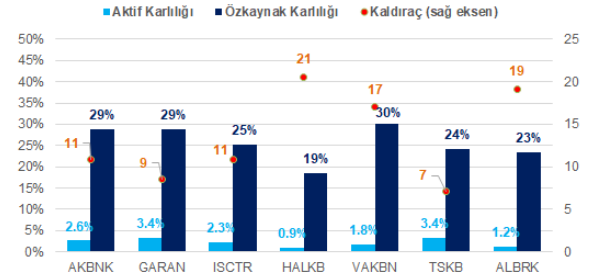
Kaynak: Bloomberg

Grafik 5: Toplam Karşılık Oranı



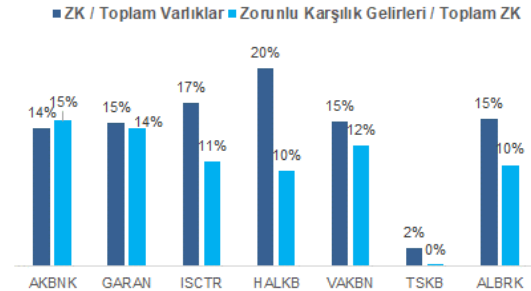
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

Grafik 6: Aktif Karlılığı & Özkaynak Karlılığı & Kaldıraç



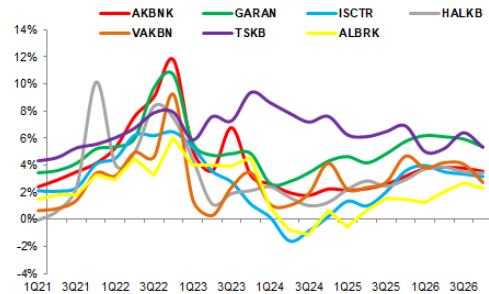
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

Grafik 7: Zorunlu Karşılıklar



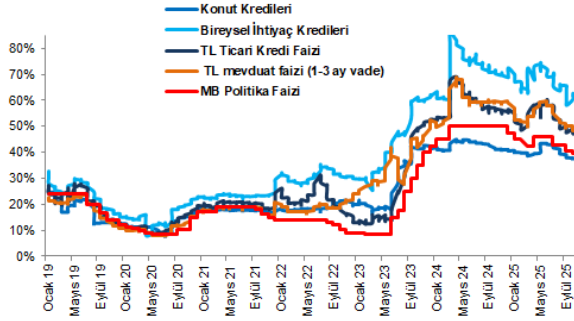
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

Grafik 8: Swap Dahil Net Faiz Marjı



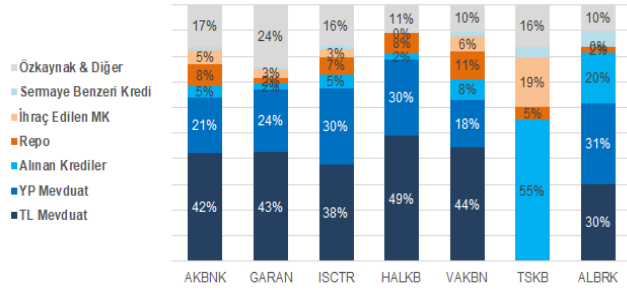
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

Grafik 9: TL Faizler



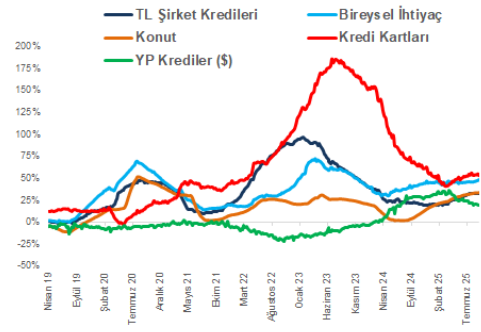
Kaynak: Merkez Bankası

Grafik 11: Fonlama Dağılımı



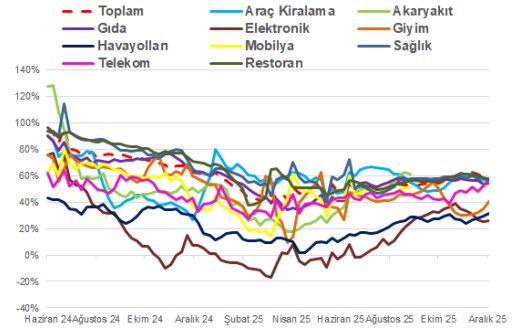
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

Grafik 10: Kredi Büyümesi



Kaynak: Merkez Bankası

Grafik 12: Kredi Kartı Harcamaları (sektörel bazda yıllık gelişim)



Kaynak: Merkez Bankası

Bankacılık Sektörü Düzenlemeleri:

Kredi Büyüme Sınırları:

- Yabancı para ticari krediler için %0.5 aylık büyüme sınırı
- KOBİ kredileri için %2,5, diğer ticari krediler için %1,5 aylık büyüme sınırı. KOBİ'lere, KOSGEB desteğiyle veya uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan kaynaklarla sürdürülebilirlik kapsamında kullanılan TL krediler büyüme sınırından muaf. Ayrıca yatırım, ihracat ve tarım kredileri de bu düzenlemeden muaf

Risk Ağırlıkları:

- TL ticari krediler (KOBİ, esnaf, ihracat, yatırım ve tarımsal kredileri dışında kalan) %100 risk ağırlığına sahip (Aralık 2024'te %200'den düşürüldü)
- Tüketici kredileri ve kredi kartları %75 risk ağırlığına sahip

Zorunlu Karşılıklar & TL Mevduat Hedefleri

- TL ve YP fonlamada sırasıyla %16 ve %22 ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları uygulanmaktadır
- Bireysel/Ticari TL mevduatın toplam mevduat içindeki payı %60 üzerinde olmaması halinde YP mevduat üzerinden %4 Merkez Bankası'na komisyon ödemesi

Kredi Kartları:

- TL cinsinden kredi kartı işlemlerinde uygulanacak aylık azami akdi faiz oranının dönem borcu bakiyesi:
 - 30 bin TL'nin altında (eski tutar 25 bin TL) olan bireysel kredi kartları için referans orana (%3.11) 14 baz puan (eski rakam 39bp) ek olarak hesaplanacak ve %3.25 seviyesine gerileyecek (eski oran %3.50),
 - 30 bin TL ile 180 bin TL (eski tutar 150 bin TL) arasında olan bireysel kredi kartları için referans orana 64 baz puan (eski rakam 89 baz puan) eklemeye yapılacak ve yeni oran %3.75 olacak (eski oran %4),
 - 180 bin TL üzerinde olan bireysel kredi kartları ile dönem borcuna bakılmaksızın kurumsal kredi kartları için referans orana 114 baz puan (eski rakam 139 baz) puan eklenecek ve yeni oran %4.25 olacak (eski oran %4.5),
 - Kredi kartları vasıtasıyla nakit çekim/kullanım ve KMH azami akdi faiz oranı %4.5'e indirildi (eski oran %4.75).
- Eylül ayında üye iş yerlerine uygulanan %3.56 POS komisyon oranı, kredi kartı ve banka kartı için ayrıştırıldı. Buna göre, kredi kartı işlemlerinde uygulanan oran değişmezken, banka kartları ile yapılan işlemlerde uygulanan azami POS komisyon oranı %1.04'e düşürüldü.

Tablo 1: YKY Bankacılık Tahminleri

Sadece Banka Finansallar (milyon TL)	AKBNK	GARAN	ISCTR	HALKB	VAKBN	TSKB	ALBRK	5 Büyük Banka Ort.	3 Özel Büyük Banka Ort.
Hisse Fiyatı	73.50	145.60	14.45	41.04	32.42	13.37	8.11		
Hedef Fiyat	102.0	180.0	22.0	42.0	42.5	19.0	10.5		
Potansiyel	39%	24%	52%	2%	31%	42%	29%	30%	31%
Tavsiye	AL	TUT	AL	TUT	AL	AL	TUT		
Net Kar									
2024	42,366	92,175	45,518	15,105	40,375	10,135	4,310		
2025T	57,462	110,646	66,509	27,334	65,550	11,909	11,172		
2026T	97,986	143,702	115,937	42,070	102,223	12,473	5,948		
2027T	122,837	179,184	137,794	50,710	121,866	16,344	7,714		
YKY Yıllık Net Kar Büyümesi									
2023	11%	49%	17%	-31%	4%	74%	151%	19%	26%
2024	-36%	6%	-37%	49%	61%	44%	26%	-10%	-20%
2025T	36%	20%	46%	81%	62%	18%	159%	39%	30%
2026T	71%	30%	74%	54%	56%	5%	-47%	53%	52%
2027T	25%	25%	19%	21%	19%	31%	30%	22%	23%
F/K (x)									
2023	1.9	1.9	2.3	8.5	4.4	2.2	2.5	3.8	2.0
2024	6.7	4.5	7.1	7.5	4.8	3.0	3.1	6.1	6.1
2025T	5.6	4.9	5.0	6.5	3.9	3.0	1.7	5.2	5.2
2026T	3.9	4.3	3.1	7.0	3.1	3.0	3.4	4.3	3.8
2027T	3.1	3.4	2.6	5.8	2.6	2.3	2.6	3.5	3.0
PD/DD (x)									
2023	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
2024	1.2	1.3	1.0	0.7	0.9	0.9	0.7	1.0	1.2
2025T	1.1	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1
2026T	1.0	1.1	0.7	1.2	0.8	0.6	0.7	1.0	0.9
2027T	0.8	0.9	0.6	1.0	0.6	0.5	0.6	0.8	0.7
Temettü Verimi									
2024	3%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
2025T	2%	3%	1%	0%	0%	0%	2%	1%	2%
2026T	2%	4%	2%	0%	0%	0%	6%	2%	3%
2027T	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Özkaynak Kârlılığı									
2023	36%	44%	31%	9%	18%	41%	32%	28%	37%
2024	19%	32%	16%	11%	21%	38%	27%	20%	22%
2025T	22%	29%	18%	15%	26%	31%	55%	22%	23%
2026T	29%	29%	25%	19%	30%	24%	23%	26%	28%
2027T	29%	28%	24%	19%	27%	25%	24%	25%	27%

Kaynak: YKY Araştırma

AKBANK

Olumlu görünüm & güçlü temeller

Akbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 102TL olarak yukarı yönlü revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 82TL). 12 aylık hedef fiyatımız %39 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Akbank güncel 2026 tahminlerimize göre 1x PD/DD ve 3.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Akbank Ekim 2025'ten itibaren Model Portföy'ümüzdedir ve XU100'a görece %15 getiri elde etti.

- Güçlü TL likiditesi:** Akbank'ın TL kredi / TL mevduat oranı %92 ile araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en düşük seviyelerden biridir. TL mevduat faizlerinin gerilediği ekonomik ortamda bankanın TL fonlaması için bir avantaj olduğunu düşünüyoruz.
- Düşük kaldıraç & 2026'da kredi büyümesinde ivmelenme potansiyeli:** Bankanın kaldıraç oranı 11x ile görece düşük bir seviyededir ve bu sayede 2026 ile beraber bankanın sektörün üzerinde kredi büyümesi elde etmesi için önemli bir avantaj olduğunu tahmin ediyoruz.
- Güçlü sermaye oranları:** Akbank'ın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %18.2 ve %13.1 seviyesinde ve bu seviyeler sektör ortalamalarının oldukça üzerindedir. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var.
- Muhafazakâr aktif kalitesi tamponları:** Bankanın toplam kredilerinin karşılık oranı %4.2 seviyesindedir ve bu oran %3.5 olan rakip ortalamasının üzerindedir. Yakın izlemedeki kredilerin toplam krediler içindeki payı da %6.2 ile %9 olan rakip ortalamasının altındadır.
- Çarpanlar cazip:** Akbank güncel 2026 tahminlerimize göre 1x PD/DD ve 3.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığının 2026'da %29 olmasını tahmin ediyoruz (2025T: %21). %25 ortalama özkaynak maliyeti varsayımımıza göre bankanın 2026T PD/DD carpanının 1.2x-1.3x seviyesine ulaşmasını makul olarak

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	66,479	14%	42,366	-36%	57,462	36%	97,986	71%	122,837	25%
Özsermaye	211,195	38%	240,348	14%	295,909	23%	385,276	30%	478,717	24%
F/K (x)	1.9		6.7		5.6		3.9		3.1	
F/DD (x)	0.6		1.2		1.1		1.0		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	12.8		8.1		11.1		18.8		23.6	
Temettü Verimi (*)	3.7%		3.6%		1.6%		2.2%		7.7%	
Sermaye Karlılığı	36.4%		18.8%		21.4%		28.8%		28.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

AKBANK

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL102

Potansiyel Getiri

39%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKBNK.TI / AKBNK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL73.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	382,200 / 8,876
Hisse Sayısı (mn)	5,200
Saklama Oranı	52%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	7,136.36 / 168.69

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

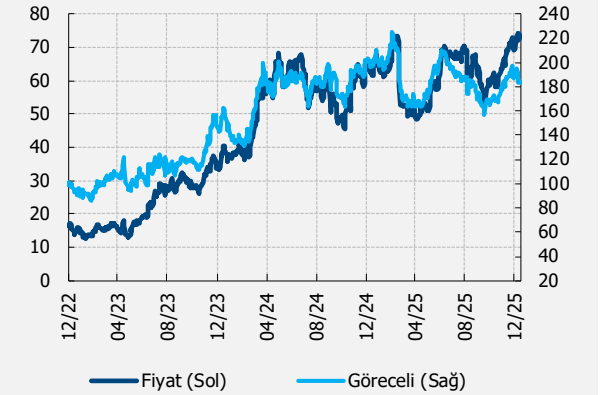
1 Aylık	74.40 / 69.25
1 Yıllık	74.40 / 48.50
Sene başından itibaren	74.40 / 69.80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	6%	-3%
3 Aylık	28%	12%
1 Yıllık	17%	-8%
Sene başından itibaren	5%	-3%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Akbank - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	63,547	65,045	100,879	177,329	187,459
Ticari & Kur & Swap	37,118	-1,356	-11,857	-17,971	-9,616
Komisyon geliri	30,832	69,162	115,533	156,488	201,668
Diğer gelirler	6,138	11,132	7,206	8,485	10,552
Toplam gelirler	137,635	143,983	211,761	324,331	390,063
Faaliyet Giderleri	44,775	80,283	107,826	146,442	182,509
Karşılık öncesi gelirler	92,860	63,700	103,935	177,889	207,554
Karşılık gideri	15,731	23,482	39,348	52,291	49,331
Faaliyet Geliri	77,129	40,218	64,587	125,598	158,223
İştirakler gelirleri	7,317	9,669	11,506	14,382	17,259
Vergi Öncesi gelir	84,446	49,887	76,092	139,980	175,482
Net Kar	66,479	42,366	57,462	97,986	122,837

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	1,789,174	2,515,597	3,258,290	4,174,724	5,431,152
Nakit ve Benzeri Değerler	342,307	492,120	546,747	700,526	911,357
Krediler (net)	837,999	1,240,601	1,714,431	2,288,770	3,081,300
Takipteki Krediler	20,719	37,358	62,252	85,004	96,824
Menkul Kıymetler	442,502	572,901	704,665	789,224	883,931
Repo	89,831	324,370	324,370	437,900	591,164
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	39,461	95,215	152,344	170,625	191,100
Özkaynaklar	211,195	240,348	295,909	385,276	478,717

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özkaynak karlılığı	36.4%	18.8%	21.4%	28.8%	28.4%
Aktif karlılığı	4.6%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%
Faaliyet gideri artışı	134%	79%	34%	36%	25%
Net kar artışı	11%	-36%	36%	71%	25%
Net faiz marjı (swap dahil)	4.6%	2.1%	2.6%	3.6%	3.0%
Takipteki Krediler Oranı	2.4%	2.9%	3.5%	3.6%	3.0%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.5%	1.5%	2.3%	2.3%	1.5%
Gider/Gelir oranı	31%	52%	48%	43%	45%
Kredi büyümesi	56%	47%	36%	35%	34%
Mevduat büyümesi	79%	28%	29%	27%	29%
Kredi-Mevduat oranı	70%	80%	84%	90%	94%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

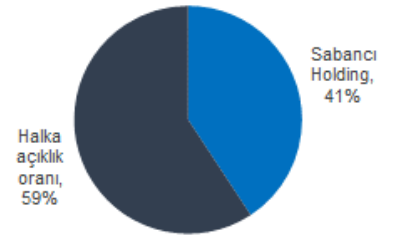
Akbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 671 ve 12,675 seviyelerindedir.

Akbank'ın TL krediler ve TL mevduatta pazar payı sırasıyla %8.4 ve %8.6 seviyelerindedir ve sektörde 6. sıradadır.

Katalizörler: (i) Makro-ihiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma

Ortaklık Yapısı



ALBARAKA

Yüksek baz sonrası karlılıkta normalleşme & makul değerlendirme

Albaraka için 12 aylık hedef fiyatımızı 10.5TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 11.5TL) ve TUT tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız güncel fiyata göre %29 yukarı potansiyel taşmaktadır. Albaraka güncel 2026 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 3.4x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın sermaye karlılığının 2025'te %55 seviyesinden 2026'da %24 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

- Aktif kalitesi tamponları yeterli ancak KOBİ ağırlıklı kredi portföyü risk oluşturuyor:** Kredi portföyünün karşılık oranı %2,6 ile rakiplerinin altında. Bankanın 245 milyon TL sınırlı serbest karşılık tamponu (toplam özkaynakların %1'i) bulunuyor. Bankanın toplam kredi portföyünün %37'sini oluşturan KOBİ kredilerinin 2026 yılının ilk yarısında aktif kalitesini baskı altına alabileceğinden, 2026 yılı için risk maliyeti tahminimizi yükselttik.
- Sermaye oranları yeterli:** Albaraka'nın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları, BDDK esneklikleri dahil olmak üzere sırasıyla %18,7 ve %9,3'tür. Çekirdek sermaye oranı yasal alt sınırı yakın fakat yeterli bir seviyede olduğunu değerlendiriyoruz. 2025 yılı karından temettü ödemesi yapılmasını beklemiyoruz.
- Yüksek bazın ardından karlılık normalleşecek:** Bankanın özkaynak karlılığı, 2025 yılının ilk 9 ayında yaklaşık 7 milyar TL tutarındaki serbest karşılık iptali sayesinde %60 seviyesine ulaştı. Düzeltilmiş özkaynak karlılığı %24 seviyesindedir. 2026 yılında özkaynak karlılığının %24 olmasını tahmin ediyoruz (2025T: %55).
- Makul çarpanlar:** Banka, 2026 tahminlerimize göre 0,7x PD/DD ile işlem görmektedir ve özkaynak karlılığı tahminimiz %24 olduğu için 0.8x-0.9x PD/DD çarpanını makul değerlendiriyoruz.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	3,429	-94%	4,310	26%	11,172	159%	5,948	-47%	7,714	30%
Özsermaye	13,387	-91%	18,429	38%	22,348	21%	28,296	27%	35,415	25%
F/K (x)	2.5		3.1		1.7		3.4		2.6	
F/DD (x)	0.6		0.7		0.8		0.7		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	1.37		1.72		4.47		2.38		3.09	
Temettü Verimi (*)	2.4%		0.0%		2.1%		0.0%		2.9%	
Sermaye Karlılığı	31.9%		27.1%		54.8%		23.5%		24.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL10.50

Potansiyel Getiri

29%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ALBRK.TI / ALBRK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL8.11
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	20,275 / 471
Hisse Sayısı (mn)	2,500
Saklama Oranı	38%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	124.16 / 2.93

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

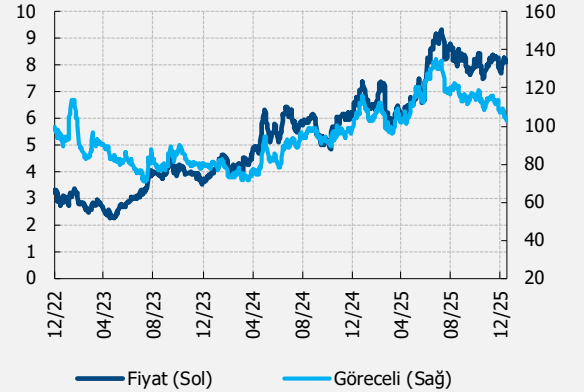
1 Aylık	8.33 / 7.72
1 Yıllık	9.35 / 5.70
Sene başından itibaren	8.30 / 7.86

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-9%
3 Aylık	3%	-10%
1 Yıllık	22%	-4%
Sene başından itibaren	3%	-5%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

ALBRK - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T
Net faiz geliri	8,530	7,451	4,481	9,105	14,799
Ticari & Kur & Swap	4,883	4,299	5,428	8,816	9,415
Komisyon geliri	2,251	3,392	4,948	6,918	8,688
Diğer gelirler	1,949	3,258	12,475	3,781	4,551
Toplam gelirler	17,613	18,401	27,332	28,620	37,453
Faaliyet Giderleri	4,707	8,185	12,712	17,067	21,732
Karşılık öncesi gelirler	12,906	10,215	14,621	11,553	15,722
Karşılık gideri	7,824	5,810	3,677	3,056	4,702
Faaliyet Geliri	5,083	4,405	10,944	8,497	11,020
Vergi Öncesi gelir	5,084	4,408	10,944	8,497	11,020
Vergi gideri	1,655	98	-228	2,549	3,306
Net Kar	3,429	4,310	11,172	5,948	7,714

Bilanço	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T
Toplam Varlıklar	232,169	310,548	419,936	548,066	702,927
Nakit ve Benzeri Değerler	63,670	84,072	103,612	134,849	172,950
Krediler	100,189	138,802	193,967	265,505	351,883
Takipteki Krediler	1,806	2,020	4,090	5,707	5,558
Menkul Kıymetler	56,166	66,470	79,762	91,726	105,485
Mevduatlar	161,806	204,767	272,256	350,737	442,019
Alınan krediler	30,536	50,237	80,379	96,455	115,746
Özkaynaklar	13,387	18,429	22,348	28,296	35,415
Temel Göstergeler	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T
Özkaynak karlılığı	31.9%	27.1%	54.8%	23.5%	24.2%
Aktif karlılığı	1.8%	1.6%	3.1%	1.2%	1.2%
Faaliyet gideri artışı	111%	74%	55%	34%	27%
Net kar artışı	151%	26%	159%	-47%	30%
Net faiz marjı	4.8%	2.9%	1.3%	2.1%	2.6%
Takipteki Krediler Oranı	1.7%	1.4%	2.0%	2.1%	1.6%
Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.2%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.5%
Gider/Gelir oranı	27%	44%	47%	60%	58%
Kredi-Mevduat oranı	64%	69%	72%	76%	79%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

Albaraka katılım bankacılığı alanında faaliyet gösteren bir banka. Hem bireysel hem kurumsal müşterilere servis sağlamaktadır.

Yurt içinde 223, yurt dışında 2 şubesi bulunmaktadır. Toplam çalışan sayısı ise 2,784 seviyesindedir.

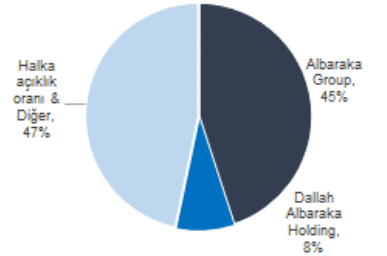
Katalizörler:

- Makro-ihtiyati önlemlerde gevşeme,
- Türkiye'nin kredi notunda artışlar,
- Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar,
- Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir,
- Jeopolitik riskler,
- Enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma,
- KOBİ ağırlıklı kredi portföyü

Ortaklık Yapısı



GARANTİ

Güçlü temeller fiyatlarda

Garanti için 12 aylık hedef fiyatımızı 180TL olarak revize ediyoruz ve tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz (önceki hedef fiyat: 182TL). 12 aylık hedef fiyatımız %24 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Garanti 2026 tahminlerimize göre 1.1x PD/DD ve 4.3x F/K ile işlem görmektedir. Banka hâlihazırda 2026 tahminlerimize göre araştırma kapsamımızdaki diğer özel mevduat bankalarına göre yaklaşık %15 daha primli PD/DD çarpanından işlem görmekte. Bu primi görece yüksek özkaynak karlılığına bağlıyoruz fakat 2026'da bu farkın diğer bankalar lehine kapanmasını ve bu doğrultuda bu primin de azalmasını bekliyoruz.

- 2026'da rakiplerle özkaynak karlılığı farkı daralacak:** Garanti, daha düşük TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü ve görece daha güçlü TL kredi-mevduat makası yönetimi sayesinde yüksek TL faiz oranı ortamında 2024 ve 2025'in ilk dokuz ayında araştırma kapsamımızdaki özel mevduat bankaları arasında en yüksek özkaynak karlılığını elde etti. Bankanın 2026 yılında marj genişleme kapasitesinin görece bir miktar daha sınırlı olacağını öngörüyoruz. Bankanın KKM fonlamasını görece daha yüksek kullanması önemli bir avantajıdır.
- Sermaye oranları güçlü:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %18.8 ve %14.8 seviyelerinde. Bankanın kaldıraç oranı da 9x gibi düşük bir seviyede ve bu durum bankanın önümüzdeki yıllarda görece yüksek temettü dağıtımı ve kredi büyümesi için potansiyel yaratmaktadır fakat bankanın primli çarpanlarının bu durumu hâlihazırda yansıttığını düşünüyoruz.
- Çarpanlar makul seviyeye ulaştı:** Garanti'nin 2026'da %29 özkaynak karlılığı elde etmesini öngörüyoruz (2025T: %29). Hisse 2026 tahminlerimize göre 1.1x PD/DD ile işlem görüyor. Aynı dönem için %30 sermaye maliyeti varsayımımızı göz önünde bulundurarak, bu çarpanın makul olduğunu düşünüyoruz. Banka hâlihazırda 2026 tahminlerimize göre araştırma kapsamımızdaki diğer özel bankalara göre yaklaşık %15 daha primli PD/DD çarpanından işlem görmekte ve bu farkın diğer bankalar lehine kapanmasını öngörüyoruz.
- Halka açıklık oranı düşük:** BBVA'nın Garanti'de payı %86 seviyesinde (2022 yılındaki çağrı öncesi %49.8), halka açıklık oranı ise %14 seviyesine geriledi. Bu nedenle banka Mayıs 2022 sonunda MSCI endekslerinden çıkarıldı.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	87,332	49%	92,175	6%	110,646	20%	143,702	30%	179,184	25%
Özsermaye	244,797	60%	329,926	35%	437,037	32%	558,652	28%	701,965	26%
F/K (x)	1.9		4.5		4.9		4.3		3.4	
F/DD (x)	0.7		1.3		1.2		1.1		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	20.8		21.9		26.3		34.2		42.7	
Temettü Verimi (*)	3.1%		4.4%		3.7%		3.6%		5.9%	
Sermaye Karlılığı	43.9%		32.1%		28.9%		28.9%		28.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL180

Potansiyel Getiri

24%

Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL145.60
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	611,520 / 14,201
Hisse Sayısı (mn)	4,200
Saklama Oranı	14%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	4,557.55 / 107.75

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

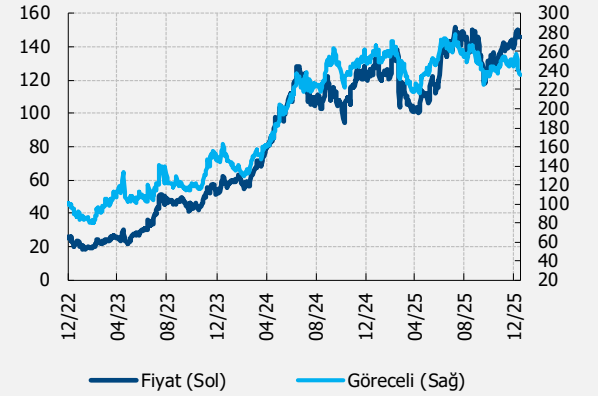
1 Aylık	150.30 / 139.40
1 Yıllık	151.80 / 99.90
Sene başından itibaren	150.30 / 143.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	-4%
3 Aylık	12%	-2%
1 Yıllık	18%	-7%
Sene başından itibaren	1%	-7%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	74,836	100,349	162,568	256,684	294,391
Ticari & Kur & Swap	27,797	6,705	-5,532	-14,268	-3,553
Komisyon geliri	40,764	94,124	144,128	191,829	256,710
Diğer gelirler	28,896	43,759	44,826	53,621	60,770
Toplam gelirler	172,293	244,937	345,989	487,866	608,318
Faaliyet Giderleri	47,672	92,822	154,007	225,012	300,515
Karşılık öncesi gelirler	124,621	152,116	191,982	262,854	307,803
Karşılık gideri	35,597	54,262	77,298	94,267	97,704
Faaliyet Geliri	89,025	97,854	114,684	168,587	210,099
İştirakler gelirleri	14,023	18,948	28,233	36,703	45,878
Vergi Öncesi Kar	103,047	116,802	142,916	205,289	255,977
Vergi gideri	15,716	24,627	32,270	61,587	76,793
Net Kar	87,332	92,175	110,646	143,702	179,184

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	1,930,055	2,607,672	3,708,616	4,777,428	6,155,818
Nakit ve Benzeri Değerler	393,870	459,732	751,906	957,629	1,233,899
Krediler	1,019,031	1,505,704	2,188,269	2,948,813	3,933,164
Takipteki Krediler	21,654	34,612	66,452	99,398	112,187
Menkul Kıymetler	292,776	367,026	422,077	447,401	474,245
Mevduatlar	1,383,704	1,821,373	2,495,854	3,211,807	4,130,240
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	5,241	24,699	98,798	120,533	147,051
Özkaynaklar	244,797	329,926	437,037	558,652	701,965

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özkaynak karlılığı	43.9%	32.1%	28.9%	28.9%	28.4%
Aktif karlılığı	5.7%	4.1%	3.5%	3.4%	3.3%
Komisyon geliri büyümesi	145%	131%	53%	33%	34%
Faaliyet gideri artışı	108%	95%	66%	46%	34%
Net kar artışı	49%	6%	20%	30%	25%
Net faiz marjı (swap dahil)	5.0%	3.4%	4.8%	5.7%	5.2%
Takipteki Krediler Oranı	2.0%	2.2%	2.9%	3.3%	2.8%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.1%	1.2%	2.0%	1.8%	1.3%
Gider/Gelir oranı	26%	35%	41%	43%	46%
Kredi büyümesi	60%	46%	44%	34%	34%
Mevduat büyümesi	75%	32%	37%	29%	29%
Kredi-Mevduat oranı	75%	84%	88%	92%	96%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

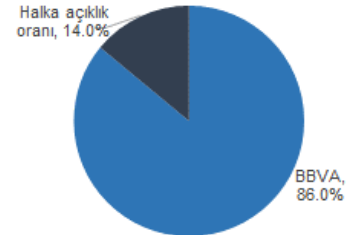
Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 798 ve 20,102'dir.

Banka özel bankalar arasında TL ve yabancı para kredilerde %22 ve %16 pazar payına sahiptir.

Katalizörler: (i) Makro-ihiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma

Ortaklık Yapısı



HALKBANK

Rakip bankaların gerisinde özkaynak karlılığı & çekirdek sermaye oranı

Halkbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 42TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Halkbank güncel 2026 tahminlerimize göre 1.2x PD/DD ve 7x F/K oranları ile işlem görmektedir. Diğer bankalara görece daha düşük özkaynak karlılığı ve çekirdek sermaye oranı nedeniyle çarpanları yüksek bir seviyede olarak değerlendiriyoruz.

- Marj iyileşmesi devam edecek, ancak yüksek TÜFE'ye endeksli tahvil ağırlığı sınırlayıcı olacak:** Halkbank'ın marjları, faiz artış döngüsü sırasında özel bankaların gerisinde kaldı. Bunun başlıca nedeni, TL ağırlıklı (yaklaşık %60) fonlama yapısıydı. Banka, 2026'da faiz indirimlerinden faydalanacak. Sabit faizli TL menkul kıymetler toplam aktiflerinin %4'ünü, TÜFE'ye endeksli tahviller ise %10'unu oluşturmaktadır. TÜFE'ye endeksli tahvillerin yüksek payı net faiz marjı genişlemesini sınırlayacak.
- Aktif kalitesinde tamponları sınırlı:** Bankanın kredi karşılık oranı %3.1 ile rakiplerinin gerisinde. Bankanın serbest karşılığı bulunmamaktadır. KOBİ kredileri, bankanın toplam kredi portföyünün %48'ini oluşturmaktadır ve ekonomik yavaşlamanın gecikmeli etkisi, 2026 yılının ilk yarısında aktif kalitesini olumsuz etkilemeye devam edebilir.
- Sermaye oranları özel bankaların gerisinde:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %13.8 ve %8.9 seviyelerinde. Çekirdek sermaye oranı özel bankaların belirgin gerisinde. Bankanın 2025 net karından temettü ödememesini öngörüyoruz.
- 2026'da özkaynak karlılığının diğer bankaların gerisinde kalmaya devam etmesini tahmin ediyoruz:** Halkbank'ın 2026'da özkaynak karlılığının 2025'teki yaklaşık %15 seviyesinden %19'a iyileşmesini öngörüyoruz. Bu tahminimiz, araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en düşük seviye.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	10,112	-83%	15,105	49%	27,334	81%	42,070	54%	50,710	21%
Özsermaye	128,406	-16%	152,565	19%	205,702	35%	247,772	20%	298,481	20%
F/K (x)	8.5		7.5		6.5		7.0		5.8	
F/DD (x)	0.7		0.7		0.9		1.2		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	1.41		2.10		3.80		5.86		7.06	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	9.3%		10.8%		15.3%		18.6%		18.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL42

Potansiyel Getiri

2%

Fiyat Bilgileri

Kodu	HALKB.TI / HALKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL41.04
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	294,863 / 6,848
Hisse Sayısı (mn)	7,185
Saklama Oranı	9%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,317.14 / 54.62

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

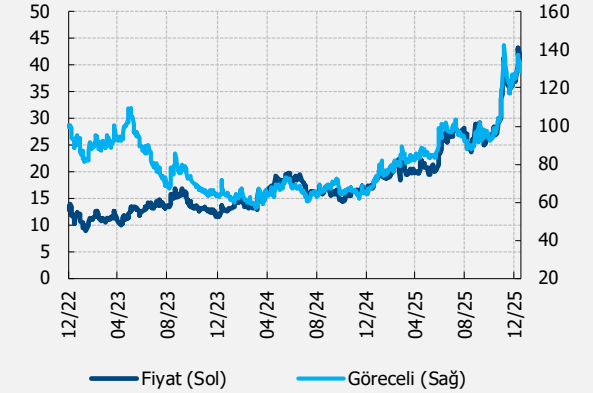
1 Aylık	43.16 / 34.76
1 Yıllık	43.16 / 16.89
Sene başından itibaren	43.16 / 36.78

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	13%	4%
3 Aylık	53%	33%
1 Yıllık	140%	90%
Sene başından itibaren	12%	3%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

HALKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	41,384	38,390	89,329	155,971	185,064
Ticari & Kur & Swap	-16,210	-22,076	-13,132	-11,198	-15,029
Komisyon geliri	18,947	39,367	59,645	80,545	100,660
Diğer gelirler	13,173	18,538	21,244	25,810	26,046
Toplam gelirler	57,295	74,219	157,087	251,128	296,741
Faaliyet Giderleri	48,120	59,478	96,896	135,562	176,649
Karşılık öncesi gelirler	9,175	14,741	60,191	115,566	120,093
Karşılık gideri	2,924	7,292	35,987	57,467	49,950
Faaliyet Geliri	6,251	7,449	24,204	58,100	70,143
İştirakler gelirleri	401	1,061	3,517	2,000	2,300
Vergi Öncesi Kar	6,653	8,510	27,721	60,100	72,443
Vergi gideri	-3,459	-6,595	387	18,030	21,733
Net Kar	10,112	15,105	27,334	42,070	50,710

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	2,195,287	3,022,220	4,158,494	5,156,917	6,396,917
Nakit ve Benzeri Değerler	289,554	650,087	901,716	1,117,322	1,385,984
Krediler	1,221,978	1,418,866	1,839,565	2,380,200	3,064,732
Takipteki Krediler	18,540	30,398	84,322	114,037	114,489
Menkul Kıymetler	584,393	782,425	1,135,556	1,305,889	1,501,773
Mevduatlar	1,872,848	2,381,754	3,328,603	4,138,245	5,165,961
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	9,252	4,649	0	0	0
Özkaynaklar	128,406	152,565	205,702	247,772	298,481

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özkaynak karlılığı	9.3%	10.8%	15.3%	18.6%	18.6%
Aktif karlılığı	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
Komisyon geliri büyümesi	124%	108%	52%	35%	25%
Faaliyet gideri artışı	172%	24%	63%	40%	30%
Net kar artışı	-31%	49%	81%	54%	21%
Net faiz marjı (swap dahil)	2.3%	1.5%	2.6%	3.6%	3.5%
Takipteki Krediler Oranı	1.5%	2.1%	4.4%	4.6%	3.6%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	-0.5%	-0.5%	1.4%	1.8%	1.1%
Gider/Gelir oranı	83%	79%	60%	54%	59%
Kredi-Mevduat oranı	67%	60%	55%	57%	59%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

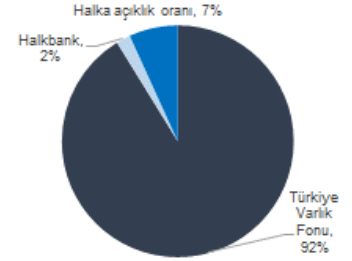
Halkbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 1,097 ve 22,243. Bankanın toplam kredilerde ve mevduatta pazar payı sırasıyla %8 ve %12 seviyesindedir. TL kredilerde %8.8 pazar payı vardır. KOBİ ve konut kredilerinde ise %14.4 ve %12.6 pazar payı bulunmaktadır.

Katalizörler: (i) Makro-ihtiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma

Ortaklık Yapısı



İŞBANKASI

Cazip çarpanlar & yüksek net aktif değer iskontosu

İşbankası için 12 aylık hedef fiyatımızı 22TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (eski hedef fiyat 21TL). 12 aylık hedef fiyatımız %52 getiri potansiyeline işaret etmektedir. İşbankası güncel 2026 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 3.1x F/K oranları ile işlem görmektedir. %25 özkaynak karlılığı tahminimiz ışığında çarpanları cazip olarak değerlendiriyoruz.

- Marj iyileşmesi hızlanacak:** 2026'da swap dahil net faiz marjının 140 baz puan genişleyeceğini öngörüyoruz. Bankanın TÜFE'ye endeksli portföyü toplam varlıklarının nispeten sınırlı bir kısmını (%3) oluşturuyor ve bunun marjlar üzerindeki olumsuz etkisini nispeten sınırlı tutacağını düşünüyoruz. İşbankası, TÜFE'ye endeksli tahvilleri Merkez Bankası'nın 12 aylık ileriye dönük piyasa anketine göre hesaplıyor ve bu anketin gerçek enflasyona kıyasla daha yavaş bir hızda düşeceğini öngörüyoruz. Sabit faizli TL menkul kıymetler, toplam varlıkların %6'sını oluşturmaktadır ve bu oran, diğer bankalara kıyasla nispeten daha yüksektir.
- Sermaye yeterlilik oranları kuvvetlendi:** Bankanın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %15.4 ve %12.5 seviyelerindedir.
- Karşılık oranı ve tamponlar güçlendirildi:** İşbankası'nın kredi karşılık oranı %3.5 seviyesinde. Yakın izlemedeki kredilerin toplam içindeki payı ise %10.8.
- İştirak gelirleri katkısı 2026'da artacak & net aktif değer iskontosu yüksek:** 2026'da bankanın toplam iştirak gelirlerinin 58 milyar TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz (yıllık %22 artış). Bankanın güncel piyasa değerinin net aktif değerine göre iskontosu %45 seviyesindedir. Bu iskonto 2023'te %20 seviyesine gerilerken, 2025'te ise %45 seviyesine açıldı.
- Yüksek iskontolu çarpanlar:** Banka için 2026'da %25 özkaynak karlılığı hesaplıyoruz (2025T: %19). Bu sayede 2026T 0.7x PD/DD çarpanını %30 özkaynak maliyeti varsayımımıza göre cazip olarak değerlendiriyoruz.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	72,264	24%	45,518	-37%	66,509	46%	115,937	74%	137,794	19%
Özsermaye	267,797	75%	318,337	19%	403,152	27%	512,437	27%	632,841	23%
F/K (x)	2.3		7.1		5.0		3.1		2.6	
F/DD (x)	0.6		1.0		0.8		0.7		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	7.2		1.8		2.7		4.6		5.5	
Temettü Verimi (*)	3.2%		2.3%		1.2%		1.8%		4.8%	
Sermaye Karlılığı	31.5%		15.5%		18.4%		25.3%		24.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL22

Potansiyel Getiri

52%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL14.45
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	361,250 / 8,389
Hisse Sayısı (mn)	25,000
Saklama Oranı	31%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	7,594.51 / 179.29

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

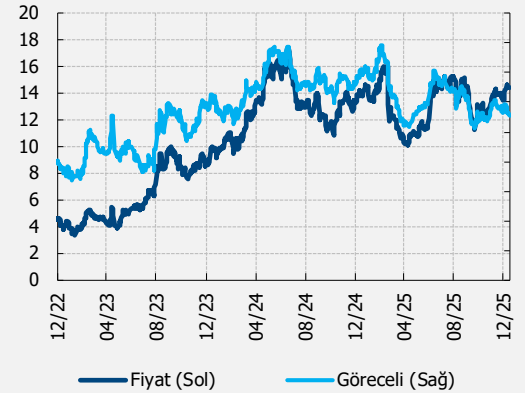
1 Aylık	14.64 / 13.50
1 Yıllık	16.07 / 10.13
Sene başından itibaren	14.64 / 14.09

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	-4%
3 Aylık	19%	4%
1 Yıllık	2%	-19%
Sene başından itibaren	3%	-6%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

ISCTR - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	67,073	34,451	99,958	186,557	199,955
Ticari & Kur & Swap	12,223	-8,862	-19,837	-14,799	-10,634
Komisyon geliri	42,438	91,411	134,384	178,263	228,182
Diğer gelirler	13,587	23,950	15,303	19,089	24,205
Toplam gelirler	135,321	140,950	229,808	369,111	441,708
Faaliyet Giderleri	72,229	117,149	149,053	198,567	252,297
Karşılık öncesi kar	63,092	23,800	80,756	170,543	189,411
Karşılık gideri	20,071	23,628	56,168	73,914	74,070
Faaliyet Geliri	43,021	172	24,588	96,629	115,341
İştirakler gelirleri	34,061	38,002	47,503	57,953	68,385
Vergi Öncesi Kar	77,082	38,174	72,090	154,582	183,726
Vergi Gideri	4,818	-7,344	5,581	38,646	45,931
Net Kar	72,264	45,518	66,509	115,937	137,794

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	2,453,780	3,323,772	4,432,663	5,491,215	6,910,994
Nakit ve Benzeri Değerler	566,761	682,395	890,190	963,570	1,042,999
Krediler	1,172,287	1,656,911	2,275,676	3,027,145	4,083,052
Takipteki Krediler	24,920	34,429	71,228	97,378	96,873
Menkul Kıymetler	468,112	636,891	751,946	857,219	977,230
Mevduatlar	1,662,174	2,127,115	2,968,312	3,771,986	4,862,800
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	68,486	55,606	105,651	118,329	132,528
Özkaynaklar	267,797	318,337	403,152	512,437	632,841

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özkaynak karlılığı	31.5%	15.5%	18.4%	25.3%	24.1%
Aktif karlılığı	3.7%	1.6%	1.7%	2.3%	2.2%
Komisyon geliri büyümesi	163%	115%	47%	33%	28%
Faaliyet gideri artışı	112%	62%	27%	33%	27%
Net kar artışı	17%	-37%	46%	74%	19%
Swap dahil net faiz marjı	3.0%	-0.5%	2.1%	3.5%	2.9%
Takipteki Krediler Oranı	2.1%	2.1%	3.1%	3.1%	2.3%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	0.9%	1.1%	2.3%	2.2%	1.6%
Gider/Gelir oranı	43%	65%	54%	46%	49%
Kredi büyümesi	51%	41%	39%	34%	36%
Kredi-Mevduat oranı	69%	76%	76%	80%	84%
Mevduat büyümesi	79%	28%	40%	27%	29%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

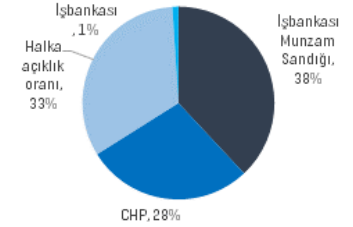
İşbankası bireysel ve kurumsal müşterilere bankacılık hizmeti vermektedir. Ayrıca varlık yönetimi, özel bankacılık, sermaye piyasaları ve sigorta alanlarında da Türkiye'deki yaygın şube ağı sayesinde aktiftir. Bankanın cam sektörünün önde gelen firmalarında da ortaklığı bulunmaktadır.

Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 1,031 ve 20,329. Banka toplam kredi ve mevduatta sırasıyla %10.8 ve %12.2 pazar payına sahiptir.

Katalizörler: (i) Makro-ihiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması (iv) Holding yapısının kurulması

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma

Ortaklık Yapısı



TSKB

İskontolu çarpan fakat katalist eksikliği

TSKB için 12 aylık hedef fiyatımız 19TL ve AL tavsiyemizi koruyoruz (önceki hedef fiyat: 19TL). 12 aylık hedef fiyatımız %42 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2026 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2026 özkaynak karlılığı beklentimiz %24 seviyesindedir (2025T: %31).

- Yabancı para ağırlıklı bilanço:** TSKB'nın kredilerinin %94'ü yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %80'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %29'u elektrik üretimi, %7'si ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Ayrıca enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %95'i yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 10 yıl, kredilerde ise ortalama 5 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir.
- TL fonlama payının çok düşük olması, gerileyen TL faiz ortamında görece dezavantaja neden olmaktadır:** TSKB yatırım bankası olması nedeniyle mevduat fonlamasına sahip değil ve mevduat faizlerindeki düşüşten görece daha sınırlı etkilenmektedir. TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünden daha düşük katkı kaynaklı net faiz marjında 2026'da 120 baz puan düşüş tahmin ediyoruz.
- Artan karlılık sayesinde sermaye oranlarında iyileşme söz konusu:** Bankanın SYR ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç %20.5 ve %13.8 seviyelerinde.
- İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları:** TSKB son dönemde tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde artırdı. Bankanın kredi karşılık oranı %3.6 seviyesindedir. Ayrıca bankanın 1.3 milyar TL (özkaynakların %3'ü) serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Çarpanlar cazip:** Banka 2025 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ile işlem görmektedir. %25 özkaynak karlılığı varsayımımıza göre çarpanın 0.8x-0.9x'a ulaşabileceğini tahmin ediyoruz.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	7,041	74%	10,135	44%	11,909	18%	12,473	5%	16,344	31%
Özsermaye	21,412	68%	32,479	52%	45,330	40%	57,802	28%	74,146	28%
F/K (x)	2.2		3.0		3.0		3.0		2.3	
F/DD (x)	0.7		0.9		0.8		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	2.5		3.6		4.3		4.5		5.8	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	41.2%		37.6%		30.6%		24.2%		24.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL19

Potansiyel Getiri

42%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TSKB.TI / TSKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL13.37
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	37,436 / 869
Hisse Sayısı (mn)	2,800
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	348.09 / 8.23

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

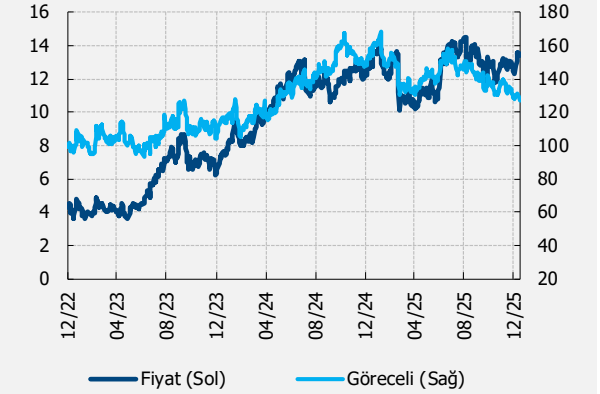
1 Aylık	13.57 / 12.27
1 Yıllık	14.53 / 10.09
Sene başından itibaren	13.57 / 12.35

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	3%	-5%
3 Aylık	2%	-11%
1 Yıllık	2%	-20%
Sene başından itibaren	8%	-1%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	10,234	15,105	16,947	18,628	22,888
Ticari & Kur & Swap	1,698	-2,075	-833	-159	1,646
Komisyon gelirleri	453	514	422	587	793
Diğer gelirler	236	888	2,869	1,400	1,560
Toplam gelirler	12,622	14,432	19,405	20,457	26,887
Faaliyet Giderleri	1,160	2,147	3,307	4,477	5,840
Karşılık öncesi gelirler	11,462	12,285	16,098	15,981	21,047
Karşılık gideri	4,069	894	3,605	2,330	2,700
Faaliyet Geliri	7,393	11,392	12,492	13,650	18,347
İştirakler gelirleri	1,899	2,287	3,334	4,168	5,001
Vergi Öncesi gelir	9,292	13,679	15,827	17,818	23,348
Vergi gideri	2,251	3,544	3,917	5,345	7,004
Net Kar	7,041	10,135	11,909	12,473	16,344

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	176,884	231,260	312,615	421,898	567,345
Nakit ve Benzeri Değerler	7,709	10,556	11,473	15,484	20,822
Krediler	121,457	157,952	217,903	309,112	431,626
Takipteki Krediler	3,939	3,673	2,506	3,038	3,290
Menkul Kıymetler	28,987	43,956	54,945	60,439	66,483
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	32,227	51,562	59,702	75,941	94,319
Özkaynaklar	21,412	32,479	45,330	57,802	74,146
Repo	2,481	3,281	14,762	17,420	20,555
Alınan Krediler	108,334	124,684	176,294	238,158	330,411

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özkaynak karlılığı	41.2%	37.6%	30.6%	24.2%	24.8%
Aktif karlılığı	4.8%	5.0%	4.4%	3.4%	3.3%
Net Faiz Geliri büyümesi	52%	48%	12%	10%	23%
Komisyon geliri büyümesi	186%	13%	-18%	39%	35%
Faaliyet gideri artışı	130%	85%	54%	35%	30%
Net kar artışı	74%	44%	18%	5%	31%
Net faiz marjı (swap dahil)	6.8%	6.0%	5.2%	4.0%	3.6%
Takipteki Krediler Oranı	3.0%	2.2%	1.1%	1.0%	0.7%
Net Kredi Risk Maliyeti	2.9%	-0.2%	0.9%	0.6%	0.6%
Gider/Gelir oranı	8%	13%	15%	18%	18%
Kredi büyümesi	62%	29%	39%	41%	39%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

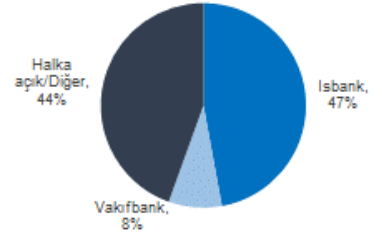
Sirket Tanımı

TSKB kurumsal müşterilere ağırlıklı uzun vadeli yatırım kredileri sağlayan bir bankadır. Fonlamasının büyük bir kısmı da yurtdışından uzun vadeli elde etmektedir. GYO sektöründe iştiraki bulunmaktadır.

Katalizörler: (i) Makro-ihtiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma, (v) enerji sektörü görünümünde bozulma

Ortaklık Yapısı



VAKIFBANK

Güçlenen temeller & iskontolu çarpanlar

Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 42.5TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi AL olarak koruyoruz (önceki hedef fiyat 38TL). 12 aylık hedef fiyatımız %31 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2026 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 3.1x F/K oranları ile işlem görmektedir. %30 seviyesindeki güçlü özkaynak karlılığı beklentimiz ve güçlenen sermaye oranları sayesinde çarpanları cazip olarak değerlendiriyoruz.

- Marjlarda ivmelenme başladı:** TL ağırlıklı fonlama yapısı sayesinde bankanın marjlarında faiz indirim döngüsünde hızlı toparlanma öngörüyoruz. Bankanın marjlarında toparlanma başladı ve bu trendin faiz indirimleri ile beraber ivmelenmesini tahmin ediyoruz. TL kredi/mevduat oranının %78 gibi görece düşük bir seviyede olması da banka için avantaj. TÜFE'ye endeksli tahvillerin toplam aktiflerdeki payının %6 olması, net faiz marj gelişimini görece sınırlandırabilir.
- Muhafazakâr karşılık oranları tampon yaratmaktadır:** Bankanın kredi karşılık oranı %3.4 seviyesinde. Ayrıca bankanın 4 milyar TL (özkaynakların %2'si) serbest karşılığı bulunmaktadır.
- Sermaye oranları güçlenmektedir:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %13.4 ve %9 seviyelerinde. Serbest karşılıklar arındırıldığında oranlar 15 baz puan iyileşmektedir. Konsolide sermaye oranları ise 50 baz puan daha yüksektir.
- Potansiyel ek değerlendirme unsuru yaratabilecek katma değerli iştirak portföyü:** Bankanın güçlü bir iştirak portföyü bulunmaktadır. Roketsan Roket Sanayi'de %10, TSKB'de %8, Vakıf Leasing'de %62, Vakıf Faktoring'de %92 ortaklığı bulunmaktadır.
- Çarpanlar yüksek özkaynak karlılığı ışığında cazip seviyede:** Özkaynak karlılığının 2026'da %30 seviyesinde bekliyoruz (2025T: %26).

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	25,046	-57%	40,375	61%	65,550	62%	102,223	56%	121,866	19%
Özsermaye	171,428	12%	219,194	28%	287,222	31%	389,446	36%	501,089	29%
F/K (x)	4.4		4.8		3.9		3.1		2.6	
F/DD (x)	0.6		0.9		0.9		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	2.53		4.07		6.61		10.31		12.29	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		3.2%	
Sermaye Karlılığı	18.0%		20.7%		25.9%		30.2%		27.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL42.50

Potansiyel Getiri

31%

Fiyat Bilgileri

Kodu	VAKBN.TI / VAKBN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL32.42
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	321,474 / 7,466
Hisse Sayısı (mn)	9,916
Saklama Oranı	6%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,542.10 / 36.40

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

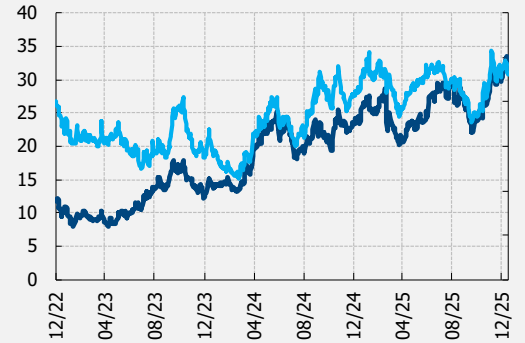
1 Aylık	33.44 / 29.20
1 Yıllık	33.44 / 20.30
Sene başından itibaren	33.44 / 30.68

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	11%	2%
3 Aylık	37%	19%
1 Yıllık	34%	6%
Sene başından itibaren	6%	-3%



Fiyat (Sol)

Göreceli (Sağ)

12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

VAKBN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net faiz geliri	51,955	98,976	147,830	229,979	261,146
Ticari & Kur & Swap	14,031	-9,362	8,596	14,327	25,208
Temettü geliri	25,746	46,474	74,609	102,990	138,006
Diğer gelirler	40,289	46,056	59,771	68,232	82,845
Toplam gelirler	132,021	182,144	290,806	415,527	507,204
Faaliyet Giderleri	52,505	73,331	116,644	160,723	213,182
Karşılık öncesi gelirler	79,516	108,813	174,162	254,805	294,023
Karşılık gideri	54,304	52,298	87,158	109,393	120,675
Faaliyet Geliri	25,212	56,515	87,005	145,412	173,348
İştirakler gelirleri	200	125	518	622	746
Vergi Öncesi Kar	25,412	56,639	87,523	146,033	174,094
Vergi gideri	366	16,264	21,972	43,810	52,228
Net Kar	25,046	40,375	65,550	102,223	121,866

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	2,796,634	4,021,486	5,037,152	6,477,968	8,234,722
Nakit ve Benzeri Değerler	436,804	839,695	920,258	1,183,486	1,504,435
Krediler	1,457,517	1,978,068	2,759,786	3,770,531	5,074,396
Takipteki Krediler	19,823	36,667	90,158	124,345	147,216
Menkul Kıymetler	654,771	939,411	1,098,462	1,208,308	1,329,139
Mevduatlar	1,961,761	2,537,788	3,295,513	4,291,471	5,520,096
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	118,329	213,701	239,345	275,247	316,534
Ozkaynaklar	171,428	219,194	287,222	389,446	501,089

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Ozkaynak karlılığı	18.0%	20.7%	25.9%	30.2%	27.4%
Aktif karlılığı	1.1%	1.2%	1.4%	1.8%	1.7%
Komisyon geliri büyümesi	139%	81%	61%	38%	34%
Faaliyet gideri artışı	193%	40%	59%	38%	33%
Net kar artışı	4%	61%	62%	56%	19%
Net faiz marjı (swap dahil)	2.0%	2.2%	3.1%	3.7%	3.2%
Takipteki Krediler Oranı	1.3%	1.8%	3.1%	3.2%	2.8%
Net Kredi Risk Maliyeti	2.1%	0.3%	1.8%	1.5%	1.1%
Gider/Gelir oranı	40%	40%	40%	39%	42%
Mevduat büyümesi	74%	29%	30%	30%	29%
Kredi büyümesi	61%	34%	38%	37%	35%
Kredi-Mevduat oranı	76%	79%	84%	89%	93%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

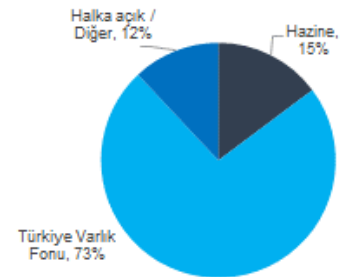
Vakıfbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 978 ve 18,653'tür. Bankanın toplam kredilerde ve toplam mevduat pazar payı sırasıyla %12.5 ve %12.6. KOBİ kredilerinde ise %13.8 pazar payı bulunmaktadır. Toplam kredilerde ve mevduatta pazar payı olarak Ziraat Bankası'nın ardından ikinci sıradadır.

Katalizörler: (i) Makro-ihiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) Küresel ekonomik koşulların gelişmekte olan ülkeleri destekleyici kalması

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde kalıcı bozulma, (v) Ana ortak hisse satışları

Ortaklık Yapısı



Bireysel Emeklilik & Sigorta & Yatırım

Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı 2025'te kuvvetli bir seyir izleyerek enflasyonun üzerinde yıllık %81 büyüme kaydetti. Bu güçlü büyümede yüksek enflasyon ve sermaye piyasalarının kuvvetli seyri en temel etkenler oldu. 2026 için büyüme beklentimiz ise yaklaşık %45 seviyesindedir. Hem Anadolu Hayat Emeklilik hem de Agesa Emeklilik'in 2026'da bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Ocak başında bireysel emeklilik sisteminde devlet katkısı %30'dan %20'ye düşürüldü. Devlet katkısı, bireylerin özel emeklilik sistemini kullanmalarının motivasyonlarından biri. Devlet katkısının azaltılması sonrası mevcut emeklilik planlarından sınırlı çıkışlar olabileceğini tahmin ediyoruz ve bu durum sisteme yeni girişleri de kısmen baskılayabilir.

Sektör ile ilgili 2026'nın en belirleyici konusu Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES)'e geçiş olup olmayacağıdır. Tahminlerimize TES'i dahil etmedik. Eğer TES'e geçiş yapılırsa her iki şirket için de tahminlerimizde yukarı yönlü potansiyel yaratacaktır. Eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Program'a (OVP) göre, tamamlayıcı emeklilik sisteminin (TES) 2026 yılının ikinci çeyreğinden itibaren uygulamaya konulmasının planlandığını biliyoruz. 2025 OVP'sinde de 2025 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren yürürlüğe girmesi planlanan TES'in ana hatları belirtilmişti, ancak işverenlere ek yük getirmesi ve son birkaç yıldır hane halkı gelirlerinin düşük olması nedeniyle süreçte gecikmeler yaşandı. Yatırımcı ilişkileri ile yaptığımız son görüşmelere göre, 2026 yılının 2. çeyreğinde uygulanma olasılığı çok düşük görülmekte ve 2026 yılının 2. yarısı ile 2027 yılının daha olası bir senaryo olduğu düşünülmektedir.

Hayat sigortası: Hayat sigortacılığında prim üretimleri 2025'te yüksek seyretti. 2026'da Merkez Bankası'nın faiz indirim döngüsünün devam etmesi sayesinde prim üretimlerinin enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu sayede hayat sigortası prim üretiminde 2025'teki yaklaşık %70 artış trendinden sonra 2026'da yaklaşık %50 artış öngörüyoruz.

Hayat-dışı sigortacılık: 2025'te prim üretimlerinde yüksek enflasyon kaynaklı güçlü bir seyir gözlemledik. TL'deki sınırlı değer kaybı sayesinde trafik segmentinde hasar oranlarında iyileşme gözlemledik ve bu durum teknik sonuçları sınırlı olumlu destekledi. 2026'da prim üretimlerinin 2025'teki büyümeye göre yavaşlamasını bekliyoruz fakat bu yavaşlamaya rağmen enflasyonun üzerinde seyretmeye devam etmesini öngörüyoruz. TL'nin reel değerlenmesi beklentimiz sayesinde ise teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin gerilemesini beklediğimiz TL mevduat faizleri nedeniyle yatırım gelirlerinin artış oranında ivme kaybı tahmin ediyoruz.

Yatırım: 2026'da Türk varlıklarına yabancı ilgisinin artmasını bekliyoruz. ÜNLÜ'nün güçlü pazar konumu ve başarı geçmişi sayesinde Türkiye'ye yabancı sermaye girişindeki canlanmanın başlıca yararlanıcısı olacağını düşünüyoruz. Yabancı yatırımcıların ilgisine bağlı olan Kurumsal Satış ve Kurumsal Finansman gibi iş kollarının daha fazla katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Şirket, 2025 yılında yaklaşık 600 milyon TL tutarında yeni takipteki kredi portföy yatırımı gerçekleştirdi ve bunun yarısı 4Ç25'te satın aldı. Yeni portföy alımları ve asgari ücret artışı, 2026'da bu iş kolunun tahsilat ve gelirlerini destekleyecek.

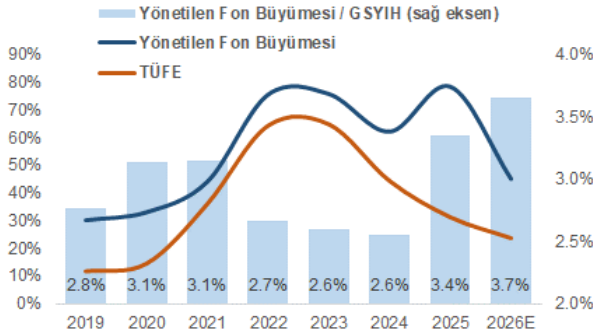
Resmi Araştırma kapsamımız dışındaki şirketlerden:

- **Torunlar GYO <TRGYO TI>, Özak GYO <OZKGY TI> ve Emlak Konut <EKGYO TI> gibi GYO sektöründe faaliyet gösteren bazı hisselerin 2026 yılında BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.** Sürdürülebilir kira geliri elde eden, düşük net borç/FAVÖK

oranına sahip veya net nakit pozisyonuna sahip bu şirketlerin 2026 yılında da güçlü operasyonel karlılıklarını sürdürmelerini bekliyoruz. TL faiz oranlarının düşmesi konut satışlarını olumlu etkileyecektir. GYO'lar dağıtılabilir net karlarının en az %50'sini dağıtırlarsa, 2024 yılında %0 olan kurumlar vergisi oranı %10 olarak uygulanacaktır (aksi takdirde %30 uygulanacaktır). Bu nedenle, GYO'ların temettü dağıtımını tercih etmelerini bekliyoruz ve bunun 2026 yılında bir yatırım teması olabileceğini öngörüyoruz.

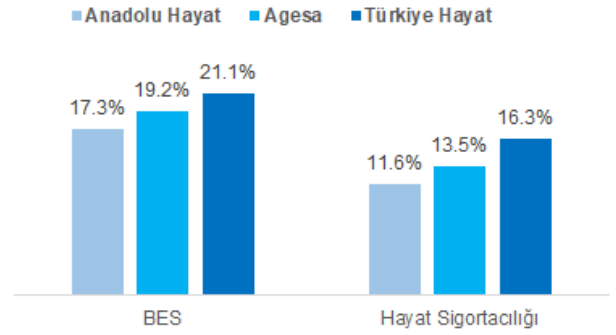
- **Factoring sektörünün 2025 yılında gösterdiği güçlü büyüme dinamiklerinin, banka kredilerindeki mevcut büyüme sınırlamaları nedeniyle 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz.** Sektörün halka açık oyuncularından biri olan **Lider Factoring <LIDFA TI>**'in, i) 2025 yılının ilk dokuz ayında gösterdiği güçlü operasyonel karlılık ve banka kredilerindeki mevcut büyüme sınırlamaları nedeniyle 2025 yılının dördüncü çeyreğinde ve 2026 yılının ilk yarısında da güçlü sonuçlar açıklayabileceği potansiyeli ve ii) %40'lık güçlü özkaynak karlılığı seviyesi ve 1x PD/DD'lik cazip çarpanı sayesinde olumlu performans göstereceğini öngörüyoruz.

Grafik 13: BES Göstergeleri



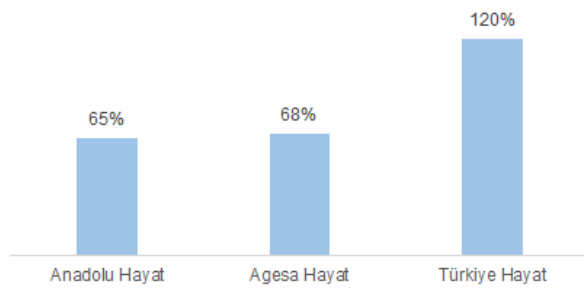
Kaynak: EGM, TUIK

Grafik 14: Şirket Bazında Pazar Payları



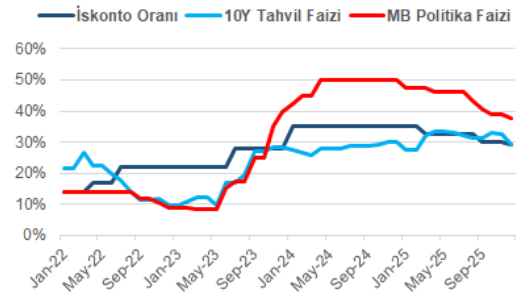
Kaynak: EGM, TSB

Grafik 15: Hayat Prim Üretimi (10A25 - yıllık gelişim)



Kaynak: TSB

Grafik 16: Hayat-dışı Sigorta Sektörü – İskonto Oranı



Kaynak: Merkez Bankası, TSB

Tablo 2: YKY Sigorta & Emeklilik & Yatırım Tahminleri

mn TL	AKGRT	TURSG	ANHYT	AGESA	UNLU	Sigorta Toplamı
	Hayat-dışı	Hayat-dışı	Hayat & Emeklilik	Hayat & Emeklilik	Yatırım	
Hisse Fiyatı	7.10	11.85	97.6	208.7	15.03	
Hedef Fiyat	11.50	15.5	150	310	18.50	
Potansiyel	62%	31%	54%	49%	23%	
Tavsiye	AL	AL	AL	AL	TUT	
Net Kar						
2024	1,858	12,720	4,070	2,755	117	21,403
2025T	2,848	18,674	5,470	5,078	-203	32,069
2026T	3,694	23,437	7,300	7,048	183	41,480
2027T	4,274	26,880	9,164	8,468	320	48,786
YKY Yıllık Net Kar Gelişimi Tahmini						
2024	57%	107%	47%	101%	125%	86%
2025T	53%	47%	34%	84%	-	50%
2026T	30%	26%	33%	39%	-	29%
2027T	16%	15%	26%	20%	75%	18%
F/K (x)						
2023	5.9	3.9	4.5	5.7	45.0	
2024	5.6	5.4	8.9	6.5	23.4	
2025T	3.8	5.1	7.2	5.8	-13.1	
2026T	3.1	5.1	5.7	5.3	14.4	
2027T	2.7	4.4	4.6	4.4	8.3	
PD/DD (x)						
2023	2.1	1.6	2.0	2.7	1.0	
2024	2.1	2.4	3.7	3.4	0.9	
2025T	1.3	2.6	3.3	4.0	1.0	
2026T	1.0	1.9	2.6	2.6	0.9	
2027T	0.8	1.5	2.0	1.9	0.8	
Temettü Verimi						
2023	0%	0%	1%	0%	2%	
2024	0%	1%	2%	0%	0%	
2025T	0%	2%	6%	3%	0%	
2026T	0%	5%	8%	3%	0%	
2027T	6%	8%	12%	5%	2%	
Özkaynak Karlılığı						
2023	45%	56%	57%	59%	3%	
2024	44%	58%	51%	66%	5%	
2025T	44%	50%	49%	69%	-7%	
2026T	38%	43%	50%	59%	7%	
2027T	32%	37%	50%	50%	11%	

Kaynak: YKY Araştırma

AGESA EMEKLİLİK

Güçlü özkaynak kârlılığı & halen cazip çarpanlar

Agesa Emeklilik için 12 aylık hedef fiyatımızı 310TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 290TL). 12 aylık hedef fiyatımız %49 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket 2026 tahminlerimize göre 2.6x PD/DD ve 5.3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özkaynak kârlılığı beklentimiz ise %59 (2025T: %69). 2025 net karından %5 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- 2026 yılında da özel emeklilik fonlarının güçlü büyümesini öngörüyoruz:** Şirketin özel emeklilik fonları yönetilen varlıkları 2025 yılında yaklaşık %70 büyüdü. Makroekonomik görünümün iyileşmesi ile 2026 yılında yönetilen varlıkların yaklaşık %40 büyümesini bekliyoruz. Tahminlerimize Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nin (TES) olası uygulamasını dahil etmedik. TES, resmi olarak uygulanmaya başlarsa, tahminlerimize ek bir artış potansiyeli yaratacaktır.
- 2025 yılında yüksek TL faiz oranlarına rağmen, beklenen faiz indirimleri sayesinde 2026 yılında sürdürülebilir reel büyüme ile hayat sigortasının güçlü katkısı:** Agesa, 2025 yılının ilk 10 ayında %13.5 pazar payı ile hayat sigortası primlerinde ikinci sırada yer almaktadır. Şirketin 2026'da hayat sigortası brüt primlerinde yıllık %50 büyüme kaydetmesini öngörüyoruz (2025: %70). 2026'da kredi bağlantılı ürünleri (toplam brüt primlerin yaklaşık %50'si) destekleyecek olan beklenen faiz indirimleri sayesinde güçlü reel büyüme gözlemlemeyi tahmin ediyoruz.
- Dengeli ve çeşitlendirilmiş yatırım portföyü:** Agesa'nın serbest yatırım portföyü, 3Ç25 itibarıyla yıl başından itibaren %38 (+%58 yıllık bazda) artarak 11.4 milyar TL'ye ulaştı. Portföyün %28'i Eurobond'lardan, %44'ü vadeli mevduatlardan ve %17'si özel sektör tahvillerinden oluşmaktadır. Yatırım gelirleri 2026 yılında normalleşmesini bekliyoruz, ancak artan fon büyüklüğü, TL faizlerindeki düşüşü kısmen telafi edecek.
- Güçlü özkaynak kârlılığı görünümü:** 2026 yılında %39 net kar artışı ve %59 özkaynak kârlılığı (2025T: %69) öngörüyoruz. Şirket, 2026 tahminlerimize göre 2.6x PD/DD ve 5.3x F/K ile işlem görmektedir. 2026 yılında %28 sermaye maliyeti (24% risksiz getiri, 6% hisse primi, 0,6x beta) öngörüyoruz. Tahmin dönemimiz boyunca ortalama sermaye maliyeti varsayımımız %22'dir.

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	1,374	65%	2,755	101%	5,078	84%	7,048	39%	8,468	20%
Özsermaye	2,951	75%	5,340	81%	9,418	76%	14,435	53%	19,731	37%
F/K (x)	5.7		6.5		5.8		5.3		4.4	
F/DD (x)	2.7		3.4		3.1		2.6		1.9	
Hisse Başına Kar (TL)	7.6		15.3		28.2		39.2		47.0	
Temettü Verimi (*)	1.4%		1.0%		2.6%		5.4%		8.4%	
Sermaye Karlılığı	59.2%		59.2%		68.8%		59.1%		49.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL310

Potansiyel Getiri

49%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AGESA.TI / AGESA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL208.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	37,566 / 872
Hisse Sayısı (mn)	180
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	75.31 / 1.78

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

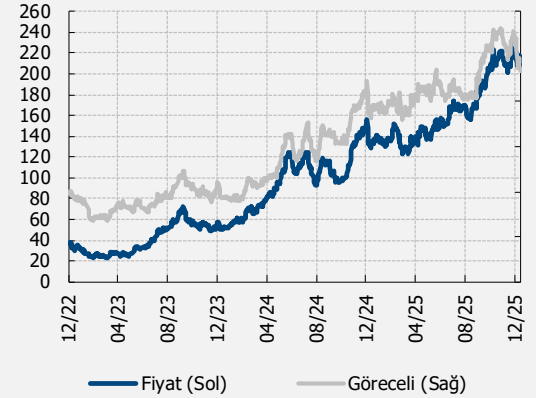
1 Aylık	228.70 / 205.50
1 Yıllık	228.70 / 123.10
Sene başından itibaren	221.20 / 206.90

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	-6%
3 Aylık	10%	-4%
1 Yıllık	58%	25%
Sene başından itibaren	-6%	-13%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performans BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Bilanço (TLmn)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Benzeri	2,082	4,909	6,011	7,514	9,017
Finansal Yatırımlar	4,086	5,895	9,936	12,420	14,904
Hayat Sigortası Yatırımları	15,363	22,950	35,996	50,497	68,760
Emeklilik Alacakları	141,463	228,130	391,660	557,555	732,939
Diğer Varlıklar	950	1,045	1,150	1,264	1,391
Toplam Varlıklar	164,973	266,514	444,219	631,988	833,131
Emeklilik Borçları	142,869	230,463	395,665	563,256	740,434
Teknik Rezervler	17,808	28,066	37,552	52,439	70,937
Diğer yükümlülükler	1,345	2,645	1,584	1,858	2,029
Özkaynaklar	2,951	5,340	9,418	14,435	19,731
Toplam Yükümlülükler	164,973	266,514	444,219	631,988	833,131

Kar/Zarar Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hayat Sigortası brüt primler	7,353	14,086	23,946	35,919	48,491
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	807	1,760	4,095	6,142	8,292
Fon yönetim komisyon geliri	1,435	2,623	3,980	6,021	7,865
Yönetim & Giriş komisyonu	455	1,169	1,843	2,625	3,452
Net diğer gelir/giderler	-151	-284	-362	-462	-561
Fon yönetim gideri	-218	-372	-597	-843	-1,101
Emeklilik faaliyet giderleri	-2,614	-4,474	-7,024	-10,006	-13,158
Emeklilik teknik kar/zararı	-1,093	-1,337	-2,161	-2,665	-3,503
Toplam teknik kar/zarar	-265	451	1,973	3,528	4,850
Net yatırım geliri	2,121	3,327	4,931	6,191	6,897
Diğer gelir/giderler	107	170	350	350	350
Vergi öncesi kar	1,963	3,948	7,254	10,069	12,097
Vergi gideri	-589	-1,193	-2,176	-3,021	-3,629
Net Kar	1,374	2,755	5,078	7,048	8,468

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hayat teknik kar marjı	13%	15%	19%	19%	19%
Brüt prim büyüme oranı	102%	92%	70%	50%	35%
Emeklilik fon büyüme oranı	87%	61%	77%	42%	31%
Emeklilik fon büyüklüğü	137,732	221,574	391,660	557,555	732,939
Fon yönetim komisyon oranı	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
Net kar büyüme oranı	65%	101%	84%	39%	20%
Özkaynak Karlılığı	59%	66%	69%	59%	50%
F/K	27.3	13.6	7.4	5.3	4.4
PD/DD	2.7	3.4	3.1	2.6	1.9

Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Şirket Tanımı

Avivasa 2007'de Avivasa International ve Sabancı Holding ortaklığıyla kurulmuştur. Şirket 2.5 milyon müşteriye servis sağlamaktadır. Bankasürans ağını Akbank üzerinden gerçekleştirmektedir. Ayrıca direkt satış ekipleri ve alternatif dağıtım kanalları ve acenteler üzerinden de satışlar yürütülmektedir. Şirket, Ageda'nın Avivasa'nın payını satın alması sonrası Ageda Hayat & Emeklilik olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket'in ayrıca sağlık sigortası şirketi Medisa Sigorta'da %100 payı bulunmaktadır.

Ageda, 2025 itibarıyla BES yönetilen fon tutarı açısından piyasanın ikinci oyuncusu (%19,6) konumundadır. Devlet katkısı hariç toplam fon tutarı 323 milyar TL'dir. Ageda, 10A25 itibarıyla hayat sigortası prim üretiminde pazarın ikinci oyuncusu (%13,5) konumundadır.

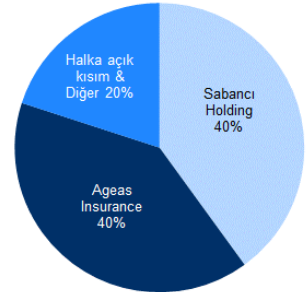
Katalizörler:

- TES'e resmi geçiş
- Faiz indirimi döngüsünün devam etmesi hayat prim üretimini destekleyecektir

Riskler:

- Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir
- Bankasürans alanında olumsuz düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



AKSIGORTA

Güçlenen temeller & cazip çarpanlar

Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 11.5TL olarak güncelliyoruz ve %62 artış potansiyeli sayesinde AL tavsiyemizi koruyoruz. Teknik sonuçların 2026'da sınırlı olarak toparlanmaya devam etmesini öngörüyoruz. Yatırım gelirlerinin ise TL faizlerdeki düşüş nedeniyle normalleşmesini tahmin ediyoruz. Aksigorta 2026 tahminlerimize göre 1x PD/DD ve 3.1x F/K ile işlem görmektedir.

- Prim artışında hızlanma:** Aksigorta'nın güçlenen sermaye oranı sayesinde 2026'da toplam brüt prim üretiminin %26 artacağını öngörüyoruz (2025'te yatay). Sigorta şirketinin, motor dışı segmentlerde (özellikle sağlık, yangın ve doğal afetler, genel zararlar) enflasyonun üzerinde bir büyüme kaydetmesini beklerken, zarar eden zorunlu trafik ve kasko segmentlerinde ise düşük bir büyüme öngörüyoruz. Motorlu araç segmentlerinin toplam prim içindeki payı 2025 yılında %25'e gerileyecek (2024 yılında %40). Aksigorta, 11A25 döneminde yangın ve doğal afetler ile sağlık prim üretiminde sırasıyla yıllık bazda %20 ve %41 artırdı.
- Verimli faaliyet gideri yönetimi:** Gider optimizasyonunun 2026 yılında da devam edeceğini öngörüyoruz. Motor dışı segmentlere odaklılık ve daha düşük gider oranı sayesinde, Aksigorta'nın birleşik oranının 2026'da %108'e (2025T: %116) iyileşeceğini öngörüyoruz.
- TL faizlerin düşmesine rağmen yönetilen fon tutarının artması gelirleri destekleyecek** Aksigorta'nın toplam yönettiği fon tutarı 3Ç25 itibarıyla 16.5 milyar TL'ye ulaştı (yıllık %29 büyüme). Bu tutarın yaklaşık %80'i TL varlıklarından oluşmaktadır. Şirketin yüksek reel TL faiz oranlarından yararlanmaya devam etmesini bekliyoruz. TL devlet/şirket tahvilleri ve ilgili fonlar toplamın %42'sini oluştururken, TL mevduatların toplam içindeki payı %30.
- Sermaye optimizasyonu ve kâr odaklı büyüme sayesinde sermaye oranı iyileşti:** Aksigorta'nın sermaye oranı, 2024 yıl sonu %158'e kıyasla 3Ç25'te %178'e ulaştı. Düzenleyici kurumun minimum eşiği %100, temettü ödemesi için eşik ise %135'tir. 2025 yılı kârından temettü ödemesi tahmin ediyoruz.
- Cazip çarpanlar:** Şirket, 2026 tahminlerimize göre 1x PD/DD ve 3.1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir ve özkaynak karlılığı tahmininiz %44/%38'dir.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	1,186	a.d.	1,858	57%	2,848	53%	3,694	30%	4,274	16%
Özsermaye	3,276	151%	5,092	55%	7,940	56%	11,634	47%	15,169	30%
F/K (x)	5.9		5.6		3.8		3.1		2.7	
F/DD (x)	2.1		2.1		1.4		1.0		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	0.7		1.2		1.8		2.3		2.7	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		6.5%	
Sermaye Karlılığı	45.4%		44.4%		43.7%		37.7%		31.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

AKSigorta

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL11.50

Potansiyel Getiri

62%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL7.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	11,445 / 266
Hisse Sayısı (mn)	1612
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	97.45 / 2.31

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

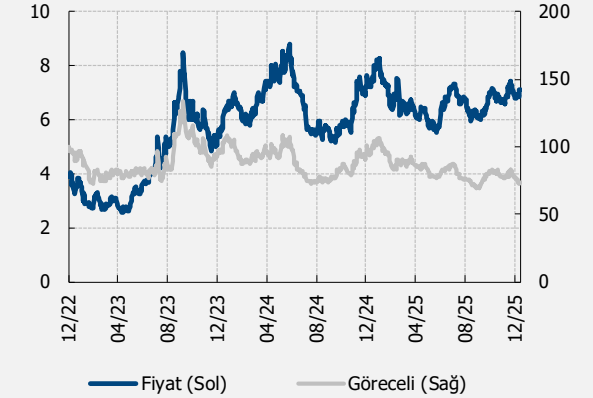
1 Aylık	7.44 / 6.78
1 Yıllık	8.28 / 5.53
Sene başından itibaren	7.10 / 6.80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-9%
3 Aylık	12%	-2%
1 Yıllık	5%	-25%
Sene başından itibaren	4%	-4%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TL mn)	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T
Nakit ve Benzerleri	5,215	7,143	8,427	10,092	12,019
Finansal Yatırımlar	6,249	8,703	10,267	12,295	14,643
Yatırımlar	6,807	5,899	5,880	7,409	8,891
Toplam Varlıklar	21,132	25,556	29,586	36,037	42,885
Teknik Rezervler	9,896	12,413	16,323	20,322	23,878
Özkaynaklar	3,276	5,092	7,940	11,634	15,169
Toplam Yükümlülükler	21,132	25,556	29,586	36,037	42,885

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T
Teknik Gelir	7,806	10,502	11,711	15,682	19,344
Brüt prim	27,299	34,872	34,763	43,801	52,561
Net prim	7,677	10,277	11,751	15,682	19,344
Teknik Gider	-9,021	-12,766	-13,611	-16,937	-20,084
Brüt hasar	-15,091	-20,256	-20,025	-25,670	-31,330
Net hasar	-6,622	-8,889	-9,031	-12,090	-14,756
Faaliyet giderleri	-1,933	-2,846	-3,456	-3,723	-4,205
Diğer	-466	-1,031	-1,124	-1,124	-1,124
Teknik Kar (Zarar)	-1,215	-2,264	-1,900	-1,255	-740
Net yatırım geliri (gideri)	2,776	4,367	5,112	5,873	6,438
Diğer gelir (gider)	-227	-88	1	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	1,334	2,015	3,213	4,618	5,698
Vergi öncesi kar (zarar)	-148	-158	-365	-924	-1,425
Net kar (zarar)	1,186	1,858	2,848	3,694	4,274

Finansal Oranlar	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T
Brüt prim üretimi büyümesi	101%	28%	0%	26%	20%
Teknik kar büyümesi	-	-	-	-	-
Net kar büyümesi	-	57%	53%	30%	16%
Gider oranı	25%	28%	29%	24%	22%
Teknik marj	-16%	-22%	-16%	-8%	-4%
Kombine oranı	116%	122%	116%	108%	104%
Yatırım getirisi	35%	39%	33%	30%	27%
Kaldıraç (x)	6.5	5.0	4.4	3.9	3.6
Aktif karlılığı	7.0%	8.0%	9.4%	9.2%	8.6%
Özkaynak karlılığı	45%	44%	44%	38%	32%
PD / DD	2.1	2.1	1.4	1.0	0.8
F / K	5.9	5.6	4.0	3.1	2.7
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Şirket Tanıtımı

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'sar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta 2023'ün ilk 9 ayı itibarı ile brüt prim üretiminde 6. sıradadır ve %6.2 pazar payına sahiptir. Aksigorta yangın & doğal afet ve kasko branşlarında ise sırasıyla %9 ve %7 pazar payına sahiptir. Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı yaklaşık %100 seviyesindedir

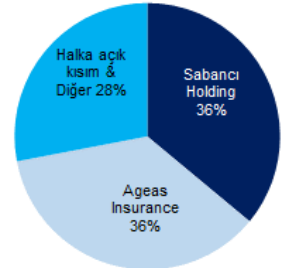
Katalizörler:

- TL'nin reel değerlenmesi ve reel olarak yüksek TL faizler
- Ageas Emeklilik ve Akbank'la iş birliğinin artması

Riskler:

- Beklenenden hızlı/yüksek faiz indirimleri
- Zorunlu trafik sigortası alanında sektör aleyhine düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK

Güçlü özkaynak karlılığı ve olumlu görünüm sayesinde tavsiye değişikliği

Anadolu Hayat için 12 aylık hedef fiyatımızı 150TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 128TL/hisse) ve TUT olan tavsiyemizi AL olarak güncelliyoruz. Beklentilerimizden daha olumlu gelişen hayat sigortacılığı sonuçları ve yatırım gelirleri, hedef fiyatımızı arttırmamızda etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %54 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2026 tahminlerimize göre 2.6x PD/DD ve 5.7x F/K oranları ile işlem görmektedir ve %50 özkaynak karlılığı tahmin ediyoruz. 2025 net karından hisse için %8 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat sigortası prim üretiminin yavaşlamasına rağmen reel büyümeye devam etmesini bekliyoruz:** Şirketin hayat sigortası prim üretiminin 2026'da %50 büyümesini bekliyoruz (2025: %67). Enflasyonist ortamdaki düşüş, yavaşlama beklentimizin ana nedeni. Yılın ikinci yarısında kredi büyümesinde bir miktar toparlanma bekliyoruz ve bu da kredi bağlantılı ürünleri destekleyecektir. Kredi bağlantılı ürünler (toplam prim üretiminin %60'ını oluşturmaktadır ve birikimli hayat sigortası ürünlerine göre daha karlıdır.
- Bireysel emeklilik varlıkları enflasyonun üzerinde büyümeye devam edecek:** Şirketin bireysel emeklilik yönetilen varlıkları 2025'te %80 büyüdü. 2026 yılında büyümenin %42 olmasını bekliyoruz, bu da hala TÜFE tahminimizin belirgin üzerinde. Bu güçlü büyüme beklentimizin ana itici gücü, olumlu makroekonomik görünümdür. Planlanan "Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi" (TES) ile ilgili potansiyel değeri yansıtmadık. TES resmi olarak uygulamaya konulursa, emeklilik şirketleri için önemli bir ek pozitif değer yaratacaktır.
- Yatırım portföyünün sürdürülebilir büyümesi:** Şirketin yatırım portföyü 3Ç25 itibarıyla 11.4 milyar TL'ye ulaştı ve bunun %90'ı TL enstrümanlarında değerlendirilmektedir. Yüksek reel TL faiz oranları sayesinde, şirketin 2026'da önemli katkı elde edeceğini öngörüyoruz.
- Düzenli kar payı dağıtımı geleneği & güçlü sermaye oranı:** 2025 net karından Anadolu Hayat için %65 dağıtım oranı ile %8 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %315 gibi oldukça kuvvetli bir seviyededir. Şirketin 2026'da %50 sermaye karlılığı elde etmesini tahmin ediyoruz.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	2,778	105%	3,950	42%	5,470	38%	7,300	33%	9,164	26%
Özsermaye	6,293	86%	9,243	47%	12,696	37%	16,440	29%	20,495	25%
F/K (x)	4.5		9.1		7.2		5.7		4.6	
F/DD (x)	2.0		3.9		3.1		2.6		2.0	
Hisse Başına Kar (TL)	6.46		9.19		12.72		16.98		21.31	
Temettü Verimi (*)	6.2%		2.4%		6.4%		8.5%		12.3%	
Sermaye Karlılığı	57.4%		50.9%		48.9%		50.1%		49.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL150

Potansiyel Getiri

54%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ANHYT.TI / ANHYT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL97.55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	41,947 / 974
Hisse Sayısı (mn)	430
Saklama Oranı	17%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	132.19 / 3.12

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

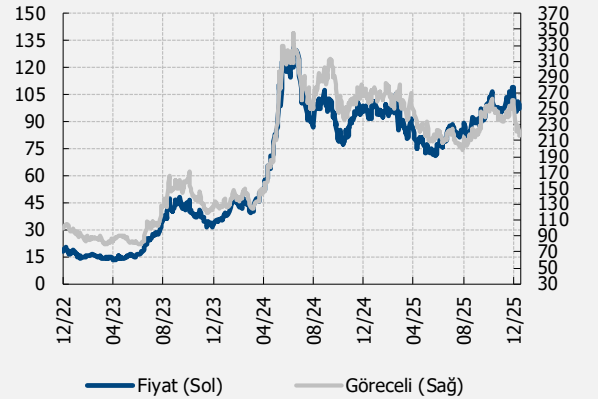
1 Aylık	109.10 / 95.90
1 Yıllık	109.10 / 71.00
Sene başından itibaren	101.30 / 95.90

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-5%	-13%
3 Aylık	0%	-12%
1 Yıllık	2%	-19%
Sene başından itibaren	-1%	-9%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TL milyon)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Benzeri	1,691	3,186	7,911	10,284	13,369
Finansal Yatırımlar	8,051	11,933	12,247	15,921	20,697
Hayat Sigortası Yatırımları	15,843	23,520	36,100	46,178	56,106
Emeklilik Alacakları	134,087	202,012	373,389	531,698	691,549
Diğer Varlıklar	3,037	19,293	29,275	39,996	50,017
Toplam Varlıklar	162,708	259,944	458,922	644,077	831,738
Emeklilik Borçları	135,743	218,709	404,252	575,647	748,711
Teknik Rezervler	19,219	29,107	39,155	48,748	58,804
Diğer yükümlülükler	1,453	2,451	2,819	3,242	3,728
Özkaynaklar	6,293	9,676	12,696	16,440	20,495
Toplam Yükümlülükler	162,708	259,944	458,922	644,077	831,738

Kar/Zarar Tablosu (TL milyon)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hayat Sigortası brüt primler	7,067	12,415	20,672	31,008	41,860
Brüt hasarlar	-1,355	-2,281	-4,196	-6,847	-10,041
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-1,639	-3,342	-6,288	-9,394	-12,703
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	942	1,632	2,682	4,283	6,165
Fon yönetim komisyon geliri	1,261	2,256	3,659	5,636	7,323
Yönetim & Giriş komisyonu	528	1,288	1,806	2,362	2,988
Net diğer gelir/giderler	-20	-16	38	110	197
Fon yönetim gideri	-48	-82	-132	-204	-265
Emeklilik faaliyet giderleri	-1,432	-2,946	-4,566	-6,429	-8,454
Emeklilik teknik kar/zararı	290	501	805	1,476	1,789
Toplam teknik kar/zarar	1,231	2,133	3,487	5,759	7,954
Net yatırım geliri	2,398	3,402	3,927	4,670	5,138
Diğer gelir/giderler	4	-33	400	0	0
Vergi öncesi kar	3,631	5,502	7,814	10,429	13,092
Vergi gideri	-853	-1,432	-2,344	-3,129	-3,928
Net Kar	2,778	4,070	5,470	7,300	9,164

Temel Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hayat teknik kar marjı	13%	13%	13%	14%	15%
Brüt prim büyüme oranı	101%	76%	67%	50%	35%
Emeklilik Fon büyüme oranı	78%	61%	74%	42%	30%
Emeklilik Fon büyüklüğü	133,686	214,592	373,389	531,698	691,549
Fon yönetim komisyon oranı	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
Net kar büyüme oranı	105%	47%	34%	33%	26%
Özkaynak Karlılığı	57%	51%	49%	50%	50%
F/K	4.5	8.9	7.2	5.7	4.6
PD/DD	2.0	3.7	3.1	2.6	2.0

Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Sirket Tanımı

Anadolu Hayat, hayat sigortası alanında ilk kurulan firmadır. Kuruluş yılı 1990'dır. 2003 yılında bireysel emeklilik alanına da giriş yapmıştır. Şirketin ağırlıklı bankalar kanalı ile (İşbankası, Anadolubank, TSKB ve Bankpozitif) 1,396 şubeden oluşan bir satış ağı vardır. Ayrıca direkt satış, acenteler, brokerler ve alternatif dağıtım kanalları üzerinden de satışlar gerçekleştirilmektedir.

Aralık 2025 itibarı ile Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü (devlet katkısı hariç) ve katılımcı sayısı sırasıyla 285 milyar TL ve 1.7 milyon katılımcıya ulaştı. Anadolu Hayat katılımcı sayısında (%16.6) pazar payına sahipken, fon büyüklüğünde (%17.3) ise üçüncü sıradadır.

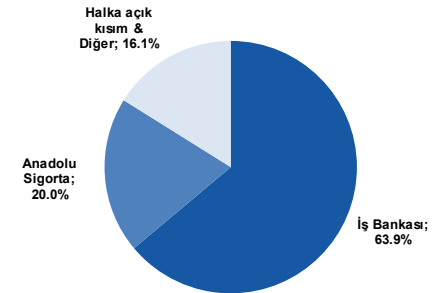
Katalizörler:

- TES'e resmi geçiş
- Faiz indirimi döngüsünün devam etmesi hayat prim üretimini destekleyecektir

Riskler:

- Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir
- Bankasürans alanında olumsuz düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



TÜRKİYE SİGORTA

Güçlü temeller & lider pozisyonlanma

Türkiye Sigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 15.5TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 13.5TL) ve AL tavsiyemizi koruyoruz. 2026'da teknik karlılıkta sınırlı toparlanma beklerken yatırım gelirlerinin ise gerileyen TL faizleri nedeniyle normalleşmesini tahmin ediyoruz. Türkiye Sigorta 2026 tahminlerimize göre 1.9x PD/DD ve 5.1x F/K ile işlem görmektedir. 2025/26 özkaynak karlılığı beklentimiz sırasıyla %50 ve %43. 2025 net karından %5 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Prim üretimi güçlü trendini koruyor:** 2026'da prim üretiminin %34 artış göstermesini tahmin ediyoruz (2025: %45). Teknik sonuçların sınırlı toparlanmasını bekliyoruz. Şirket brüt prim üretimi bazında genel zararlar, yangın&doğal afet gibi görece daha yüksek kar yaratan segmentlerde pazar lideri konumdadır. 2025'te şirket zorunlu trafik sigortası ve kasko gibi görece daha düşük karlı branşlarda sektörün altında büyüme gösterdi. 2026'da özellikle sağlık, genel zararlar ve kasko gibi alanlarda büyüme sayesinde teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma tahmin ediyoruz.
- Yatırım portföyü büyürken yatırım getirileri daha sınırlı olacak:** Şirketin toplam yönetilen fon tutarı 76 milyar TL'ye ulaştı. 2026 sonunda beklentimiz bu tutarın yaklaşık 100 milyar TL'ye ulaşması. 2025'ün büyük kısmında TL mevduat faizlerinde yüksek seyir ve Türkiye CDS'inin gerilemesi Şirket'in yatırım gelirlerini destekledi. 2026'da TL faizlerde düşüş olması beklentimiz doğrultusunda yatırım gelirlerinin normalleşmesini öngörüyoruz.
- Düzenli kâr payı potansiyeli ve güçlü sermaye oranı:** Türkiye Sigorta birleşme sonrası her sene temettü dağıtmıştır. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %191 seviyesindedir. 2025 yılı karından %30 temettü dağıtım oranı ile Türkiye Sigorta için %5 temettü verimi tahmin ediyoruz. Şirketin 2026'da %43 sermaye karlılığı elde etmesini öngörüyoruz (2025T: %50).

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	6,155	554%	12,720	107%	18,674	47%	23,437	26%	26,880	15%
Özsermaye	15,426	233%	28,723	86%	45,397	58%	63,232	39%	80,737	28%
F/K (x)	3.9		5.4		5.1		5.1		4.4	
F/DD (x)	1.6		2.4		2.1		1.9		1.5	
Hisse Başına Kar (TL)	5.30		1.27		1.87		2.34		2.69	
Temettü Verimi (*)	0.5%		0.8%		1.7%		4.7%		7.9%	
Sermaye Karlılığı	56.4%		57.6%		50.4%		43.2%		37.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

TÜRKİYE SİGORTA

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL15.50

Potansiyel Getiri

31%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TURSG.TI / TURSG.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL11.85
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	118,500 / 2,752
Hisse Sayısı (mn)	10000
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	801.88 / 18.94

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

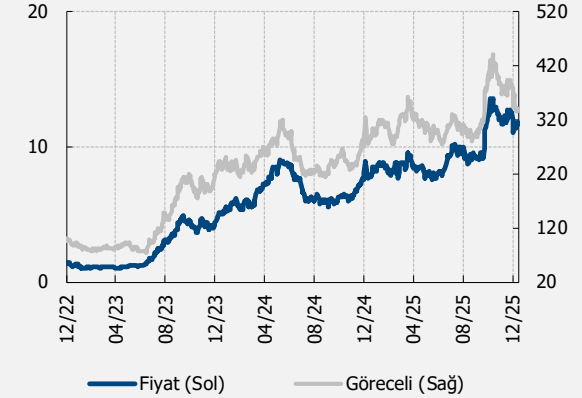
1 Aylık	12.80 / 11.03
1 Yıllık	13.58 / 7.57
Sene başından itibaren	11.85 / 11.40

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-9%
3 Aylık	24%	9%
1 Yıllık	49%	18%
Sene başından itibaren	0%	-8%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve benzerleri	31,547	25,228	32,346	41,279	51,524
Finansal yatırımlar	21,924	34,327	44,012	56,167	70,107
Alacaklar	11,330	19,005	27,611	36,999	46,989
Diğer	12,527	17,970	22,088	28,498	27,930
Toplam aktifler	77,328	103,166	134,565	173,800	210,101
Teknik karşılıklar	35,028	48,951	64,371	79,820	93,389
Diğer	26,874	18,857	24,797	30,748	35,975
Özkaynak	15,426	28,723	45,397	63,232	80,737
Toplam yükümlülükler & özkaynak	77,328	96,531	134,565	173,800	210,101

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Teknik Gelir	20,653	43,089	63,670	85,231	108,130
Brüt prim	59,518	101,366	147,267	197,337	250,619
Net prim	20,258	42,317	62,293	83,472	106,010
Teknik Gider	-21,945	-42,201	-61,358	-81,038	-101,556
Brüt hasar	-23,196	-33,089	-61,741	-80,908	-102,754
Net hasar	-16,700	-32,626	-45,397	-60,703	-77,093
Faaliyet giderleri	-5,209	-9,264	-15,760	-20,133	-24,261
Diğer	-36	-311	-202	-202	-202
Teknik Kar	-1,292	888	2,311	4,193	6,574
Net yatırım geliri (gideri)	9,705	17,487	27,442	33,982	37,000
Diğer gelir (gider)	-758	-1,754	-4,122	-4,694	-5,175
Vergi öncesi kar (zarar)	7,654	16,621	25,631	33,482	38,399
Vergi öncesi kar (zarar)	-1,499	-3,901	-6,957	-10,044	-11,520
Net kar (zarar)	6,155	12,720	18,674	23,437	26,880

Finansal Oranlar	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt prim üretimi büyümesi	136%	70%	45%	34%	27%
Teknik kar büyümesi	-39%	-169%	160%	81%	57%
Net kar büyümesi	554%	107%	47%	26%	15%
Gider oranı	26%	22%	25%	24%	23%
Teknik marj	-6%	2%	4%	5%	6%
Kombine oranı	108%	100%	99%	97%	96%
Yatırım getirisi	43%	41%	41%	38%	34%
Kaldıraç (x)	5.0	3.4	3.0	2.7	2.6
Aktif karlılığı	11.7%	14.6%	16.2%	15.2%	14.0%
Özkaynak karlılığı	56%	58%	50%	43%	37%
PD / DD	1.6	2.4	2.6	1.9	1.5
F / K	3.9	5.4	6.3	5.1	4.4
Piyasa Değeri / Brüt Prim	0.4	0.7	0.8	0.6	0.5

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Şirket Tanıtımı

Şirket, Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta'nın Ağustos 2020'de birleşmesiyle kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu (TVF) %81 ile en büyük hissedardır. Geri kalan %18 ise Borsa İstanbul'da halka açıktır.

Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretiminde Şirket %14.2 pazar payıyla lider konumdadır. Şirket, hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını Türkiye Hayat&Emeklilik AŞ'deki %7 iştirak oranıyla yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,651 acente, 122 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) yaklaşık 4,500 şubesi üzerinden devam etmektedir. Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın & doğal afet branşlarıdır. Şirket'in sermaye yeterlilik oranı %191 seviyesindedir.

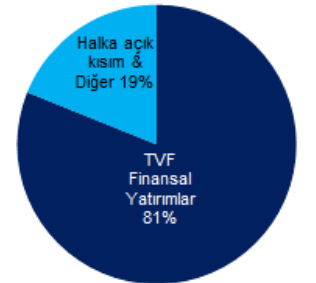
Katalizörler:

- Açık ara lider konumlanma
- Bankasürans alanında kuvvetli pozisyonlanma
- %7 iştiraki olunan Türkiye Hayat & Emeklilik'te değeri ortaya çıkaran hamleler

Riskler:

- Makro-ekonomik oynaklık
- Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir
- Beklenenden hızlı faiz indirimleri
- Zorunlu trafik alanında ek önlemler
- Ana ortak hisse satışı

Ortaklık Yapısı



ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG

Daha olumlu bir görünüm

Ünlü Yatırım Holding için “TUT” tavsiyemizi koruyoruz ve hedef fiyatımızı hisse başı 18.5TL olarak revize ediyoruz (eski hedef fiyat 19TL). Hedef fiyatımız %23 artış potansiyeli taşımaktadır. Ünlü Yatırım Holding 2026 tahminlerimize göre 0.9x PD/DD ve 14.5x F/K ile işlem görmektedir ve 2026 özkaynak karlılığının %7 seviyesinde tahmin ediyoruz. Tahminlerimize enflasyon muhasebesi etkisini dahil ettik ve sermaye maliyetini dolar bazlı %11 varsaydık. %7 özkaynak karlılığı tahminimiz ışığında PD/DD çarpanını makul seviyede değerlendiriyoruz.

■ **2026'da daha olumlu görünüm:** 2026'da Türk varlıklarına yabancı ilgisinin artmasını bekliyoruz. ÜNLÜ'nün güçlü pazar konumu ve başarı geçmişi sayesinde Türkiye'ye yabancı sermaye girişindeki canlanmanın başlıca yararlanıcısı olacağını düşünüyoruz. Yabancı yatırımcıların ilgisine bağlı olan Kurumsal Satış ve Kurumsal Finansman gibi iş kollarının daha fazla katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Şirket, 2025 yılında yaklaşık 600 milyon TL tutarında yeni takipteki kredi portföy yatırımı yaptı ve bunun yarısı 4Ç25'te satın aldı. Yeni portföy alımları ve asgari ücret artışı, 2026'da bu iş kolunun gelirlerini destekleyecek. ÜNLÜ Portföy'ün yönetimindeki varlıklar 2025 yılında yaklaşık 16 milyar TL'ye ulaşarak yıllık bazda %35 büyüdü. Bu iş kolunun 2026 yılında da sürdürülebilir gelir katkısı sağlamaya devam edeceğini öngörüyoruz.

■ **Kademeli karlılık toparlanması:** 2025 yılının ilk dokuz ayında, şirketin gelirleri yıllık bazda %26 düşerken, faaliyet karı yıllık bazda %71 geriledi. Bu zayıf faaliyet performansının yanı sıra, diğer aracı kurumlara benzer şekilde bilançoda özkaynakların yüksek payı nedeniyle, şirket 448 milyon TL tutarında büyük bir parasal zarar kaydetti ve bu nedenle 198 milyon TL net zarar gözlemledik. 2026 yılında faaliyet kârında reel büyüme öngörüyoruz. Parasal zararın 2025 yılına kıyasla daha düşük bir seviyede olacağını tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, şirketin 2026 yılında özkaynak karlılığının %7 olacağını öngörüyoruz (2025'de negatif).

■ **Potansiyel fırsatlar için hazır bilanço:** Şirket, 3Ç25 itibarıyla 300 milyon TL net nakit pozisyonunda ve 1.9x gibi düşük bir kaldıraç oranıyla faaliyet göstermektedir. Şirketin yatırım bankacılığı lisans başvurusunu iptal etmesiyle, yönetimin güçlü nakit pozisyonunu yeni yatırım fırsatlarına yönlendirebileceğini düşünüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	52	a.d.	117	125%	-203	a.d.	183	a.d.	320	75%
Özsermaye	2,262	36%	2,920	29%	2,716	-7%	2,899	7%	3,163	9%
F/K (x)	45.0		23.4		a.d.		14.4		8.3	
PD/DD (x)	1.0		0.9		1.0		0.9		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	0.3		0.7		-1.2		1.0		1.8	
Temettü Verimi (*)	1.8%		0.0%		0.0%		0.0%		2.1%	
Sermaye Karlılığı	2.7%		4.5%		a.d.		6.5%		10.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



ÜNLÜ & Co

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL18.50

Potansiyel Getiri

23%

Fiyat Bilgileri

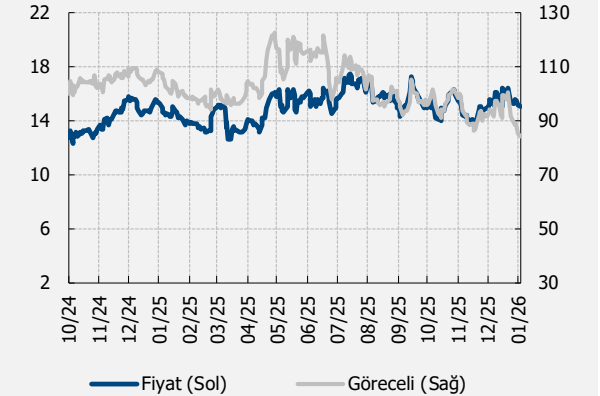
Kodu	UNLU.TI / UNLU.IS
Kapanış Fiyatı	TL15.03
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	2,641 / 61
Hisse Sayısı (mn)	175.74
Saklama Oranı	35%

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-3%	-11%
3 Aylık	0%	-13%
1 Yıllık	-1%	-22%
Sene başından itibaren	-9%	-16%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Gelirler	2,192	2,392	2,248	2,473	2,671
yıllık büyüme	68%	9%	-6%	10%	8%
Faaliyet Giderleri	-1,630	-1,723	-1,929	-2,026	-2,107
yıllık büyüme	77%	6%	12%	5%	4%
Faaliyet Karı	562	669	319	447	564
yıllık büyüme	47%	19%	-52%	40%	26%
Net Finansal Gelir/Gider	-15	-242	-369	-263	-340
Parasal Kayıp/Kazanç	-740	-542	-523	-382	-283
Net yatırım/finansman gelirleri	421	353	400	460	515
Vergi Öncesi Kar	228	238	-173	261	456
Net Kar (Zarar)	52	117	-203	183	320
marj	2.4%	4.9%	-9.0%	7.4%	12.0%
Net Kar yıllık gelişim	-322%	125%	a.d.	a.d.	a.d.

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Aktifler	3,903	5,113	3,945	4,377	4,840
Nakit ve benzerleri	1,254	1,010	807	928	1,067
Finansal Yatırımlar	663	877	921	967	1,016
Toplam Yükümlülükler	1,641	2,194	1,230	1,478	1,676
Toplam Finansal Borç	1,131	1,363	1,418	1,551	1,696
Özkaynak	2,262	2,920	2,716	2,899	3,163

Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Özkaynak Karlılığı	2.7%	4.5%	-7.2%	6.5%	10.5%
Aktif Karlılığı	1.5%	2.6%	-4.5%	4.4%	6.9%
F/K	45.0	23.4	-13.1	14.4	8.3
PD/DD	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
Kaldıraç (x)	1.7	1.8	1.5	1.5	1.5
Gider / Gelir	-74%	-72%	-86%	-82%	-79%

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

Sirket Tanıtımı

1996 yılında kurulan Şirket, 4 ana iş kolunda faaliyet göstermektedir: i) Kurumsal Finansman: Şirket birleşmeleri, satın almalar, borç piyasaları işlemleri, ii) Kurumsal Satış: Sermaye piyasaları işlemleri (aracılık, blok satışlar, halka arzlar, araştırma hizmetleri), iii) Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi: Varlık yönetimi (DAHA) ve portföy yönetimi hizmetleri ve iv) Tahsil Gecikmiş Alacak (TGA) Yönetimi: Bankalardan TGA portföylerinin satın alınması ve tahsilatı

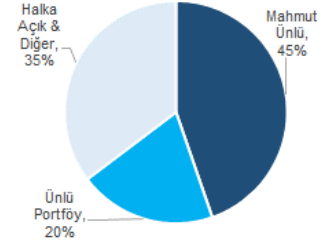
Katalizörler:

- Yabancı yatırımcı ilgisinin beklentilerden daha güçlü gelişmesi
- Net nakit pozisyonu ve sağlıklı bilanço sayesinde yeni yatırım fırsatları

Riskler:

- Makro-ekonomik ve jeopolitik riskler,
- Olumsuz düzenlemeler,
- Küresel faizlerde artış gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini olumsuz etkiler

Ortaklık Yapısı



Zorluklara Ragmen Momentum Korunuyor

2025 yılına başlarken, yurt içi satış adetlerinde daralma görüleceğine yönelik beklentiler ağırlıklıyken, pazar yılın ilk aylarından itibaren rekor aylık satış hacimleriyle öngörülerin üzerinde bir performans sergiledi. Ancak bu dayanıklılık, fiyatlama gücü kaybı pahasına gerçekleşti. Özellikle elektrikli araç (EV) segmentinde yoğunlaşan rekabet, otomotiv üreticilerinin agresif indirimleri ve alternatif finansman modelleriyle hacimleri destekledi; bunun sonucunda sektör genelinde operasyonel karlılık baskı altında kaldı.

Önümüzdeki dönemde, sektörün temel destekleyicisinin hanehalkı talebi olmaya devam etmesini bekliyoruz; bu görünüm kademeli makroekonomik iyileşme ve hâlen tam olarak karşılanmamış birikmiş talep tarafından destekleniyor. Orta vadede büyüme eğiliminin süreceğine inanıyor ve 2026'da yurtiçi pazarın 1,3 milyon adede ulaşmasını bekliyoruz. Baz senaryomuzu şu unsurların desteklediğini düşünüyor; (i) servet etkisiyle güçlenen dayanıklı hanehalkı talebi, (ii) devam eden yeni model lansmanları ve promosyonlar, (iii) ekonomik koşulların iyileşmesine paralel olarak filo talebinde kademeli toparlanma.

Elektrifikasyon yapısal ve büyük bir dönüşümü tetikliyor. Yerli üretim elektrikli araç markası TOGG'un artan penetrasyonu ve elektrikli araçların fiyatlarının içten yanmalı araçlara kıyasla daha rekabetçi hale gelmesi talep artışını destekledi. Bununla birlikte, Euro Bölgesi'ndeki sıkı emisyon standartlarından kaynaklanan arz kısıtları Avrupa OEM'lerinin Türkiye'ye EV teslimatlarını sınırladı. Avrupa Parlamentosu'ndan gelen esneklikler birlikte 2026'da EV arzının iyileşmesini ve sektördeki EV talebinin güçlenmesini bekliyoruz.

Made in Europe. Avrupa Parlamentosu tarafından ortaya konan "Made in Europe" girişimi rekabet dinamiklerini daha da değiştirebilir. Avrupa'da satılan araçların %70 yerli içerik şartını karşılaması gerekliliğinin devreye alınması, Avrupa OEM'leri üzerinde önemli bir maliyet baskısı yaratacaktır. Böyle bir regülasyonun hayata geçmesi Türk otomotiv sektörü için darboğaz oluşturabilir. Bu tasarı halen teklif aşamasında olsa da, Türkiye'deki otomotiv üreticilerin yanı sıra hükümetin de bu kararla ilgili Avrupa Parlamentosu ile istişarelerde bulunacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, düzenleme olumlu sonuçlar da doğurabilir: Türkiye'nin Gümrük Birliği çerçevesinde muaf tutulması durumunda Avrupa OEM'lerinin Türkiye'ye yönelik ilgisi artabilir; bu da yeni yatırımların önünü açabilir.

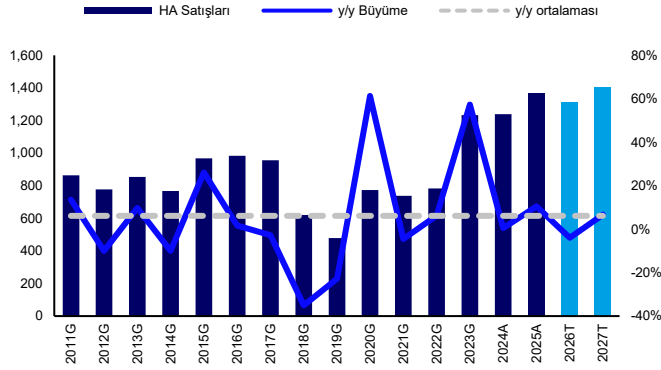
Karlılık tarafında koşullar zorlu olmaya devam ediyor. Agresif promosyonlar ve artan rekabet reel fiyatlamayı kayda değer ölçüde aşındırırken, OEM'ler maliyetleri fiyatlara yansıtmakta zorlanmayı sürdürüyor. 2026'da bir miktar normalleşme mümkün olsa da reel fiyat baskısının devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, yurtiçi araç fiyatları ile EUR/TRY arasındaki güçlü korelasyon, görece yatay bir reel kur ortamının maliyet görünülüğünü artırarak ilave marj aşınmasını sınırlayabileceğini gösteriyor.

Fiyatlama gücü net biçimde tüketiciye kaydı. Rekabet şiddetlenirken OEM'ler maliyet enflasyonunu reel anlamda fiyatlara tam olarak yansıtmakta zorlandı; bu durum hacimleri desteklemek adına promosyonların yoğun kullanımını ve ürün gamının genişletilmesini beraberinde getirdi. EV şarj altyapısının hızla yaygınlaşması araç kullanımını yapısal olarak iyileştirip benimsemeyi desteklese de kısa vadede etkisi marj artışından çok rekabetin kızışması yönünde oldu.

Finansman koşulları sınırlayıcı olsa da ancak talep güçlü. Yüksek taşıt kredisi faizleri, sıkı LTV düzenlemeleri ve kredi büyümesine getirilen aylık kotalara rağmen perakende satışlar güçlü seyrini korudu. Bunun arkasında nakit alımların (satışların ~%70'i), alternatif finansman modellerinin ve bayiler tarafından sağlanan finansman çözümlerinin etkisi bulunuyor. 2Y26'da finansmana erişimin kademeli olarak iyileşmesini ve talebe ek destek sağlamasını bekliyoruz.

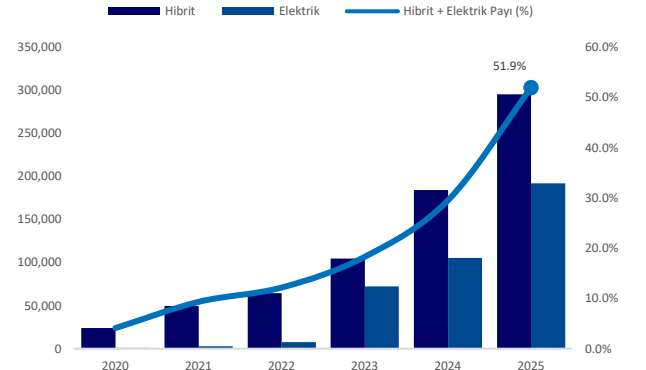
Genel olarak, 2025'e kıyasla yatay bir yurtiçi pazar öngörüyoruz; bununla birlikte talep toparlanmasının 2026'nın ikinci yarısında daha görünür hale gelmesini bekliyoruz. Finansman koşullarının gevşemesiyle filo satışlarının önemli bir destek unsuru olarak geri dönmesini, tüketici lehine fiyatlama ortamının ise rekabetin sürmesi nedeniyle korunmasını bekliyoruz.

Graph 1: Hacimler Güçlü Seyrini Sürdürüyor



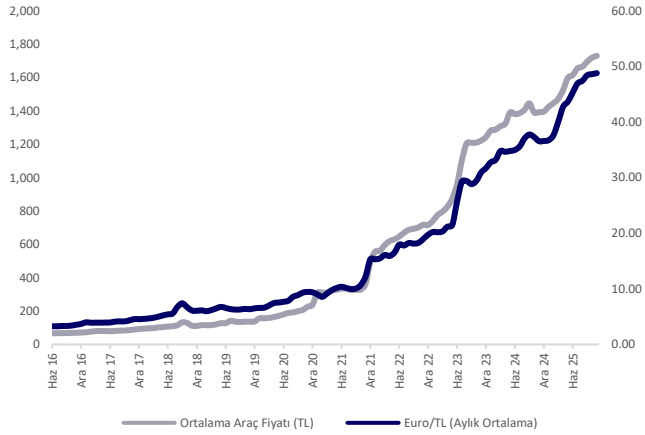
Kaynak: ODMD, YKY Araştırma

Grafik 2: Elektrikli Araçlar Pazarı Domine Ediyor



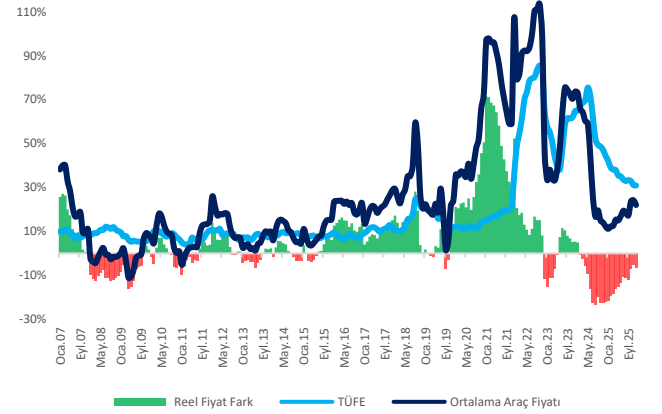
Kaynak: ODMD, YKY Araştırma

Grafik 3: EUR/TL ve Araç Fiyatı Paralellik Sürüyor



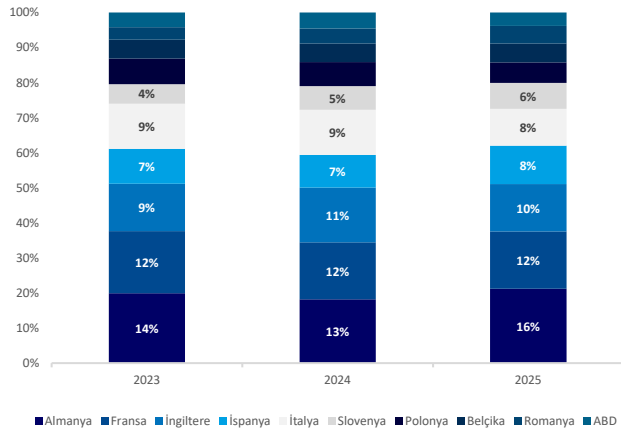
Kaynak: TCMB, TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 4: Reel Fiyat Baskısı Devam Ediyor



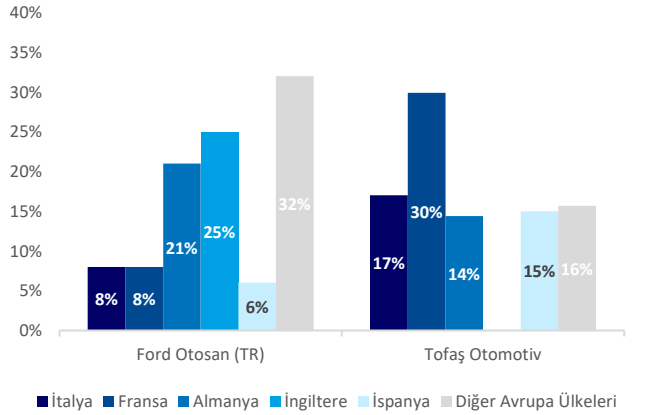
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 5: Otomotiv Sektörünün İhracat Pazarları



Kaynak: TIM, YKY Araştırma

Grafik 6: FROTO ve TOASO'nun İhracat Pazarları



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Tofaş Otomotiv Yenilenme Büyüme Besliyor

Tofaş Otomotiv'i 489TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile Araştırma kapsamımıza tekrar alıyoruz. Şirket, K0 Scudo'nun üretim artışı ve yeni Doblo'nun 3Ç26'daki planlı lansmanı ile desteklenen yeni bir yatırım ve icra fazına girdi. Yeni modellerin devreye alınmasıyla 2028'de ROIC'in %27'ye yükselmesini, 2025'teki %3 seviyesinden belirgin şekilde iyileşmesini bekliyoruz. Ayrıca yatırım yoğun döneme rağmen TOASO'nun temettü dağıtımını sürdürmesini tahmin ediyoruz ve 2025 net karı üzerinden yüksek temettü verimliliği öngörüyoruz.

- Yeni model ihracat büyümesini destekleyecek.** 2026'da Tofaş'ın ürün gamını genişletmesini ve ihracat hacminin iki katına çıkmasını tahmin ediyoruz. K0 Scudo üretiminin 2026'da üretimin ana belirleyicisi olmasını ve ~102 bin adede ulaşarak toplam üretimin %73'ünü oluşturmasını bekliyoruz. Yeni eklenen New Doblo ve Egea/Tipo modellerinin sırasıyla ~10 bin ve ~27 bin adet katkı yapmasını öngörüyoruz. Buna paralel olarak yurtiçi hacmin yıllık %17 artışla 344 bin adede, ihracat hacminin ise %58 artışla 75 bin adede yükselmesini bekliyoruz. Böylece toplam hacim büyümesinin ürün karmasındaki iyileşme ile desteklenerek ciroyu %20 artırarak 477 milyar TL'ye taşınmasını öngörüyoruz. Ancak atıl kapasitenin etkisi nedeniyle VAFÖK marjına yansımalarının sınırlı olacağını (26T: +0,4 bp) tahmin ediyoruz.
- Yatırımlar güçlü yukarı yönlü potansiyel sinyali veriyor.** Değerlememizin temelinde yer alan, yenilenen ürün karması ve devreye alınması planlanan modeller doğrultusunda TOASO üretim hacminin 2029'a kadar %11 YBBO ile büyümesini öngörüyoruz. Üretimdeki toparlanma ile birlikte kapasite kullanım oranının 2026'daki %33 seviyesinden 2029'da %83'e yükselmesini bekliyoruz. Üretimdeki toparlanmanın kârlılığı güçlendirerek ROIC genişlemesini desteklemesini bekliyoruz. Organik büyümenin ötesinde, Stellantis birleşmesinin Tofaş'ın operasyonlarını güçlendirmesi ve hem mevcut hem de yeni iş kollarında ek sinerji sağlamasını bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	129.318	-31%	322.533	90%	477.816	20%
VAFÖK	9.280	-67%	9.368	-23%	16.910	46%
Net Kar	5.221	-76%	5.947	-13%	14.862	102%
F/K (x)	23,8		18,4		7,4	
FD/VAFÖK (x)	14,3		14,5		9,6	
FD/Satış (x)	1,0		0,4		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	10,4		11,9		29,7	
Temettü Verimi (*)	11,9%		5,5%		2,8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-11,3%		-11,4%		-15,5%	

(*) Bakiyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmış

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

TOFAŞ

Öneri

TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

AL

Hedef Fiyat

TL489

Potansiyel Getiri

74%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TOA SO.TI / TOA SO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL280,25
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	140.125 / 3.254
Hisse Sayısı (mn)	500
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	541,10 / 12,57

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

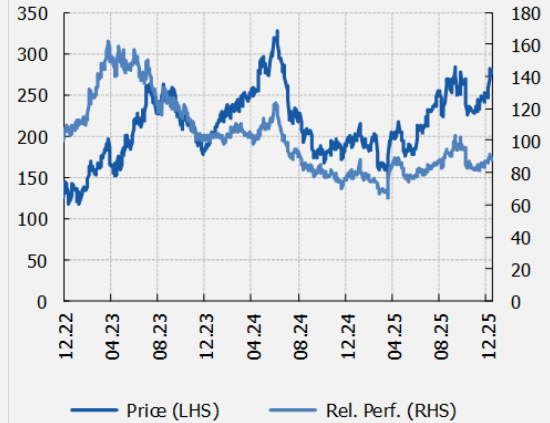
1 Aylık	280,75 / 240,00
1 Yıllık	282,75 / 151,20
Sene başından itibaren	280,75 / 247,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	17%	8%
3 Aylık	3%	-10%
1 Yıllık	41%	11%
Sene başından itibaren	13%	4%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Yasin SARIHAN
yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 82 33

Ford Otosan Hasat Dönemi Yaklaşıyor

Ford Otosan için tavsiyemizi 12 aylık 147TL hedef fiyat ve AL önerisiyle yeniden başlatıyoruz. Ford Otosan'ın son kapasite artışlarının ardından daha normalleşmiş bir operasyon dönemine giriyor. Yeniköy fabrikasında 1 tonluk hafif ticari araç modelinin üretim artışı ile Romanya'da Courier ve Puma modellerinin EV versiyonlarının üretimi doğrultusunda ihracat gelirlerinin temel büyümenin sürükleyicisi olmasını bekliyoruz. İhracat pazarlarındaki ekonomik aktivite iyileşmesi halinde gelebilecek ilave üretim artışı için alan görüyoruz.

- Hacim yatay, ihracat güçlü.** Mevcut KKO seviyelerine (25A: %75) dayanarak 1 tonluk HTA üretiminde ek yukarı yönlü potansiyel görüyoruz; talep oynaklığının 2026'da kademeli normalleşmesini bekliyoruz. 2025'e paralel ancak daha elverişli bir ürün gamıyla ihracat hacimlerinin 2026'da ~620 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz Buna karşın, zayıf binek araç teslimatı ve iç pazardaki rekabet nedeniyle yurtiçi satışların %12 düşüşle ~95 bin adede gerilemesini tahmin ediyoruz. Toplam satışların yaklaşık 715 bin adet seviyesinde kalmasını öngörüyoruz. Ciro tahminimiz yıllık %5 artışla 1.090 milyar TL.
- Marj sürdürülebilir seviyede.** Pandemi sonrası FROTO, elverişli fiyatlama, kapasite artışları ve destekleyici ürün gamı gibi unsurlardan fayda sağladı fakat bu destekleyici unsurlar artık büyük ölçüde geride kaldı. Artan rekabet ve yükselen EV penetrasyonu fiyatlama gücünü sınırlandırarak marjlar üzerinde baskı oluşturuyor. Yurtiçi rekabet baskısının kademeli hafifleyeceğine yönelik beklentilerimiz ve şirketin yurtiçi bağımlılığının azalması nedeniyle VAFÖK marjının 2025 yılında %6,5, 2026'da ise sınırlı (~30 bps) bir marj artış gerçekleştirmesini bekliyoruz. EV talebinin zayıf olması nedeniyle yatırım harcamalarının yavaşlayacağını ve bu doğrultuda, 2026T Net Borç/VAFÖK oranını 1,6x seviyesinde ve kademeli iyileşme

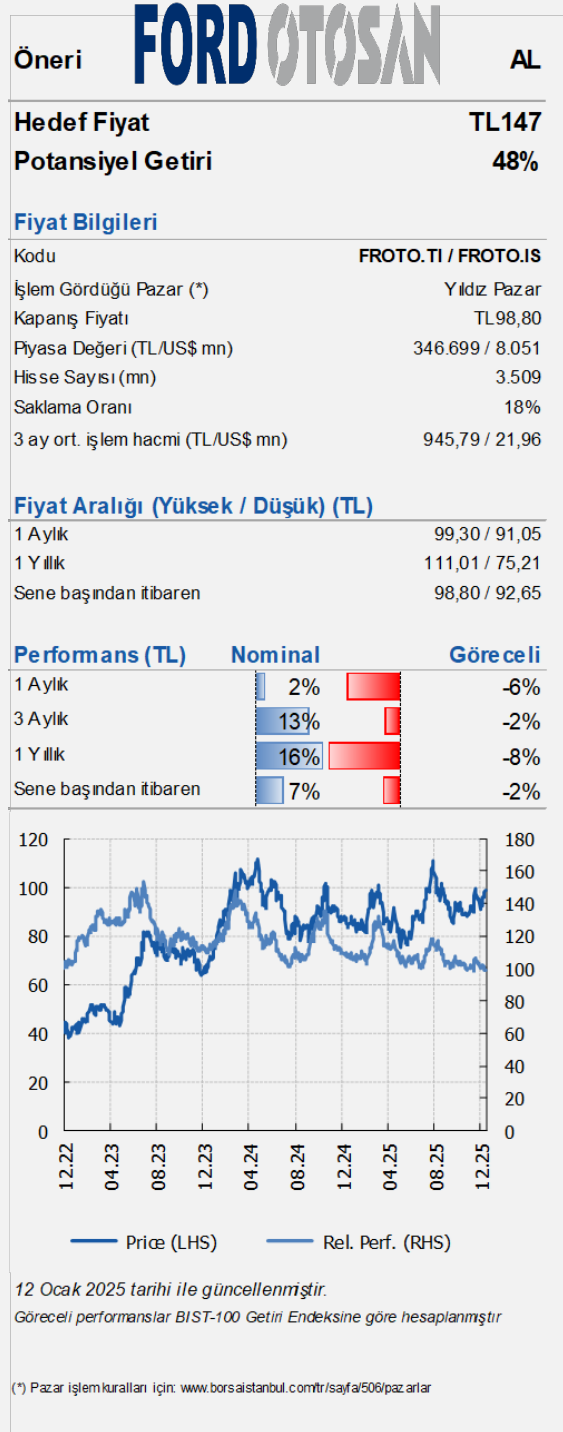
Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025E	Δ	2026E	Δ
Net satışlar	594.995	0%	828.871	6%	1.091.573	7%
VAFÖK	39.868	-35%	51.779	-1%	70.937	11%
Net Kar	38.864	-45%	27.914	-45%	42.804	24%
F/K (x)	9,0		12,0		7,9	
FD/VAFÖK (x)	11,3		8,6		6,3	
FD/Satış (x)	0,8		0,5		0,4	
Hisse Başına Kar (TL)	110,8		8,0		12,2	
Temettü Verimi (%)	6,4%		8,1%		4,6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0,3%		6,3%		6,6%	

(*) Bakiyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmış

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Yasin SARIHAN
yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 82 33

ANADOLU GRUBU HOLDING

Göründüğünden daha fazlası var

AGHOL için AL tavsiyemizi devam ettiriyor, grup şirketlerine ilişkin güncellenmiş tahminlerimiz ve revize edilen makro varsayımlarımız doğrultusunda 12 aylık hedef fiyatımızı 50TL/hisse olarak güncelliyoruz (önceki: 53,2 TL). Ana varlıklardaki (MGROS ve CCI) olumlu momentumun sürmesini bekliyoruz. Anadolu Efes'in Rusya operasyonlarının konsolidasyon dışında kalmasına rağmen, Holding'in 2025/2026 yıllarında sırasıyla yıllık %4,5 / %5,3 reel gelir artışı ve %8 / %14 VAFÖK artışı bekliyoruz. Hisse, 2025 boyunca BIST-100'ün altında performans gösterdi. Grubun defansif çekirdek iş karması, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir yapısı, azalan borçluluğu (2025T: 0,9x Net Borç/VAFÖK) ve düşük net işletme sermayesi ihtiyacı dikkate alındığında, bu performans farkının tersine dönmesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre AGHOL %37 net aktif değer (NAD) iskontosu ile işlem görmektedir.

- Perakende ve meşrubat faaliyetleri güçlü.** Perakende ve meşrubat iş kolları sağlam görünümünü koruyor. Seçici fiyat artışları ve dirençli hacim beklentisi desteğiyle, CCOLA'nın 2025'te yıllık %4 reel gelir artışı ve yıllık %1 reel VAFÖK artışı kaydetmesini bekliyoruz. Gıda perakendesi tarafında, iyileşen talep dinamikleri ve maliyet verimliliğine odaklanan dijitalleşme yatırımları etkisiyle Migros'un 2025'te yıllık %6 reel gelir artışı ve yıllık %34 VAFÖK artışı; 2026'da, %5 gelir artışı ve %11 VAFÖK artışı bekliyoruz. Buna karşılık, bira operasyonları zayıf seyrini sürdürmekte olup 2025'te gelirlerde ~%4, VAFÖK'te %10 düşüş öngörüyoruz (Rusya hariç). **Konsolide bazda (Rusya hariç), 2025/2026 yıllarında sırasıyla yıllık %4,5 / %5,3 reel gelir artışı ve %8 / %14 VAFÖK artışı bekliyoruz.**
- Borçluluk azaltımı planlandığı şekilde ilerliyor.** 2025'te hem ana hem de diğer iş kollarında kaydedilen güçlü performansın ardından, konsolide Net Borç/VAFÖK oranı 3Ç25'te 2Ç25'teki 1,5x'den 1,1x'e geriledi. Ana faaliyetlere yönelik olumlu beklentilerimiz doğrultusunda, 2025 ve 2026'da da borçluluğun azalmaya devam etmesini böylece, Net Borç/VAFÖK oranının sırasıyla 0,9x ve 0,8x seviyelerine iyileşmesini bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	563.783	4%	680.756	-8%	886.039	5%	1.080.732	3%
VAFÖK	56.370	14%	67.528	-9%	96.533	16%	129.277	13%
Net Kar	5.181	-82%	5.375	-21%	9.825	48%	18.947	63%
F/K (x)	14,9		12,8		7,7		4,0	
FD/VAFÖK (x)	4,8		4,0		3,4		2,8	
FD/Satış (x)	0,5		0,4		0,4		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	21,3		2,2		4,0		7,8	
Temettü Verimi (*)	0,9%		1,8%		1,7%		3,1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	31,3%		1,0%		25,8%		39,5%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



ANADOLU GRUBU

AL

Öneri

Hedef Fiyat	TL50,00
Potansiyel Getiri	61%

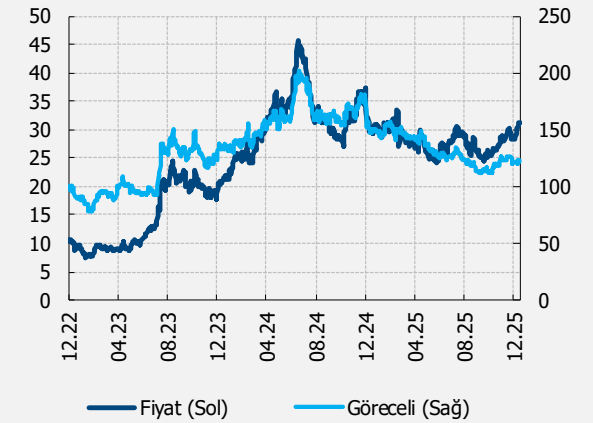
Fiyat Bilgileri

Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL31,08
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	75.691 / 1.758
Hisse Sayısı (mn)	2.435
Saklama Oranı	34%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	147,90 / 3,49

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	31,26 / 28,18
1 Yıllık	33,49 / 24,30
Sene başından itibaren	31,26 / 28,70

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	-4%
3 Aylık	24%	8%
1 Yıllık	4%	-18%
Sene başından itibaren	8%	0%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

ENKA İNŞAAT

Defansif, ancak büyümeye konumlanmış

ENKA İnşaat için 12 aylık hedef fiyatımızı USD 2.3/hisse (TL91/hisse) seviyesinden USD 2.6/hisse (mevcut kurla TL110/hisse) seviyesine yükseltiyor ve makro ve model varsayımlarımızdaki güncellemeler doğrultusunda "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. İnşaat segmentinde geçen yıl USD bazında %50 büyüyen bakiye siparişlerin beklentilerimizin üzerindeki güçlü performansın devamını ve enerji segmentindeki görünür toparlanmanın önümüzdeki dönem için ana katalizörler olmasını bekliyoruz. Şirketin 5,8 milyar USD tutarındaki net nakit pozisyonu (piyasa değerinin %52'si) ise aşağı yönlü riskleri azaltmakta ve ihalelerde rekabet gücünü artırmaktadır. 2026 tahminlerimize göre ENKAİ, 6.2x F/K ve 4.4x FD/VAFÖK çarpanlarından işlem görmektedir.

- İnşaat segmentinde güçlü büyüme.** İnşaat segmentine ait bakiye siparişler 3Ç25 itibarıyla 8,7 milyar USD'ye ulaşmış (önceki yılın tamamı için tahminimizin %20 üzerinde) ve güçlü coğrafi dağılıma sahiptir. 2025'te bu tutarın 9,2 milyar USD'ye ulaşmasını bekliyoruz. Yüksek marjlı EPC projelerinin katkısıyla, 2025'te inşaat cirosunun 2.6 milyar USD'ye, VAFÖK'ün 510 milyon USD'ye yükselmesini öngörüyoruz. AB ve Orta Doğu bölgelerinin yeni proje kazanımlarını desteklemesini bekliyoruz. 2026'da 3,1 milyar USD ciro ve 580 milyon USD VAFÖK öngörüyoruz. Segment, değerlememizin %26'sını oluşturmaktadır.
- Enerji segmentinde büyüme sürüyor.** ENKA, 9A25'te enerji segmenti cirosunda yıllık %124 büyüme kaydederek ilk beklentilerimizle uyumlu performans gösterdi. Şirket, %57 verimlilikte 4.1GW doğalgaz çevrim santrali (NGCC) kapasitesine sahiptir. Bulgaristan'da 45MW'lık güneş enerji santrali 2Ç25'te devreye alınmış; 850MW'lık yeni bir NGCC santrali ise 1Ç26'da (%63 verimlilik) devreye alınacaktır. Bu yatırımlarla toplam kurulu gücün ~5GW'a yükselmesini bekliyoruz. 2026'da ~%30 kapasite kullanım oranı ve 70 USD/MWh spot fiyat varsayımıyla 810 milyon USD (2025: 700) ciro ve 146 milyon USD (2025: 64) VAFÖK hesaplıyoruz. Segment, makul değerimizin %17'sini oluşturmaktadır.
- Enka Gürcistandan 383 milyon USD alacak.** Gürcistan'da feshedilen proje ile ilgili uluslararası tahkim sonucunda ENKA haklı bulundu ve 383 milyon USD tazminat almasına karar verildi. Tazminatın faiziyle birlikte bu yıl içinde ENKA'ya ödenmesini bekliyoruz.

Konsolidasyon Tablosu ve Çarpanlar

(milyon USD)	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	3.065	-5%	3.976	30%	4.646	17%	4.877	5%
VAFÖK	690	13%	888	29%	1.041	17%	1.132	9%
Net Kar	753	5%	1.012	34%	1.591	57%	1.401	-12%
F/K (x)	10,4		9,8		7,0		8,0	
FD/VAFÖK (x)	3,7		5,1		5,6		5,1	
FD/Satış (x)	0,8		1,1		1,3		1,2	
Hisse Başına Kar (USD)	0,1		0,2		0,3		0,2	
Temettü Verimi (*)	5,0%		3,8%		5,4%		8,5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	3,7%		4,2%		7,9%		6,7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

ENKA

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL110,00

Potansiyel Getiri

37%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ENKAİ.T1 / ENKAİ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL80,56
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	488.400 / 11.362
Hisse Sayısı (mn)	6.000
Saklama Oranı	12%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	887,14 / 21,00

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

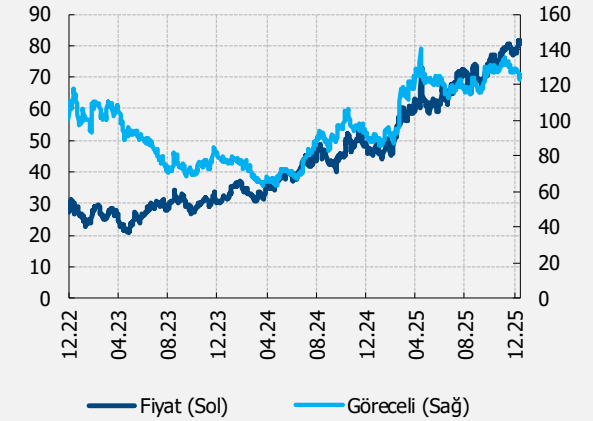
1 Aylık	81,85 / 77,25
1 Yıllık	81,85 / 44,11
Sene başından itibaren	81,85 / 78,04

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	-8%
3 Aylık	19%	4%
1 Yıllık	73%	38%
Sene başından itibaren	3%	-5%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

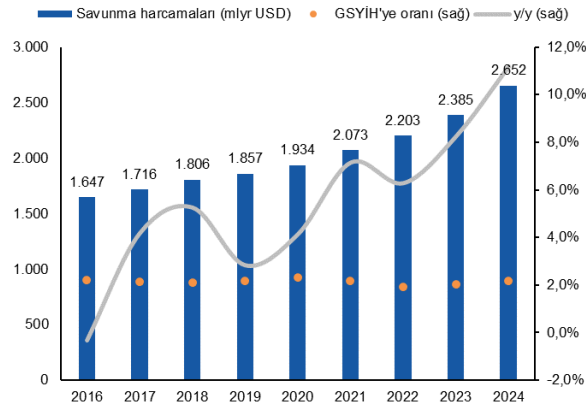
Yüksek ateş, sağlam ivme

NATO odaklı büyüme güçlenerek devam ediyor. NATO'nun savunma harcama eşiği, artan jeopolitik riskler (ör. Ukrayna, Gazze) ve küresel sıcak noktaların (ör. İran, Tayvan, Kuzey Kore) varlığı nedeniyle, üye ülkelerin GSYH'sinin %5'ine çıkarıldı. SIPRI verilerine göre küresel askeri harcamalar 2024'te yıllık %11 artarak 2,7 trilyon USD'ye yükseldi ve savunma harcamalarında yapısal bir yukarı döngüyü işaret etti. Türkiye'nin savunma harcamaları aynı dönemde %28 arttı (2015–2022 ortalaması %4 idi) ve Türkiye küresel sıralamada 17. oldu. Türkiye'nin ana ihracat pazarlarından biri olan Asya-Pasifik bölgesindeki büyüme ise %6 oldu. Devam eden diplomatik yumuşama çabalarına rağmen NATO Genel Sekreteri Mark Rutte, hazırlık seviyesinin korunması amacıyla (sadece savunma için %3,5 olmak üzere) savunma harcamalarının %2'den %5'e çıkarılması yönünde çağrısını sürdürmekte. Bu yaklaşım tüm savunma yüklenicileri için orta vadeli talep görünümünü desteklemektedir.

Türkiye'nin stratejik yol haritası NATO hedefleriyle uyumlu. [Türkiye'nin 2024–2028 Stratejik Savunma Planı](#), ulusal tedarikçiden küresel bir sistem sağlayıcısına dönüşümü hedefleyen çizgide ilerlemektedir. Yol haritası; (i) küresel entegrasyonun derinleşmesi, (ii) yüksek teknoloji yetkinliklerinin geliştirilmesi ve (iii) yerleşme oranlarının artırılmasına odaklanmaktadır. Büyüme yalnızca geleneksel platformlarla sınırlı olmayıp, siber güvenlik, enerji sistemleri, yapay zekâ tabanlı platformlar ve iletişim teknolojileri gibi yeni alanlara yayılmaktadır. 2023 itibarıyla aktif savunma projeleri 1.000'i aşarken, sektör istihdamı yaklaşık 90.000'e ulaşmış, ihracat ise 6 milyar USD'ye yaklaşmıştır. 2028 hedefi 10 milyar USD'nin üzerindedir (2024–2028 dönemi için %11 YBO), bu da daha yüksek KOBİ katılımıyla, daha geniş bir değer zinciri entegrasyonu ve tahrik sistemleri, kompozitler ve yapay zeka destekli çözümlerde artan yerleşmeyle desteklenmektedir.

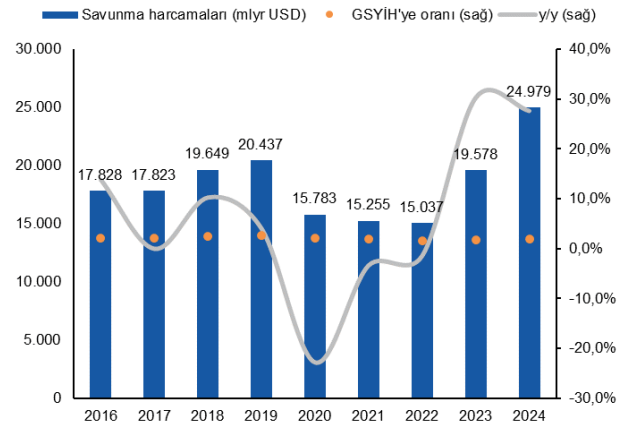
Platform satışlarından sistem düzeyinde çözümlere geçiş. Türk savunma sanayii, ürün bazlı ihracattan sistem düzeyinde çözümlere geçiş yapmakta; mühendislik derinliği, yaşam döngüsü desteği, lojistik kabiliyeti ve dijital karar destek araçlarını ön plana çıkarıyor. Askerî ve sivil teknoloji ekosistemleri arasındaki entegrasyonun güçlenmesi temel bir dayanak olurken, siber güvenlik, veri yönetimi ve yapay zekâ sektör dönüşümünün ana itici güçleri olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak sektör, daha teknoloji odaklı ve entegre bir büyüme patikasını takip edecek şekilde konumlanmış olup, ihracat rekabetçiliğini ve dayanıklılığını artırma potansiyeli taşımaktadır. 2025'te sektörün toplam ihracatı yıllık bazda %42 artarak 10,1 milyar USD'ye ulaşmıştır.

Şekil 1: Global savunma harcaması



Kaynak: SIPRI, YKY Araştırma

Şekil 2: Türkiye Savunma harcaması

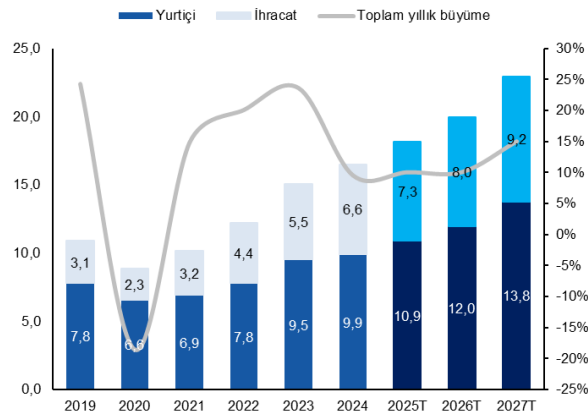


Source: Kaynak, YKY Araştırma

2026 bütçesi sürdürülebilir ivmeye işaret ediyor. Türkiye, 2026 savunma bütçesini 2,2 trilyon TL (50,5 milyar USD) olarak belirledi; bu tutar TL bazında yaklaşık %40, USD bazında ise yaklaşık %8 büyümeye işaret etmektedir. Toplam bütçenin 28,2 milyar USD savunmaya ayrılırken, kalan kısmı iç güvenlik harcamalarına yönlendirilmiştir. Bütçe bileşimi yerli savunma şirketleri açısından destekleyici olmaya devam etmekte; sipariş görünürlüğünü ve book-to-bill oranlarını güçlendirmektedir. Bu doğrultuda Aselsan'ın mevcut harcama patikasının temel faydalanıcılarından biri olmasını bekliyoruz.

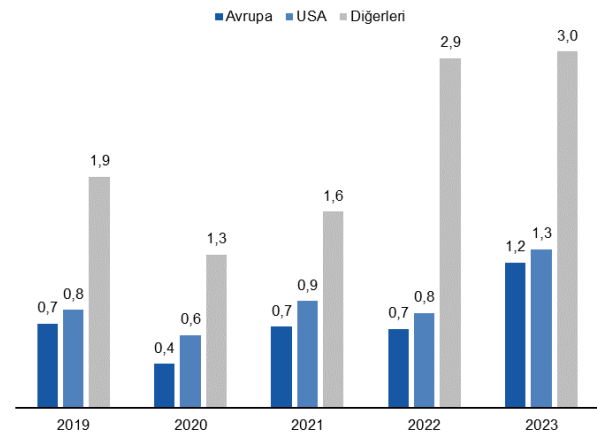
Harcamalardaki eğilim sektör gelirlerini besliyor. Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) projeksiyonlarına göre toplam sektör gelirlerinin 2025'te 18,2 milyar USD'ye (yıllık %10 artış), 2026'da 19,8 milyar USD'ye (%10), 2027'de ise 23,0 milyar USD'ye (%15) ulaşması beklenmektedir. İhracatın toplam gelirler içindeki payının yaklaşık %40 seviyesinde korunması öngörülmektedir. Görünüm güçlü olmakla birlikte; (i) Avrupa'nın artan savunma yatırım planları, (ii) küresel yeniden silahlanma eğilimleri ve (iii) Türkiye'nin genişleyen endüstriyel ve teknolojik kapasitesi nedeniyle yukarı yönlü risklerin sürdüğünü değerlendiriyoruz.

Şekil 3: Türkiye toplam savunma ve havacılık geliri



Kaynak: SASAD, SSB, YKY Araştırma

Şekil 4: Türkiye savunma ve havacılık ihracat kırılımı (milyar USD)



Kaynak: SASAD, SSB, YKY Araştırma

Aselsan

Güçlü bakiye siparişler

Aselsan için 12 aylık hedef fiyatımızı USD 3.7/hisse seviyesinden USD 8.1/hisse seviyesine (mevcut kurla TL350/hisse) yükseltirken, hisse senedinin son bir yılda BIST100'e göre %188 oranındaki güçlü relatif performansı sonrasında tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz. Aselsan, 2025'te olduğu gibi, küresel ve yurt içi savunma harcamalarındaki yapısal artış döngüsünün başlıca faydalanıcılarından biri olmaya devam ediyor. Sipariş girişlerindeki momentumun sürmesini bekliyor; 2025 yıl sonu bakiye siparişler tahminimizi 18,2 milyar USD, 2026 yıl sonu tahminimizi ise 22,8 milyar USD'ye yükseltiyoruz.

- Bakiye siparişler büyümesi yatırım hikâyesinin temel unsuru olmaya devam ediyor.** Aselsan'ın birikmiş iş yükü 3Ç25 itibarıyla 17,9 milyar USD (+%42 y/y) ulaşmış olup, 5,7 milyar USD net yeni sözleşme kazandı. Şirketin 2025 yılını 18,2 milyar USD (+%30 y/y) seviyesinde tamamlayacağını öngörüyoruz. 2026'ya bakıldığında, genişleyen savunma bütçeleri ve devam eden tedarik ivmesinin 10,1 milyar USD tutarında yeni sözleşme eklenmesini desteklemesini bekliyor; bunun da birikmiş iş yükünü 22,8 milyar USD (+%25 y/y) taşıyacağını tahmin ediyoruz. ÇELİK KUBBE, KAAAN, MILGEM ve ATAK gibi amiral gemisi programlar uzun vadeli gelir görünürlüğünü desteklemeye devam etmektedir.
- Kapasite artışı büyümeye ikinci bir bacak ekliyor.** Aselsan, Ankara Oğulbey'de toplam 6,5 milyon metrekarelik bir alanda 1,5 milyar USD tutarında yeni bir üretim tesisi inşa etmektedir. Türkiye'nin en büyük savunma yatırımı olan bu proje, hava savunma sistemlerinin seri üretimine ev sahipliği yapacak olup, aynı zamanda Avrupa'nın en büyük üretim tesisi konumunda olacaktır. Tesisin 2026 itibarıyla katkı sağlamaya başlaması ve mevcut üretim kapasitesini neredeyse iki katına çıkarması beklenmektedir. Bu kapasite artışını tahminlerimize dahil ediyor ve 2027'de yaklaşık %23 (2026'da %14'e karşılık) gelir büyümesini destekleyecek anlamlı bir orta vadeli katalizör olarak değerlendiriyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	120.206	13%	188.896	20%	267.189	14%	390.142	23%
VAFÖK	30.234	31%	51.265	29%	78.890	18%	124.432	30%
Net Kar	15.299	45%	25.119	25%	57.862	73%	70.454	-4%
F/K (x)	17,8		27,8		22,3		18,3	
FD/VAFÖK (x)	8,9		13,8		16,5		10,6	
FD/Satış (x)	2,2		3,8		4,9		3,4	
Hisse Başına Kar (TL)	3,4		5,5		12,7		15,5	
Temettü Verimi (*)	0,2%		0,2%		0,1%		0,3%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0,0%		-0,2%		2,7%		1,4%	

(*) Bakiyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

aselsan

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL350,00

Potansiyel Getiri

24%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ASELS.TI / ASELS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL283,00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	1.290.480 / 29.969
Hisse Sayısı (mn)	4.560
Saklama Oranı	26%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	6.292,56 / 148,35

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

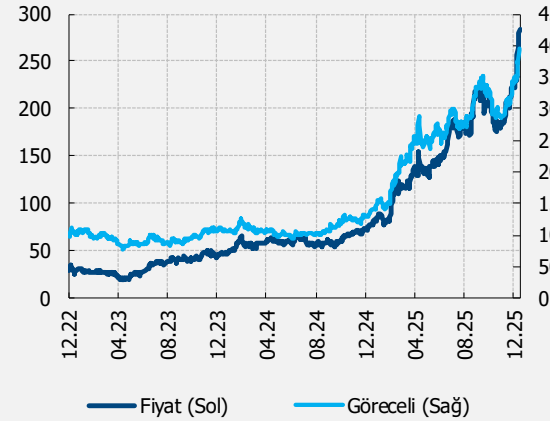
1 Aylık	283,00 / 201,00
1 Yıllık	283,00 / 78,00
Sene başından itibaren	283,00 / 230,20

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	39%	28%
3 Aylık	33%	16%
1 Yıllık	262%	186%
Sene başından itibaren	22%	12%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Otokar

Romanya'nın meyvelerini toplama zamanı

Otokar için 12 aylık hedef fiyatımızı TL780/hisse (önceki: TL780/hisse) olarak koruyor ve AL tavsiyemizi yineliyoruz. 4Ç25'te 278 adet Cobra II aracının teslimatıyla birlikte, şirketin 2025'te reel anlamda %15 yıllık ciro büyümesi ve %8 VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. İleriye dönük olarak, devam eden Romanya teslimatları ve Otokar'ın Romanya'daki varlığı üzerinden gelebilecek ilave Avrupa savunma siparişlerinin desteklemesiyle birlikte gelir ivmesinin sürmesini öngörüyoruz. Buna paralel olarak, önümüzdeki üç yılda %11'lik bir ciro YBBO ve ortalama %10 VAFÖK marjı projekte ediyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 11,7x FD/VAFÖK çarpanından işlem görmektedir.

- Romanya teslimatları plan doğrultusunda ilerliyor.** 4Ç25'te gerçekleştirilecek 278 adet Cobra II teslimatıyla birlikte, Otokar'ın savunma gelirlerinin reel yıllık %56 büyümesini bekliyoruz. Romanya'ya yönelik teslimatların dışında da, küresel savunma harcamalarındaki yapısal artış trendinin genel savunma segmentini desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- Daha yüksek askerî araç teslimatı, daha yüksek marj.** Askerî araç teslimat hacimlerindeki artışın VAFÖK üzerinde iyileşmeye yol açmasını ve son yıllarda görülen marj baskısını tersine çevirmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2025 için %8 ve 2026 için %11 VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- İşletme sermayesi baskısında azalma bekleniyor.** İş modelinin doğası gereği Otokar zaten yüksek işletme sermayesi gereksinimi ile faaliyet göstermekteydi. Ancak 2024'te ertelenen askerî araç teslimatları ve envanter devir sürelerinin uzaması, işletme sermayesi yükünü artırdı. 2025 ve sonrasında daha hızlı teslimat süreçleri ve artan küresel savunma harcamalarına bağlı olarak bu baskının azalmasını bekliyoruz.
- Tunland etkisi normalleşiyor.** Ekim'24'ten bu yana Çin'den ithal edilip yurt içinde satılan Tunland pick-up modelinin hacim katkısı 2025'te belirgin oldu. Ancak ileriye dönük olarak baz etkisinin normalleşmesiyle, bu segmentte yurt içi hacim artışının daha sınırlı kalmasını bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	33.886	-14%	55.021	15%	73.411	8%	92.239	6%
VAFÖK	-770	n.m.	4.233	n.m.	7.245	38%	10.505	22%
Net Kar	-3.104	n.m.	1.617	n.m.	4.592	130%	7.688	41%
F/K (x)	n.m.		33,9		13,3		8,0	
FD/VAFÖK (x)	n.m.		19,1		12,5		8,8	
FD/Satış (x)	2,4		1,5		1,2		1,0	
Hisse Başına Kar (TL)	-25,9		13,5		38,3		64,1	
Temettü Verimi (*)	1,1%		0,0%		0,8%		2,2%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-4,4%		9,7%		17,7%		12,5%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Otokar

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL780,00

Potansiyel Getiri

53%

Fiyat Bilgileri

Kodu	OTKAR.TI / OTKAR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL510,50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	61.260 / 1.423
Hisse Sayısı (mn)	120
Saklama Oranı	27%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	200,18 / 4,73

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

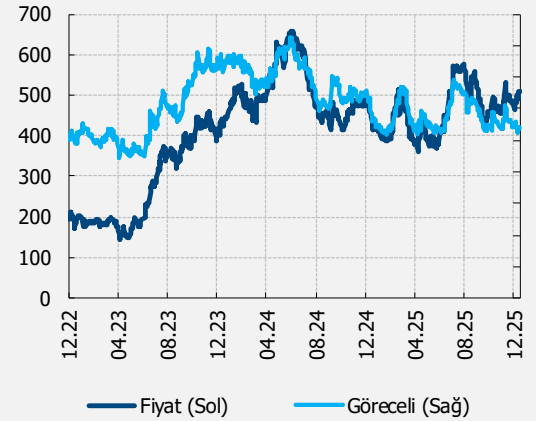
1 Aylık	510,50 / 466,00
1 Yıllık	575,00 / 360,25
Sene başından itibaren	510,50 / 481,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	3%	-5%
3 Aylık	9%	-5%
1 Yıllık	14%	-10%
Sene başından itibaren	5%	-3%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Talep Yatırım Döngüsünü Besliyor

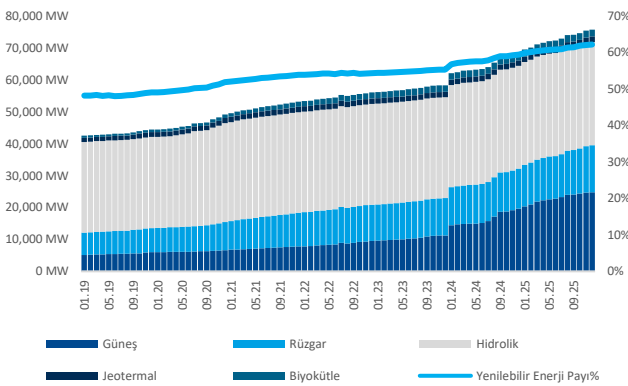
Sürdürülebilir enerji dönemine geçiş. 2025 yılında Türkiye enerji sektöründe hem konvansiyonel hem de yenilenebilir segmentlerde anlamlı ilerleme kaydetti. Doğal gaz ve petrol arama faaliyetleri hem Türkiye'nin kıta sahanlığında hem de uluslararası sahalarda devam ederken, yenilenebilir kapasite artışı yurtiçinde düzenlenen YEKA ihaleleriyle momentumunu korudu. Toplamda yaklaşık 2 GW'lık yeni yenilenebilir kapasite tahsis edilerek Türkiye'nin daha çeşitlendirilmiş ve sürdürülebilir bir enerji karmasına geçişi güçlendirildi.

Şebeke ve altyapı yatırımlarında artan ihtiyaç. Elektrik talebinin büyümesi, artan EV penetrasyonu, hızla genişleyen yapay zeka kullanımı ve gelişmiş-gelişmekte olan pazarlarda dijitalleşme trendleriyle desteklenen temel yapısal bir tema olmaya devam ediyor. Bu talep görünümü, devam eden kapasite artışlarıyla birleşerek şebeke ve altyapı yatırımlarına olan ihtiyacı belirgin şekilde artırdı. Buna karşılık olarak birçok ülke, enerji dönüşümü öncesi elektrik şebekelerini güçlendirmeye yönelik yatırım programları açıkladı. Bu doğrultuda, transformatör üreticilerinin şebeke modernizasyonu ve kapasite artışındaki kritik rolü göz önüne alındığında, Astor Enerji'nin **<ASTOR TI>** sektördeki öneminin artacağını düşünüyoruz. Bu minvalde, elektrik dağıtım şirketleri de odakta kalmayı sürdürüyor. Yeni yatırım dönemi ve 5. uygulama dönemindeki daha yüksek reel WACC sayesinde Enerjisa Enerji **<ENJSA TI>** ve **Alarko Holding <ALARK TI>** için görünümün olumlu olduğunu düşünüyoruz.

Hava koşullarının piyasa fiyatlamalarına etkisini sürecektir. Güçlü talep artışına rağmen, devam eden kapasite genişlemesi enerji fiyatlarında düşüş eğiliminin sürmesine neden oldu. Jeopolitik gelişmeler kaynaklı fiyat artışlarının ardından ülkelerin giderek daha fazla yerli üretime ve arz güvenliğine öncelik vermesi fiyatların normalleşmesine katkı sağladı. Türkiye'de spot elektrik fiyatları da küresel eğilimlerle uyumlu bir düşüş patikası izledi. Önümüzdeki dönemde hava tahminleri tahminleri daha yağışlı bir döneme işaret ediyor. Yağışlı mevsimler ile daha güçlü hidro üretimi spot fiyatlarda aşağı yönlü riskleri artırabilir. Tersine, yağışların yetersiz olması doğal gaz santrallerinde kapasite kullanım oranlarını yükselterek spot fiyatları istikrarlı tutabilir veya hafif yukarı yönlü bir eğilime yol açabilir. Bu ortamda, özellikle Aksa Enerji **<AKSEN TI>** gibi garanti ödemeli (PPA, YEKDEM) bazlı yapıda faaliyet gösteren şirketlerin spot fiyat oynaklığından büyük ölçüde izole durumda kalarak daha dayanıklı bir kârlılık profili sergileyeceğini düşünüyoruz.

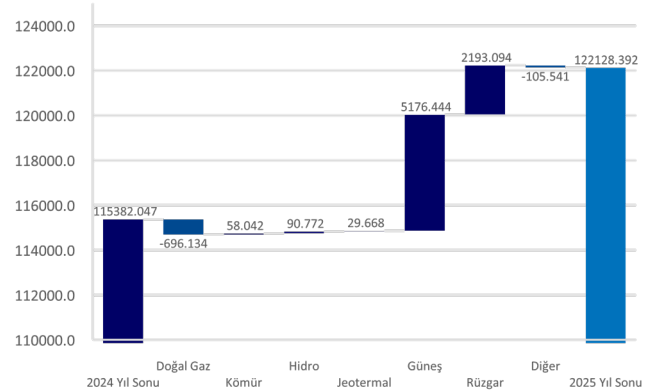
PPA destekli oyuncuların daha defansif kalması muhtemel. Spot fiyatlardaki düşüşün devam edeceğine yönelik beklentimiz doğrultusunda elektrik üreticileri üzerinde reel baskının devam etmesini, buna karşın PPA destekli oyuncuların defansif kalmasını öngörüyoruz. Yapısal olarak artan elektrik talebiyle birlikte enerji değer zincirindeki ekipman üreticileri ve hizmet sağlayıcıları için olumlu görünümü destekliyor.

Grafik 1: Yeşil Enerjinin Payı Artıyor



Kaynak: TEIAS, YKY Araştırma

Grafik 2: Kurulu Güç Yenilenebilir Enerji ile Büyüyor



Kaynak: TEIAS, YKY Araştırma

Aksa Enerji Yatırım Döngüsü Devam Ediyor

Aksa Enerji için tavsiyemizi 12 aylık 98TL hedef fiyat ve AL önerisiyle yeniden başlatıyoruz. Aksa Enerji'nin hem yurtiçinde hem de yurtdışında devam eden kapasite artışlarıyla yatırım yoğun bir dönemden geçmektedir. Şirket yurtdışında garanti geri ödemeli (PPA) destekli projelerine ve Türkiye'de yenilenebilir enerji yatırımlarına devam ederken, devreye alınması planlanan kapasiteler dikkate alındığında tahminlerimizde yukarı yönlü potansiyel sunmaya devam ediyor.

- Yeni kapasite ile VAFÖK büyümesi.** Aksa Enerji, 2026 yılında devreye alınması planlanan 11 santral ile istikrarlı ve öngörülebilir büyümesini sürdürmeye hazırlanıyor. Uzun vadeli PPA anlaşmalarının sağladığı destek sayesinde şirketin operasyonel kârlılığını güvence altına alırken maliyet oynaklığına rağmen güçlü marjlarını koruyor. Yeni eklenen kapasitelere ek olarak, daha önce devreye alınan tesislerin tam yıl etkisi de sonuçlara yansıtacak. Buna göre, 2026'da güçlü VAFÖK büyümesinin devam etmesini, artışın büyük ölçüde yeni kapasite devreye girmesinden kaynaklanmasını bekliyoruz. Bölgesel VAFÖK katkısı olarak Afrika'dan 7,5 milyar TL, Asya'dan 14 milyar TL ve Türkiye'den 3,4 milyar TL katkı öngörüyoruz.
- Kaldıraçta ılımlı iyileşme.** Aksa Enerji, kapasite yatırımlarına devam ederken devreye girecek yeni santrallerin VAFÖK katkısı da kademeli olarak başlayacak. Bu çerçevede, 2026 yılında Net Borç/VAFÖK oranının yaklaşık 2,1x seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Kaldıraçta sınırlı bir iyileşme olsa da şirketin hedeflediği yeni projeler kapsamında kaldıraçta yukarı yönlü riskleri barındırdığını düşünüyoruz. Bununla birlikte, mevcut koşullar itibarıyla kaldıraç rasyosunun kademeli bir şekilde iyileşeceğini hesaplıyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025E	Δ	2026E	Δ
Net satışlar	31.639	-38%	42.416	2%	55.613	6%
VAFÖK	7.177	-37%	12.147	29%	22.233	48%
Net Kar	2.007	-75%	3.952	50%	7.439	52%
F/K (x)	23,2		12,7		6,8	
FD/VAFÖK (x)	10,8		8,0		4,6	
FD/Satış (x)	2,5		2,3		1,8	
Hisse Başına Kar (TL)	1,6		3,2		6,1	
Temettü Verimi (*)	0,0%		0,0%		0,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-12,9%		-24,0%		-12,1%	

(*) Bakiyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmış

Kaynak Şirket Finansalları, YKY Araştırma

**Öneri****AL****Hedef Fiyat****TL98****Potansiyel Getiri****42%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL68,60
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	84.127 / 1.954
Hisse Sayısı (mn)	1.226
Saklama Oranı	21%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	625,12 / 14,51

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

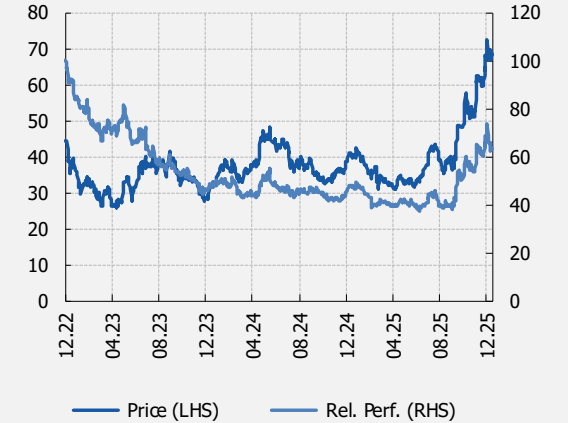
1 Aylık	72,50 / 59,55
1 Yıllık	72,50 / 31,10
Sene başından itibaren	72,50 / 66,70

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	12%	2%
3 Aylık	52%	29%
1 Yıllık	72%	32%
Sene başından itibaren	-6%	-14%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Yasin SARIHANyasin.sarihan@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 82 33**

Uluslararası operasyonlar, anlamlı bir tampon görevi görüyor.

Coca-Cola İçecek ve Anadolu Efes için 2025'te yurtiçi operasyonlar açısından temel zorluklar: (i) nispeten zayıf turizm, (ii) yerel oyuncuların rekabeti ve (iii) VAFÖK marjını artıran yerinde satış talebindeki azalma. 2026'da talebin kademeli olarak toparlanmasını beklerken, bu toparlanmanın öncelikle üreticilerden ziyade gıda perakendecileri tarafından karşılanacağına inanıyoruz. Buna göre, uluslararası operasyonlar, özellikle Orta Asya, daha yapıcı bir makro ekonomik ortam ve iyileşen tüketim dinamikleriyle desteklenerek, inceleme kapsamımızdaki içecek şirketleri için temel gelir ve operasyonel marj desteği olarak öne çıkmaktadır.

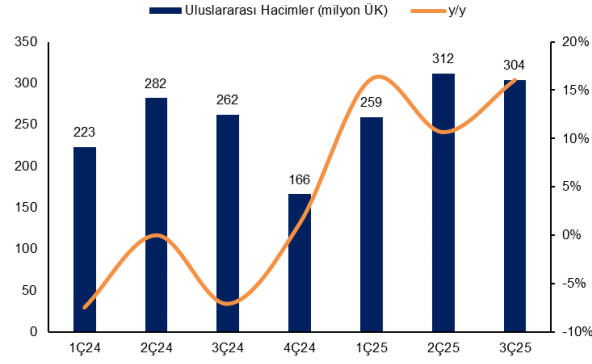
Uluslararası büyüme fırsatları, yurtiçindeki zorlukları kompanse ediyor. CCI için baz senaryomuzda, Özbekistan ve Kazakistan'daki ivmenin devam etmesini bekliyoruz. 2025'te yıllık %9, 2026'da ise %6 hacim artışı öngörüyoruz; bu da 2025'te yıllık %4 ve 2026'da yıllık %6 gelir artışına karşılık geliyor. Bu görünüm, Türkiye'deki daha dengeli bir fiyatlandırma ortamı tarafından desteklenmektedir. Fiyatlandırma disiplini iyileştikçe, VAFÖK marjının 2025'teki %17,0'dan 2026'da %18,6'ya genişlemesini bekliyoruz. **CCI için 12 aylık 100 TL/hisse hedef fiyatla "AL" önerimizi yineliyoruz.**

Gizli değer mevcut, ancak AEFES için nakit akışı hâlâ bir kısıtlama unsuru olmaya devam ediyor. AEFES için, Rusya operasyonlarını İNA değerlemesinden hariç tutarak, yalnızca defter değeri üzerinden taşınan bir finansal yatırım olarak ele alıyoruz. Rusya operasyonlarının yokluğuna rağmen, şirketin uluslararası operasyonlarının gizli değerler barındırdığına inanıyoruz. Bununla birlikte, Türkiye operasyonlarındaki yüksek borç yükü ve değişen tüketici davranışlarından kaynaklanan nakit akışları üzerindeki baskıyı vurgulamak istiyoruz. 2025'te (Rusya ve CCI hariç) reel gelirde yıllık %4'lük bir daralma bekliyoruz. Rusya operasyonlarını dışarıda bırakarak, 2026'da yıllık %5'lik reel gelir artışı öngörüyoruz. Tüm olumsuzluklara rağmen, mevcut seviyeleri hala cazip buluyoruz ve uzun vadeli opsiyonellik ile kısa vadeli finansman kısıtlamaları arasındaki dengeyi yansıtarak, **12 aylık hedef fiyatımızı 25 TL/hisse (önceki 29,7 TL/hisse'den) olarak belirliyor ve "AL" önerimizi yineliyoruz.**

Marj gelişimi ve azalan NİS yükü. 1Y25'te Ülker, kakao alımlarından kaynaklanan yüksek stok seviyeleri ve marj baskısıyla karşı karşıya kaldı. Buna rağmen, talep odaklı fiyatlandırma zorlukları (örneğin, bisküvilerin simit gibi temel alternatiflerden daha düşük fiyatlandırılması) karşısında disiplinli maliyet yönetimi sayesinde VAFÖK marjı yıllık yalnızca 1 puan azalarak %17,8'e geriledi. 2026'da, satın alma gücünün toparlanmasıyla Türkiye'de fiyatlandırma esnekliği için alan görüyoruz; uluslararası pazarlar ise hacim odaklı büyümeyi fiyatlandırmanın önüne geçiren, "bir bozuk paraya bir ürün" stratejisiyle hacimleri destekleyecektir. Bununla birlikte, atıştırmalıkların Türk tüketicileri için öncelikli bir kategori olmaması nedeniyle, hacimlerin genel olarak yatay kalmasını ve fiyatlandırma dinamiklerinin büyük ölçüde 2025'e benzemesini bekliyoruz. Kakao fiyatlarının düşüş eğiliminde olmasıyla, net marj kazanımları riskten korunma nedeniyle sınırlı kalsa da, 1Y26'DA manşet VAFÖK marjında genişleme bekliyoruz. Genel olarak, 2025'te yıllık %4 gelir artışı ve %18 VAFÖK marjı, ardından 2026'da %5 reel gelir artışı ve %19 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Net işletme sermayesi (NİS) ihtiyacındaki baskısının azalmasıyla desteklenen net borç/VAFÖK'ün 2025 sonunda 1,9x'e (3Ç25: 2,0x, 4Ç24: 1,4x) ve 2026'da 1,4x'e gerilemesini bekliyoruz. **Ülker için 12 aylık 190 TL/hisse hedef fiyatla "AL" önerimizi yineliyoruz.**

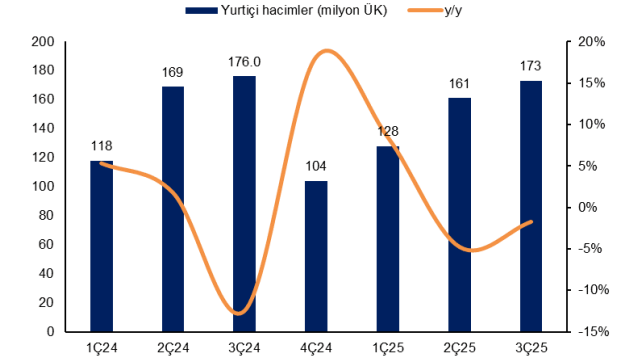
[Türkiye Tüketim Sektörü raporumuzun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.](#)

Şekil 1: CCI Uluslararası hacimler



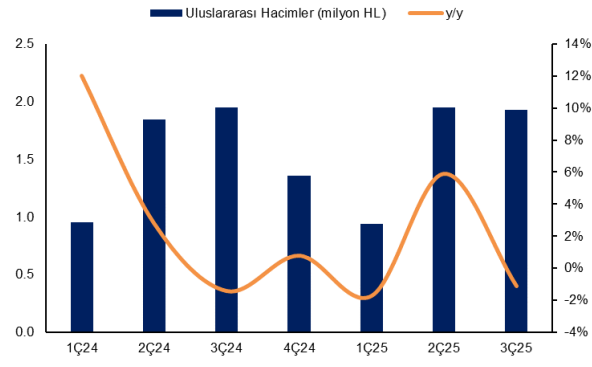
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: CCI Yurtiçi hacimler



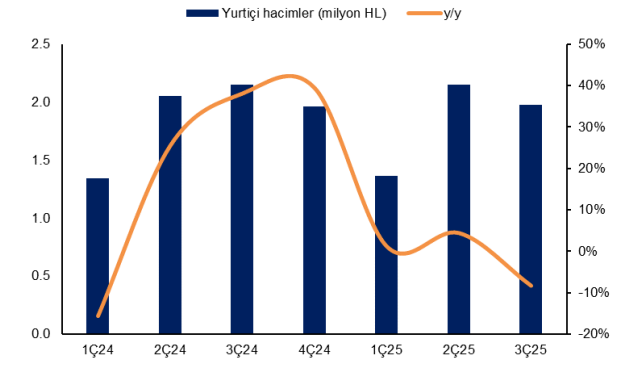
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 3: Anadolu Efes uluslararası hacimler (Rusya hariç)



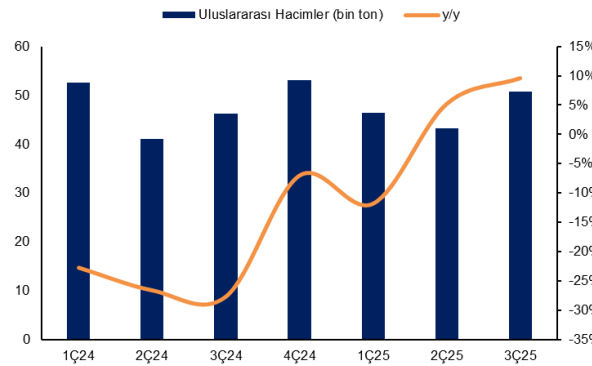
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Anadolu Efes Yurtiçi hacimler



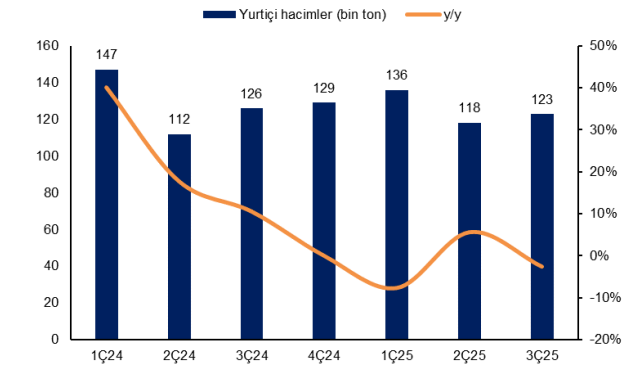
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 5: Ulker Uluslararası hacimler



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 6: Ulker Yurtiçi hacimler



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

ANADOLU EFES

Köpük yok, kanıt var

Anadolu Efes için AL tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 25TL/hisse olarak revize ediyoruz (önceki: 29,7 TL). Rusya operasyonlarına geçici yönetim atamasının ardından hisse, son bir yılda BIST-100'ün %23 gerisinde performans gösterdi. 2026'da karmaşık bir tablo görüyoruz. Yurt içinde satın alma gücünde toparlanmaya dair sinyaller görülse de değişen tüketici tercihleri ve yüksek promosyon yoğunluğu fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Rusya'dan nakit girişinin kesilmesi ve Türkiye operasyonlarının işletme sermayesi ihtiyacının, yüksek faiz ortamına denk gelmesi eş zamanlı olduğundan yurt içi nakit akışı olumsuz etkilendi. Rusya'nın konsolidasyon dışı kalması ölçeği azaltmış olsa da şirketin mevcut faaliyet alanlarında gizli değer barındırdığı görüşündeyiz. Bununla birlikte, Rusya hikâyesine ilişkin netlik, anlamlı bir yeniden değerlendirme için kritik önem taşımaya devam ediyor. 2026 tahminlerimize göre hisse, 4,3x FD/VAFÖK ile işlem görmekte olup, mevcut risk-getiri dengesi dikkate alındığında bu seviyeyi genel olarak makul buluyoruz.

- Marjlar dirençli.** Görece düşük marjlı Rusya operasyonlarının konsolidasyonu bira operasyonları VAFÖK marjını %15–16 bandında sınırlıyordu. Ancak, fiyatlama zorluklarına rağmen, Rusya hariç bira marjı 9A25 itibarıyla ~%15 ile hala baskı altında kalmakta. 2026'dan itibaren marjların, fiyatlama disiplini ve Rusya dışı operasyonların daha güçlü marj profilleri desteğiyle ~%16'ya yükselmesini öngörüyoruz.
- 2026'da reel büyümeye dönüş.** 2025'te (Rusya ve CCI hariç) yıllık %4 reel gelir daralması bekliyoruz. Rusya'nın konsolidasyon dışı kalmaya devam etmesi varsayımıyla, 2026'da yıllık %4 reel gelir artışı öngörüyoruz. Bu artışın normalleşme etkileri ve tüketici dinamiklerindeki sınırlı iyileşmeden kaynaklanmasını bekliyoruz.
- Nakit akışı toparlanması kritik.** Yüksek borçluluk ve finansman koşulları, Türkiye'de nakit üretimini sınırlamaya devam ediyor. Türkiye operasyonları, mevcut durumda uluslararası operasyonlarının gerisinde bulunuyor. Marj toparlanması ve daha dengeli bir finansman yapısıyla, yurt içi nakit üretiminde zaman içinde kademeli bir iyileşme

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	231.354	0%	244.373	-19%	316.861	5%	384.070	3%
VAFÖK	38.191	-2%	39.392	-21%	56.240	15%	70.187	5%
Net Kar	13.117	-59%	13.339	-22%	16.323	2%	19.634	6%
F/K (x)	8,9		7,0		5,9		4,9	
FD/VAFÖK (x)	5,9		5,3		4,3		3,6	
FD/Satış (x)	1,0		0,9		0,8		0,7	
Hisse Başına Kar (TL)	22,2		2,3		2,8		3,3	
Temettü Verimi (*)	0,9%		0,8%		2,1%		2,6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	11,7%		-1,3%		0,8%		28,4%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

ANADOLU
EFES

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL25,00

Potansiyel Getiri

52%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AEFES.TI / AEFES.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL16,40
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	97.105 / 2.255
Hisse Sayısı (mn)	5.921
Saklama Oranı	32%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1.136,05 / 26,85

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

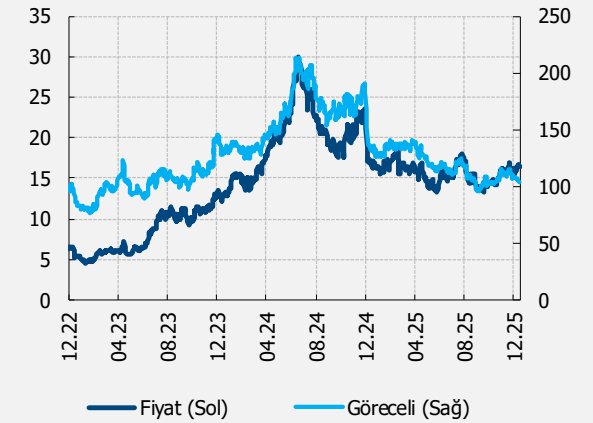
1 Aylık	16,83 / 15,58
1 Yıllık	18,84 / 13,27
Sene başından itibaren	16,60 / 15,71

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	-7%
3 Aylık	19%	4%
1 Yıllık	-1%	-22%
Sene başından itibaren	4%	-4%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

COCA COLA ICECEK

Hala Büyüme Yolunda

Coca-Cola İçecek <CCOLA TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı 100TL/hisse'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi yineliyoruz. Şirketin 2Y25'teki stratejik dönüşümünü ve 2026 için daha yapıcı bir görünümü (özellikle uluslararası operasyonlardan kaynaklanan) vurguladığımız önceki [güncellememizin](#) ardından, CCOLA'ya ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz. Olumlu görüşümüz (i) uluslararası pazarlarda güçlü hacim büyüme potansiyeli, (ii) yerel rakiplerin yoğun promosyon ortamına rağmen Türkiye'deki fiyat avantajı ve (iii) sağlam serbest nakit akışı üretimi ile desteklenmektedir. Önümüzdeki üç yıl içinde, %4'lük reel gelir YBBO'su, ~%18'lik VAFÖK marjı ve ~%20'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz; bu haliyle hisse 2026 tahminlerimize göre mevcut 4,9x FD/VAFÖK ve 6,8x F/K'dan daha yüksek çarpanları hak ediyor.

■ **Hacme dayalı büyümeden fiyatlandırma disiplinine.** CCOLA'nın 1Y25'teki performansı, zorlu makroekonomik ortamda bilinçli bir şekilde hacme öncelik veren bir stratejiydi. Konsolide gelirler yıllık %3 düşerken (Türkiye: %-3, uluslararası: %-3), promosyonlar ve uygun fiyatlılık odaklı konumlandırma sayesinde toplam hacimler yıllık %9 arttı (Türkiye: %1, uluslararası: %13). 2Y25'te yönetim, özellikle Türkiye'de uygun fiyatlılığı korurken fiyat/ürün optimizasyonunu hedefleyerek hassas fiyatlandırmaya yöneldi. Sonuç olarak, Türkiye gelirleri 9A25'te yıllık %2 düşerken, hacimler büyük ölçüde yatay kaldı. Bu daha dengeli yaklaşımın 2026 yılına da taşınmasını ve fiyatlandırmanın giderek daha büyük bir rol oynamasını bekliyoruz. Buna göre, 2026 yılında Türkiye için %3 reel gelir artışı ve %1 hacim artışı ile birlikte VAFÖK marjının ~%16 olmasını bekliyoruz.

■ **Uluslararası pazarlar için Güçlü görünüm.** (i) Genç demografik profil, (ii) düşük kişi başı tüketim ve (iii) özellikle Özbekistan ve Kazakistan'da (9A25'te sırasıyla %17 ve %32 büyüme) daha elverişli orta vadeli ekonomik görünümle desteklenen CCOLA'nın uluslararası varlığını yapısal olarak Güçlü olduğuna inanıyoruz. 2026 için, ~%8'lik hacim büyümesi ve %9'luk reel ciro büyümesi ve ~%20'lik (toplam VAFÖK'ün ~%70'i) VAFÖK marjı öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	137.683	-6%	187.552	4%	245.932	6%	299.836	3%
VAFÖK	24.143	-7%	31.904	1%	45.748	16%	57.426	6%
Net Kar	14.813	-50%	15.765	-19%	25.592	31%	33.865	12%
F/K (x)	11,4		9,3		6,8		5,1	
FD/VAFÖK (x)	8,4		6,1		4,9		3,9	
FD/Satış (x)	1,5		1,0		0,9		0,7	
Hisse Başına Kar (TL)	5,3		5,6		9,1		12,1	
Temettü Verimi (%)	1,0%		2,0%		2,9%		3,9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	2,2%		9,6%		17,7%		21,1%	

(*) Bakıyalar ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL100,00

Potansiyel Getiri

61%

Fiyat Bilgileri

Kodu	CCOLA.TI / CCOLA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL62,20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	174.040 / 4.042
Hisse Sayısı (mn)	2.798
Saklama Oranı	25%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	401,80 / 9,50

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

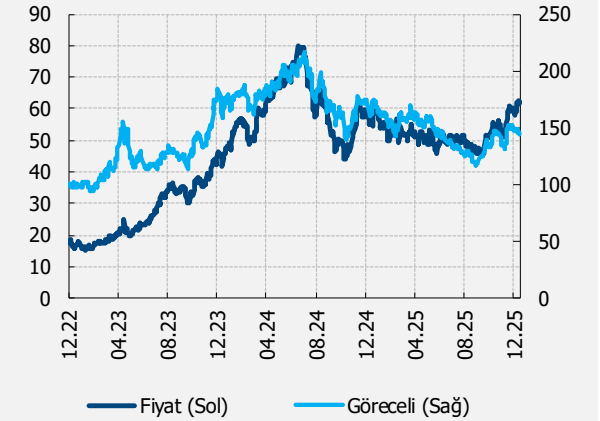
1 Aylık	62,45 / 58,05
1 Yıllık	62,45 / 45,50
Sene başından itibaren	62,45 / 58,80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	6%	-3%
3 Aylık	33%	16%
1 Yıllık	10%	-13%
Sene başından itibaren	6%	-3%



28 Temmuz 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

ULKER

Marjlar korunuyor, nakit akışı artıyor.

Ülker için yeni 12 aylık 190TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi sürdürüyoruz. Hâlâ promosyon odaklı bir iç piyasaya rağmen, 2026'da daha destekleyici bir talep ortamı ve uluslararası operasyonlardan daha güçlü bir katkı öngörüyoruz. Ayrıca, borçların yeniden yapılandırması ve net işletme sermayesindeki iyileşmenin ardından kısa vadeli nakit akışı baskısının hafiflemesi, nakit üretimini destekleyecektir. Önümüzdeki üç yıl içinde, gelirlerde reel %3'lük YBBO ve ~%19'luk VAFÖK marjı öngörüyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 2,8x FD/VAFÖK ile işlem görüyor ve bu da uluslararası benzerlerine göre ~%70'lik bir iskonto anlamına geliyor.

- Fiyatlandırma, yurt içi hacimdeki zayıflığı dengeliyor.** 9A25'te, Ülker'in yurtiçi ortalama satış fiyatları reel olarak yıllık %6 artarken, hacimler yıllık %1,5 azaldı ve bu da şirketin VAFÖK marjını büyük ölçüde korumasını sağladı. Asgari ücret artışının (%27) 2026 yılında yurtiçi talebi destekleyeceğini öngörüyoruz. Hacim büyümesinin düşük kalması muhtemel olsa da, fiyatlandırma stratejilerinin marjları korumaya devam etmesinin, 2026'da %4 reel gelir büyümesi (2025: %4) ve %20 VAFÖK marjı (2025: %19) ile sonuçlanmasını bekleriz.
- Uluslararası operasyonlar ana itici güç.** Önceki yıllara kıyasla daha zorlu bir iç pazar ortamına rağmen, uluslararası pazarlar, ürün başına bir madeni para stratejisi sayesinde daha elverişli bir talep ortamının desteğiyle büyümeyi sürdürmekte. 2026 için, tamamen hacim büyümesinden (2025T: %4) kaynaklanan %7'lik reel gelir artışı (2025T: %4) ve %16'lık (2025E: %16) bir VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- Nakit akışı toparlıyor.** Kakao alımlarının öne çekilmesi nedeniyle stok seviyeleri 1Y25'te keskin bir şekilde arttı (1Ç25'te 21,8 milyar TL, 2024 yıl sonunda ise 14,8 milyar TL), bu da net işletme sermayesi üzerinde baskı oluşturdu. Bu baskının 4Ç25'ten itibaren hafifleyeceğini ve 2026 yılı boyunca normalleşerek nakit üretimini destekleyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, borçların ortalama vadesini 2031 yılına uzatan yeniden finansman, nakit akışı görünürliğini daha da iyileştirecektir.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	84.098	4%	114.418	4%	148.424	5%	179.581	2%
VAFÖK	15.596	2%	20.853	2%	28.078	9%	33.988	2%
Net Kar	7.401	52%	5.818	-40%	16.516	130%	22.496	15%
F/K (x)	6,3		7,1		2,6		1,9	
FD/VAFÖK (x)	2,8		3,7		2,8		2,1	
FD/Satış (x)	0,5		0,7		0,5		0,4	
Hisse Başına Kar (TL)	20,0		15,8		42,8		58,3	
Temettü Verimi (*)	0,0%		8,1%		3,3%		9,5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	13,1%		2,8%		7,5%		19,3%	

(*) Bakıyeleri ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL190,00

Potansiyel Getiri

61%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ULKER.TI / ULKER.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL118,20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	43.648 / 1.014
Hisse Sayısı (mn)	369
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	593,87 / 14,03

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

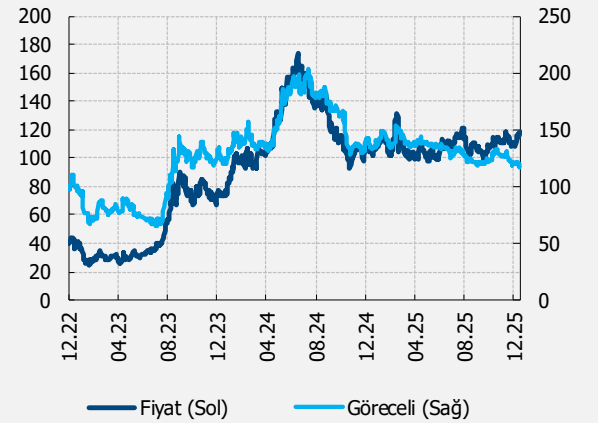
1 Aylık	118,20 / 107,50
1 Yıllık	131,14 / 97,64
Sene başından itibaren	118,20 / 108,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	-6%
3 Aylık	13%	-1%
1 Yıllık	11%	-12%
Sene başından itibaren	9%	1%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@kyyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@kyyatirim.com.tr

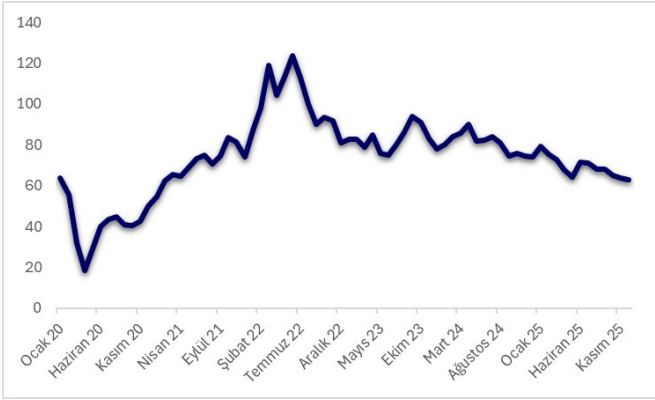
+90 212 319 79 49

Petrol & Rafineri: Yapısal arz kısıtları destekleyici olmaya devam ediyor

2025'te rekor seviyelerde crack marjları, geniş aralıkta dalgalanan petrol fiyatları. Jeopolitik riskler zaman zaman yukarı yönlü destek sağlamış olsa da, arz artışları ve talebe ilişkin endişeler kalıcı fiyat artışlarını sınırladı. Bu çerçevede Brent petrol, 2025 yılında ağırlıklı olarak 58–75 ABD doları/varil aralığında işlem görmüş ve yıllık ortalama yaklaşık 69 ABD doları/varil seviyesinde gerçekleşmiştir.

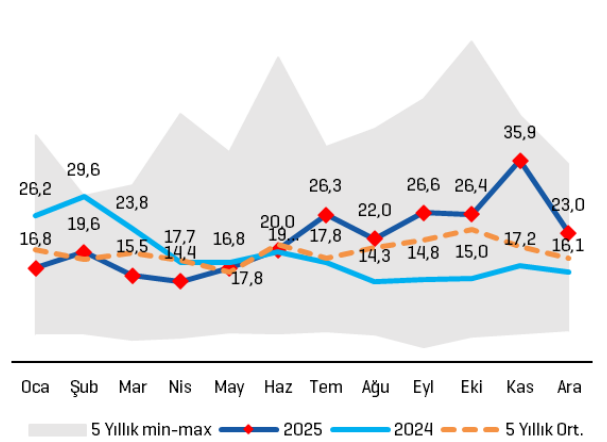
Ham petrol fiyatlarının görece bant içinde seyrettiği bu dönemin aksine, crack marjları yapısal olarak güçlü kalmıştır, özellikle yılın ikinci yarısında. Hürmüz Boğazı'nda olası arz kesintilerine ilişkin artan jeopolitik riskler ile Avrupa'daki planlı rafineri bakımları ve Rusya'nın ihracat kısıtlamaları, rafinaj marjlarını anlamlı ölçüde desteklemiştir. Bu gelişmeler sonucunda crack marjları son üç yılın en güçlü seviyelerine ulaşırken, doğalgaz maliyetlerindeki ılımlı artışlar da rafineri kârlılığını genel olarak desteklemiştir.

Şekil 1: Brent Petrol Fiyatı (USD/varil)



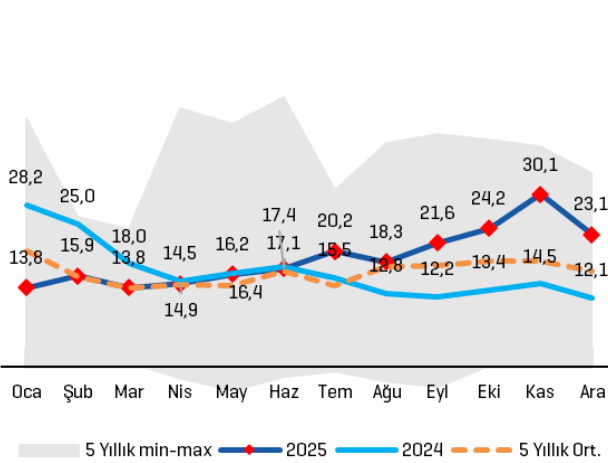
Kaynak: Tüpraş, YKY Araştırma

Şekil 2: Dizel Marjı (USD/varil)



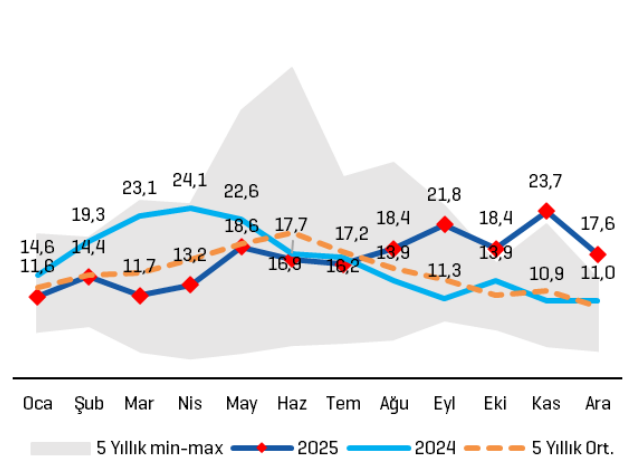
Kaynak: Tüpraş, YKY Araştırma

Şekil 3: Dizel Marjı (USD/varil)



Kaynak: Tüpraş, YKY Araştırma

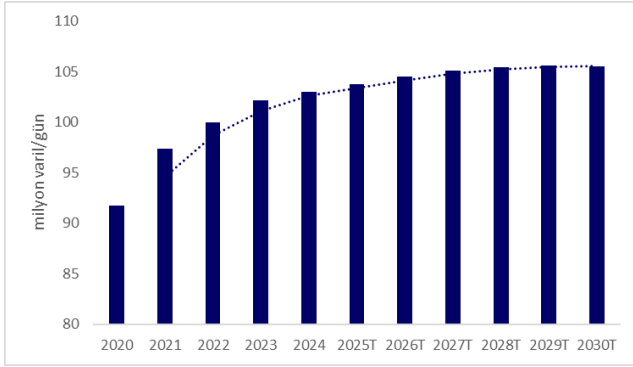
Şekil 4: Benzin Marjı (USD/varil)



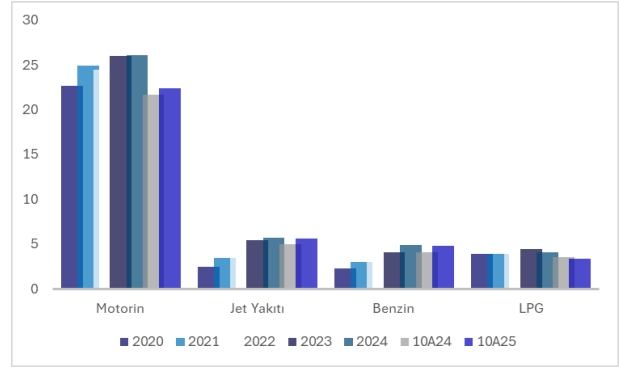
Kaynak: Tüpraş, YKY Araştırma

Yapısal nedenlerle crack marjlarının 2026'da yüksek kalmasını bekliyoruz. 2026'da, Brent petrol fiyatlarının ağırlıklı olarak 60–70 ABD doları/varil bandında işlem görmesini bekliyoruz. Geçici sapmalar yaşansa dahi, bu bant dışında fiyat hareketlerinin kalıcı olmasını öngörmüyoruz. OPEC+'ın sürdürdüğü arz disiplini ve jeopolitik risklerde kademeli bir normalleşmenin birleşimi, yıllık ortalama yaklaşık 65 USD/varil seviyesine işaret eden görüşümüzü desteklemektedir.

Crack marjlarının 2026'da, yüksek seyreden 2025 seviyelerinden normalleşmesini, ancak 2024 seviyelerinin yapısal olarak üzerinde kalmasını bekliyoruz. Küresel enerji dönüşümünün bir parçası olarak rafinaj kapasitesine yönelik yatırımların azalması ve düşük stok seviyeleri birlikte değerlendirildiğinde, rafine ürün arzının küresel ölçekte sınırlı kalması ve marjları desteklemeye devam etmesi muhtemeldir. Kısa vadede ise Rusya'nın benzin ihracatına yönelik kısıtlamaları 28 Şubat tarihine kadar uzatmış olması, crack marjları açısından destekleyici bir unsur olmaya devam etmektedir.

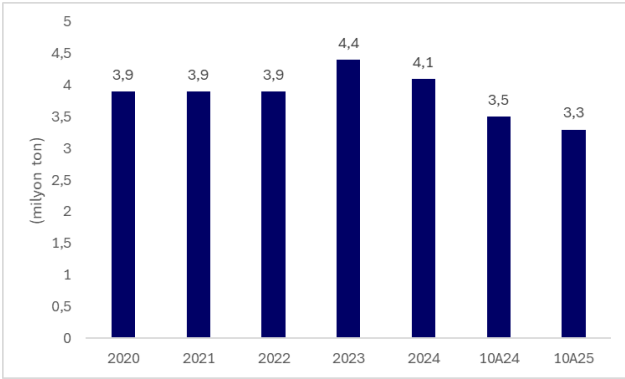
Şekil 5: Dünya Petrol Talebi

Kaynak: UEA, YKY Araştırma

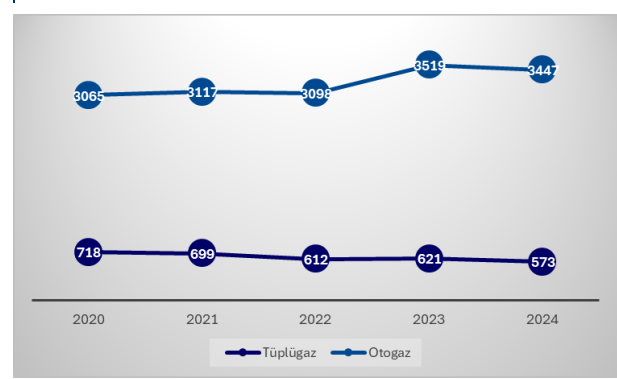
Şekil 6: Türkiye Akaryakıt Talebi

Kaynak: Tupras, YKY Araştırma

LPG – Büyümeden ziyade istikrar

Şekil 7: Türkiye LPG Talebi

Kaynak: Tupras, YKY Araştırma

Şekil 8: Türkiye Ürün Bazında LPG Talebi

Kaynak: Aygaz, YKY Araştırma

LPG tarafında, otogaz talebi dirençli seyrini korurken, tüpgaz segmentinde daralma devam etmektedir. Bununla birlikte, doğalgaza geçişin büyük ölçüde tamamlanmış olması, tüpgaz talebindeki düşüş hızının ılımlılaşmasını beraberinde getirmektedir. Genel olarak, LPG talebinin 4 milyon ton bandı civarında yatay seyretmesini bekliyoruz. 10A25 itibarıyla LPG talebi 3,3 milyon ton seviyesinde gerçekleşirken, bu rakam yıllık bazda %5 daralmaya işaret etmektedir.

Yurtiçinde LPG pazarı artık yapısal büyüme niteliği taşımamakla birlikte, talep dinamikleri önceki yıllara kıyasla daha istikrarlı bir görünüm sergilemektedir. Hacim eğilimleri, yapısal bir küçülmeden ziyade yenileme talebi ve niş kullanım alanları tarafından şekillendirilmekte olup, bu durum daha dengeli bir görünümü desteklemektedir.

AYGAZ

Temettü Desteğiyle Defansif Nakit Üretimi

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Aygaz için TUT tavsiyesi ve 282 TL/hisse hedef fiyat ile tahminlerimizi güncelliyoruz. EYAS üzerinden Tüpraş'taki %9,3 dolaylı pay dâhil olmak üzere iştiraklerden elde edilen temettü gelirleri, bilanço gücünü desteklemektedir. Güçlü net nakit pozisyonu ve iştirak gelirlerinin katkısıyla, tahminlerimiz yaklaşık %11 temettü verimine işaret etmekte olup, bu durum Aygaz'ın defansif temettü hissesi profilini güçlendirmektedir.

2025'te endekse göre %6 üstün performansın ardından, 2026'da Bangladeş'te hacim artışı (YKY tahmini: +%10), sürdürülebilir iştirak katkısı ve olası yurtdışı genişleme kaynaklı potansiyel katalizörler görüyoruz. Ancak bu unsurlar, daha düşük LPG fiyatlaması ile kısmen dengelenebilir.

- Güçlü bilanço temettü görünürlüğünü destekliyor:** Eylül 2025 itibarıyla Aygaz'ın TL 3 mlr net nakit pozisyonu bulunmakta olup, bu durum 4Ç25'te EYAS temettüleri (yaklaşık TL 1 mlr) ve tek seferlik arsa satış gelirleri (yaklaşık TL 1,2 mlr) ile daha da desteklenmektedir. Hisse başına TL 20,5 brüt temettü öngörmekteyiz; bu da %11,5 temettü verimine işaret etmektedir.
- Türkiye'deki yapısal zorluklar yurtdışı maruziyetle dengeleniyor:** Türkiye'de hanehalkı tüpgaz LPG talebi, konut kullanımında doğal gaz geçişin sürmesi nedeniyle yapısal olarak zorlu seyrini korurken daralma hızı yavaşladı. Özellikle doğal gaz penetrasyonunun sınırlı olduğu Bangladeş başta olmak üzere yurtdışı operasyonlar, yurtiçi tüpgaz segmentindeki zayıflığa karşı doğal bir dengeleyici unsur sunmaktadır.
- Bangladeş'in ardından yeni bir pazara girebilir:** Aygaz, özellikle doğal gaz penetrasyonunun düşük ve temiz enerjiye geçişin erken aşamada olduğu yeni pazarlara girmeyi değerlendirmektedir. Asya ve Afrika'nın bu kriterlere uyduğunu ve potansiyel yeni yatırım girişimlerine ev sahipliği yapabileceğini 2026'da yatırım kararını olası Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	81.773	-13%	93.753	-13%	101.497	-17%	116.666	-12%
VAFÖK	1.753	4%	3.623	58%	3.418	-28%	5.921	32%
Net Kar	2.123	-75%	4.854	74%	4.178	-34%	6.921	26%
F/K (x)	1,6		7,4		8,6		5,2	
FD/VAFÖK (x)	-40,8		23,7		28,2		17,9	
FD/Satış (x)	-0,6		0,9		1,0		0,9	
Hisse Başına Kar (TL)	9,7		22,1		19,0		31,5	
Temettü Verimi (*)	4,0%		7,7%		7,0%		11,5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4,6%		8,5%		4,0%		10,1%	

(*) Bakıyeller ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanımı

Kaynak: Şirket Finansalları, KYK Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL282,00

Potansiyel Getiri

38%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AYGAZ.TI / AYGAZ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL204,20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	44.883 / 1.042
Hisse Sayısı (mn)	220
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	87,78 / 2,08

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

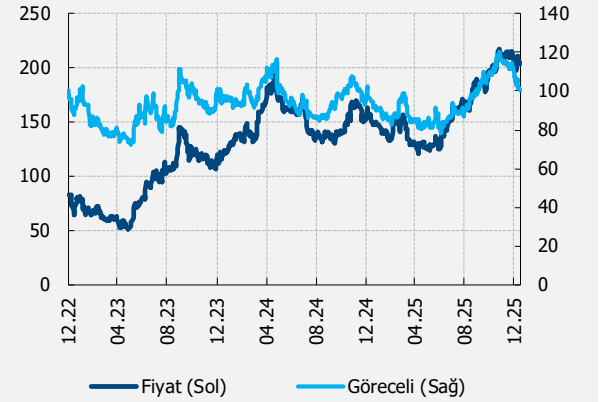
1 Aylık	214,80 / 197,90
1 Yıllık	217,70 / 120,90
Sene başından itibaren	211,20 / 197,90

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-5%	-12%
3 Aylık	8%	-5%
1 Yıllık	32%	5%
Sene başından itibaren	3%	-6%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Esra Uzun Özbaskın
esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 70

TÜPRAŞ

Güçlü Nakit Üretimi, Dayanıklı Marjlar

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Tüpraş için TUT tavsiyesi ve 261 TL hedef fiyat ile tahminlerimizi güncelliyoruz. 2025'te, Tüpraş güçlü ürün marjları ve elverişli talep koşullarından faydalanarak güçlü kârlılık ve nakit üretimi sağladığını tahmin ediyoruz. Güçlü operasyonel ivmeye rağmen, TUPRS'ın son 12 ayda BIST100'e göre yaklaşık %23 daha iyi performans sergilemiş olması, marjların döngü zirvelerine yakın seyretmesi ve 2025 sonrasına ilişkin kazanç görünürlüğünün sınırlı olması nedeniyle, mevcut seviyelerde risk-getiri profilini daha sınırlı buluyoruz.

- Destekleyici marj görünümü.** 2026'ya bakıldığında, crack marjlarının 2025'teki yüksek seviyelerden normalleşmesini beklemekle birlikte, yapısal olarak destekleyici kalacağını düşünüyoruz. Planlı bakım duruşunun olmaması, yüksek kapasite kullanımını ve kazanç sürekliliğini desteklerken; rafine ürün talebinin dayanıklı seyri, küresel stokların düşük seviyelerde olması ve sınırlı yeni rafineri kapasite artışları, zirve kârlılık gerilese dahi marjları desteklemeyi sürdürüyor.
- Beklentilerde yukarı yönlü riskler.** 3Ç25 ve 4Ç25'in zirve çeyrekler olarak öne çıkması, şirketin 2025 için varil başına 6–6,5 ABD doları NRM beklentisine kıyasla, bizim yaklaşık varil başına 7,8 ABD doları seviyesindeki tahminlerimiz yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.
- Güçlü temettü görünürlüğü:** Tüpraş, Eylül 2025 itibarıyla 74 milyar TL net nakit pozisyonunda ve net nakit pozisyonunu korumasını bekliyoruz. Bu, %11 verim (2025T) ile güçlü temettü görünürlüğü sağlarken, Tüpraş'ı defansif bir konuma yerleştiriyor.
- Kerkük–Yumurtalık boru hattı üzerinden akışlar sınırlı kalmaya devam etse de, olası bir normalleşmenin daha düşük navlun maliyetleri (YKYE: varil başına 1–2 USD) yoluyla marjlara ilave yukarı yönlü katkı sağlayabileceğini ve devam eden jeopolitik riskler ortamında operasyonel güvenliği artırabileceğini düşünüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	810.386	18%	836.212	-21%	1.002.596	-9%	988.188	-25%
VAFÖK	50.704	-47%	70.966	7%	87.218	-6%	90.098	-21%
Net Kar	18.315	-66%	37.698	57%	34.540	-30%	35.916	-21%
F/K (x)	17,0		8,1		8,8		8,5	
FD/VAFÖK (x)	4,6		3,4		2,6		2,3	
FD/Satış (x)	0,3		0,3		0,2		0,2	
Hisse Başına Kar (TL)	9,5		19,6		17,9		18,6	
Temettü Verimi (*)	12,0		14,1		9,6		11,7	
Serbest Nakit Akış Verimi	7,5		19,2		17,5		16,8	

(*) Bakıyeleri ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL261,00

Potansiyel Getiri

29%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TUPRS.TI / TUPRS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL203,00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	391.140 / 9.083
Hisse Sayısı (mn)	1.927
Saklama Oranı	49%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3.635,25 / 85,89

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

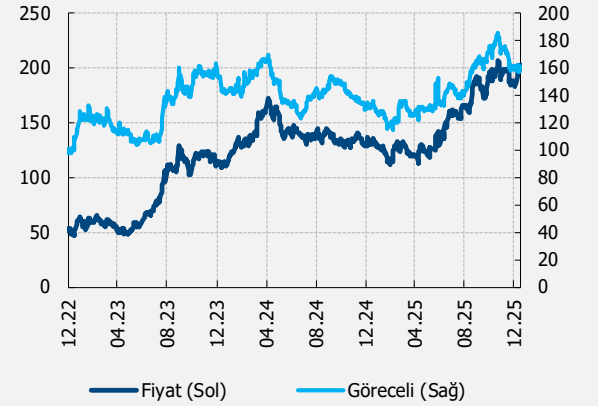
1 Aylık	203,00 / 183,10
1 Yıllık	206,50 / 112,26
Sene başından itibaren	203,00 / 184,40

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	3%	-5%
3 Aylık	12%	-2%
1 Yıllık	56%	23%
Sene başından itibaren	10%	1%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

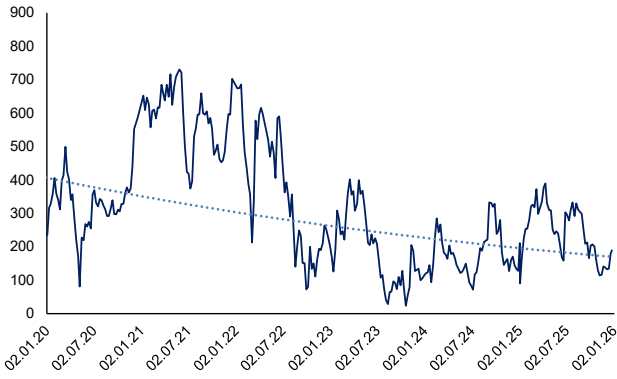
(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Düşüş döngüsü sürüyor, çıkış hâlâ belirsiz

Çin kaynaklı kapasite fazlası 2025'te toparlanmayı sınırlamaya devam etti: Petrokimya sektörü, son yıllara benzer şekilde, 2025 boyunca zayıf nihai talep ve kalıcı küresel arz fazlası nedeniyle baskı altında kaldı. Talep toparlanması dalgalı seyretti ve fazla kapasiteyi absorbe etmekte yetersiz kaldı; buna karşın Çin'den gelen agresif ihracat fiyatlar ve marjlar üzerindeki baskıyı sürdürdü. Asyalı üreticilerin (özellikle hammadde ve enerji tarafında) sahip olduğu yapısal maliyet avantajları rekabet baskısını daha da artırırken, Türk üreticiler uluslararası pazarlarda belirgin bir dezavantajla karşı karşıya kaldı.

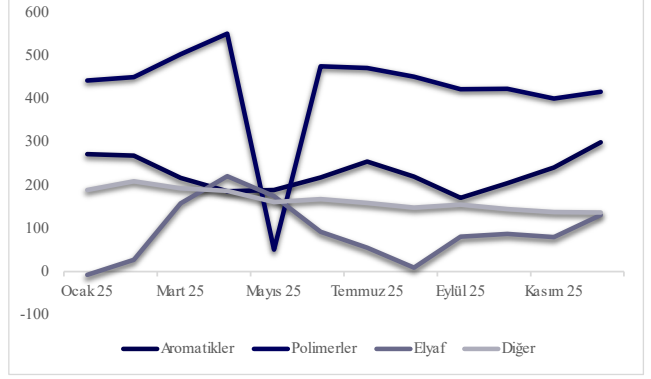
2025 boyunca fiyatlamada dinamikleri ağırlıklı olarak talep değil arz kaynaklıydı. Bu çerçevede, petrokimya değer zincirinin büyük bölümünde marjlar baskı altında kalmaya devam etti; kapasite kullanım oranları ve kârlılık sürdürülebilir bir iyileşme gösteremedi.

Şekil 1: Nafta – Etilen Makası



Kaynak: Petkim, Platts, YKY Araştırma

Şekil 2: Petrokimya Ürün Makası



Kaynak: Petkim, Platts, YKY Araştırma

Sektör, döngüsel bir toparlanmaya ilişkin sınırlı görünürlükle 2026'ya giriyor. 2026'ya bakıldığında, faiz indirimlerinin nihai talep tarafına sınırlı destek sağlaması mümkündür; ancak anlamlı bir fiyat toparlanması beklemiyoruz. Normalleşmenin, nihai talepte gerçek bir iyileşmeden ziyade stok eritimi (destocking) kaynaklı olması daha olasıdır. Faiz indirimleri nihai talebe bir miktar destek sağlasa dahi, küresel stok fazlası nedeniyle fiyatlardaki olası iyileşmenin gecikmeli yansıtacağını düşünüyoruz ve bu nedenle kısa vadede bir toparlanma öngörmüyoruz.

PETKİM

Olumsuz rüzgârlar sürüyor, toparlanma öteleniyor

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Petkim için tahminlerimizi ENDEKS ALTI GETİRİ tavsiyesi ve 15 TL hedef fiyatla güncelledik. Zorlu sektör görünümüne ek, Petkim'in yaşlı tesisleri nedeniyle 2025 zayıf bir yıl oldu. Daralan ürün marjları, zayıf talep ve gerileyen fiyatlar kârlılığı baskılamaya devam etti. Sürdürülebilir bir toparlanmaya dair sınırlı işaretler ve kısa vadeli katalizör eksikliği nedeniyle, mevcut seviyelerde Petkim için aşağı yönlü risklerin yukarı yönlü potansiyelden ağır bastığını düşünüyoruz.

- 2025 beklentisi risk altında.** Şirketin 2025 için beklediği 0 milyon USD VAFÖK seviyesinin altında, yaklaşık 50 milyon USD VAFÖK kaybı öngörüyoruz. 2026'da, küresel arz fazlasının fiyatlar ve marjlar üzerindeki baskıyı sürdürmesiyle sektörel olumsuzlukların sürmesini bekliyoruz. Asyalı üreticilerin yapısal maliyet avantajı önemli bir rekabet dezavantajı sunmaya devam ederken, bu durum Petkim'in kısa vadede talepteki olası iyileşmeden faydalanma kabiliyetini sınırlıyor.
- Beklentilerde yukarı yönlü riskler.** 2026 toparlanmasının sınırlı ve kırılgan olması muhtemel. IAS 29 enflasyon muhasebesi etkileri dâhil olmak üzere, 2026'da yaklaşık USD 10 mn EBITDA seviyesine sınırlı bir toparlanma öngörüyoruz; ancak temel operasyonel zayıflıkların sürmesini bekliyoruz. Devam eden elyaf üretim duruşlarının süreceği tahmin ediliyor. Planlanan büyük ölçekli duruşun 2027'ye ertelenmesi, geçici bir operasyonel istikrar sağlarken yapısal verimlilik kazanımlarını geciktiriyor. Öte yandan, STAR Rafinerisi'nin net kâr üzerindeki olumsuz etkiyi dengelemesini bekliyoruz.
- Master Plan uzak vadeli bir opsiyon.** Master Plan'a ilişkin yatırım kararının 2026'da netleşmesi ve olumlu bir sonucun ortaya çıkması bekleniyor. Ancak tamamlanmanın 2030 öncesinde olası olmaması nedeniyle, bu planı kısa vadeli bir katalizör değil, orta-uzun vadeli bir opsiyon olarak değerlendiriyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	77.381	-11%	87.520	-5%	101.272	-2%	124.465	4%
VAFÖK	-1.083	n.m.	-2.108	n.m.	456	n.m.	8.223	1423%
Net Kar	-6.344	n.m.	-6.400	n.m.	-956	n.m.	3.454	n.m.
F/K (x)	n.m.		n.m.		46,4		12,8	
FD/VAFÖK (x)	n.m.		n.m.		>50		30,2	
FD/Satış (x)	0,4		1,7		1,8		1,7	
Hisse Başına Kar (TL)	-2,5		-2,5		-0,4		1,4	
Temettü Verimi (*)	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-3,6%		-29,9%		-13,9%		-1,5%	

(*) Bakıyeller ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödemeye yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanımı

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

ENDEKS ALTI GETİRİ

Hedef Fiyat	TL15,00
Potansiyel Getiri	-12%

Fiyat Bilgileri

Kodu	PETKM.TI / PETKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL16,97
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	43.009 / 999
Hisse Sayısı (mn)	2.534
Saklama Oranı	47%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1.217,74 / 28,89

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

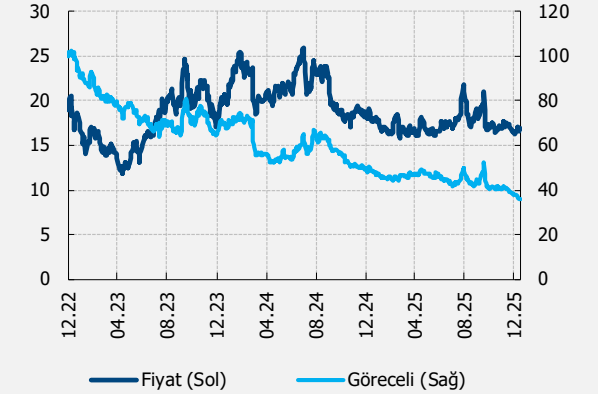
1 Aylık	17,40 / 16,22
1 Yıllık	21,84 / 15,81
Sene başından itibaren	17,00 / 16,23

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-10%
3 Aylık	-13%	-24%
1 Yıllık	-6%	-25%
Sene başından itibaren	5%	-4%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Esra Uzun Özbaskın
esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 70

Güçlü karlar, artan marjlar

Gıda perakendeciliği, 2026 için en çok tercih ettiğimiz sektör olmaya devam ediyor. 2025'teki olağanüstü yoğun promosyon ortamının bu yıl da devam etmesini beklemiyoruz. Talepteki toparlanmanın, sektör genelinde halihazırda uygulanan maliyet düşürme girişimleriyle birlikte, sağlam bir operasyonel marj artışına dönüşmesini bekliyoruz. Buna ek olarak, modern perakendecilerin tedarikçilere karşı yapısal olarak güçlü pazarlık gücü, operasyonel karlılığı desteklemeye devam ediyor. Fiyatlandırma dinamikleri hala ciro büyümesini sınırlayabilirken, takip ettiğimiz üç gıda perakendecisinin (BIMAS, MGROS ve SOKM) 2025'te VAFÖK marjı beklentilerini aşmasını bekliyoruz. Önümüzdeki üç yıl içinde toplamda %5 gelir ve %30 VAFÖK (+2,2 puan) yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) bekliyoruz.

Marjlar büyürken defansif bir tercih olmaya devam ediyor. 2025'te, Şok ve Migros'un aksine, Bim olabildiğince promosyon faaliyetlerinden kaçındı. Bu durum müşteri trafiğini olumsuz etkilerken ve dolaylı olarak rakiplerine fayda sağlarken, özellikle temel gıda enflasyonunun genel TÜFE'nin gerisinde kaldığı bir ortamda Bim'in marj profilini güçlendirdi. Sonuç olarak, gelir büyümesi yönetimin 2025 beklentisine göre bir nebze düşük kaldı. 2025'te %5 reel gelir büyümesi ve %5,9 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Asgari ücret artışı ve daha geniş talep dağılımının desteğiyle 2026'da, fiyat baskılarının azalmasıyla gelir büyümesinin reel olarak %6 olmasını ve marjların %6,8'e yükselmesini bekliyoruz. **Bim, en defansif gıda perakende hissesi tercihimiz olmaya devam ediyor ve Bim için 12 aylık 920 TL/hisse hedef fiyatla "AL" önerimizi yineliyoruz.**

Artan marjlarla en hızlı büyüyen gıda perakendecisi. Migros, çeşitlendirilmiş segmentleri ve yüksek gelirli tüketicilere olan erişimi sayesinde, takip ettiğimiz gıda perakendecileri arasında en güçlü gelir artışıyla öne çıkıyor. Ayrıca, VAFÖK performansı, kayıp akaçk oranındaki düşüş, dijital fiyat etiketleri ve self servis kasa sistemleri gibi maliyet verimliliği önlemleriyle yapısal olarak desteklenmiştir. Talebin 2026'da güçlü kalmasını ve devam eden dijitalleşmenin marjları artırmaya devam etmesini bekliyoruz. Buna göre, 2025'te %6 gelir artışı ve ~%6,5 VAFÖK marjı, ardından 2026'da %6 reel gelir büyümesi ve %7,1 VAFÖK marjı öngörüyoruz. **Migros için 12 aylık 940TL/hisse hedef fiyatla AL tavsiyemizi yineliyoruz.**

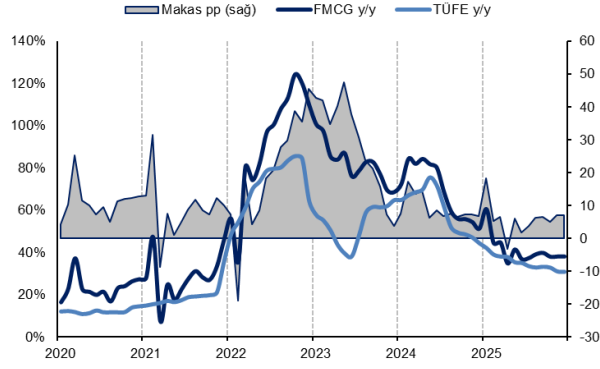
Operasyonel toparlanma ivme kazanıyor. Zorlu geçen 2024'ün ardından, ŞOK 2025'te raf bulunabilirliği ve lojistik verimliliğine odaklanarak operasyonel bir dönüşüm gerçekleştirdi. 9A25'te VAFÖK 4,2 milyar TL'ye (%2,1 marj) ulaşırken, 2024 yılının tamamında neredeyse sıfırdı. 2026'da, devam eden mağaza genişlemesiyle (yani yaklaşık %80'i SOK 2.0 formatında) desteklenen gelirde reel ~%5'lik bir büyüme ve VAFÖK marjının %3,5'a ulaşmasını bekliyoruz. **3Ç25 sonuçlarının ardından, yatırımcı güveninin önemli ölçüde arttığına ve hissenin yeniden değerlendirilmeyi hak ettiğine inanıyoruz. SOKM için 12 aylık 84 TL/hisse hedef fiyatla "AL" tavsiyemizi koruyoruz**

Düşen hacimler iyileşen marjlarla telafi edildi. Tekstil sektörü, düşük maliyetli üretim yapan ülkelerden gelen yoğunlaşan küresel rekabet, artan hammadde fiyatları ve yükselen lojistik maliyetleri nedeniyle 2025'te zorlu bir dönemle karşı karşıya kaldı; tüm bunlar ürün düzeyinde sürekli fiyat baskısına yol açtı. Aynı zamanda, Türkiye'deki sıkı para politikası koşulları ve artan ekonomik belirsizlik, tüketicileri temel harcamalara öncelik vermeye zorlayarak, isteğe bağlı giyim talebinde daralmaya neden oldu. Buna karşılık, birçok giyim perakendecisi satış hacimlerini korumak için agresif promosyonlara yöneldi

2025 acı vericiydi, 2026 umut verici görünüyor, ancak geçtiğimiz yıllara kıyasla hala zayıf. Mavi, 2025'te bu promosyon döngüsünden bilinçli olarak kaçınarak, kısa vadeli hacim desteğinden ziyade operasyonel marjların korumasına öncelik verdi. Bu strateji daha düşük trafik ve gelirlerle sonuçlansa da şirketin zorlu bir ortamda operasyonel karlılığını korumasını sağladı. Örneğin, Koton'un son 12 aylık gelirleri, yoğunlaştırılmış promosyonlara rağmen yıllık %3 düştü ve bu da yıllık %35'lik VAFÖK düşüşüne (-5 puan marj düşüşü) yol açtı. Bu durum aynı zamanda Mavi'nin sektördeki göreceli direncini de göstermektedir.

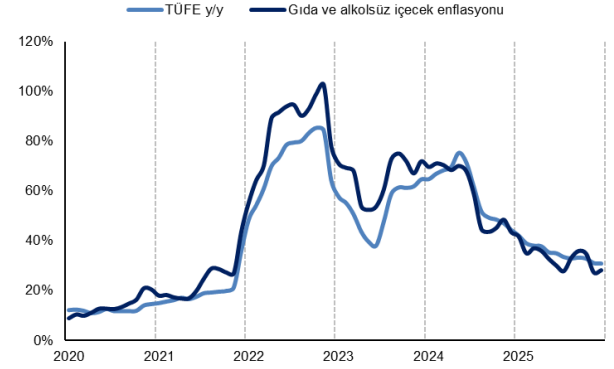
[Türkiye Tüketim Sektörü raporumuzun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.](#)

Şekil 1: Türkiye FMCG pazarı ve TÜFE yıllık büyüme



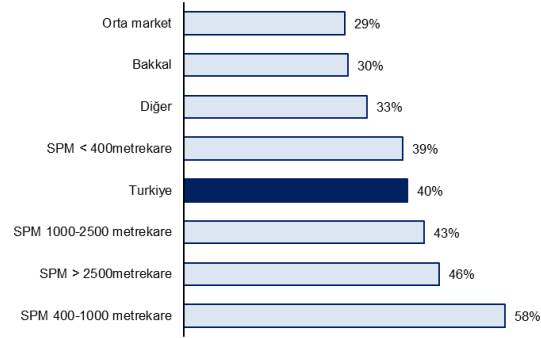
Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 2: Gıda ve manşet enflasyon



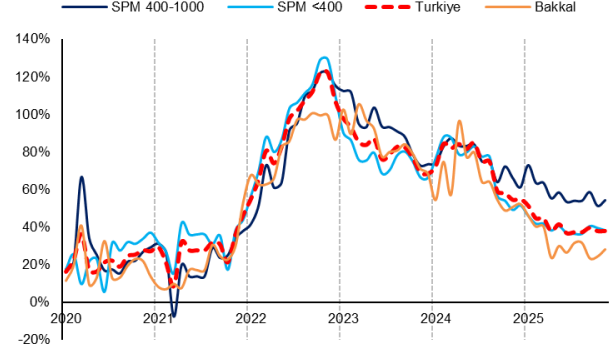
Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Şekil 3: Kanallara göre FMCG Büyümesi



Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 4: Kanallara göre FMCG Büyümesi



Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

BİM

Trafik toparlanması

Bim <BIMAS TI> için 12 aylık 920TL/hisse (önceki 844 TL/hisse) hedef fiyatla "AL" önerimizi devam ettiriyoruz. 9A25'te, manşet TÜFE ile "bimflasyon" arasındaki farkın artması nedeniyle reel benzer mağaza gelir büyümesi baskı altında kaldı. Bununla birlikte, Bim, yeni mağaza açılışları ve File'ın artan katkısıyla desteklenen reel konsolide büyümeyi sürdürdü. 2026 için, (i) müşteri trafiğindeki toparlanma, (ii) temel gıdalardaki fiyat artışlarıyla manşet TÜFE ile "bimflasyon" arasındaki farkın daralması ve (iii) tedarikçilere yapılan erken ödemeler yoluyla devam eden brüt kar marjı iyileşmesi sayesinde daha iyi bir görünüm öngörüyoruz. Buna göre, önümüzdeki üç yıl için %5'lik reel gelir YBBO ve ~%7'lik ortalama VAFÖK marjı öngörüyoruz. Hisse 2026 tahminlerimize göre 5,9x FD/VAFÖK ile işlem görüyor. Bu, geçmiş 10 yıllık ileriye dönük FD/VAFÖK'üne göre ~%45'lik bir iskonto anlamına geliyor.

- Benzer mağaza trafik toparlanması potansiyeli.** 9A25'te, Bim'in benzer mağazalardaki müşteri trafiği yıllık %3 düştü; bu düşüşün temel nedeni alışveriş sıklığındaki azalma olup, sepet büyüklüğündeki artışla (~%3) kısmen dengelenmiştir. Asgari ücret artışı ve iyileşen alım gücüyle desteklenen trafik artışının, özellikle 1Y26 olmak üzere, 2026'da kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, 2026 yılında %6 reel gelir artışı ve yıllık %1 benzer mağaza trafiği artışı öngörüyoruz (2025'te %3'lük düşüşe kıyasla).
- Marjlar iyileşiyor.** VAFÖK 9A25'te yıllık %50 arttı; bu artışın temel nedeni tedarikçilere ödeme günlerinin kısalmasıdır. Temel gıda kategorilerindeki daha zayıf fiyatlandırma dinamiklerine rağmen, Bim fiyatlandırma disiplinini korudu. Temel gıda kategorilerinde daha elverişli bir fiyatlandırma ortamıyla, 2026'da marj genişlemesinin devam etmesini bekliyoruz. (2025T: 5,9%, 2026T: %6,8)
- File operasyonları destekleyici.** Bim'in süpermarket kolu olan File'ın, daha büyük mağaza formatları, daha geniş ürün yelpazesi (normal Bim mağazalarındaki yaklaşık 1.000'e karşılık yaklaşık 4.200) ve yapısal olarak daha yüksek operasyonel marjları sayesinde önümüzdeki yıllarda daha güçlü bir performans sergilemesini bekliyoruz (9A25: yıllık %35 büyüme, konsolide gelirlerin yaklaşık %10'u).

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	519.567	10%	716.884	5%	942.602	6%	1.154.341	3%
VAFÖK	22.558	14%	42.377	43%	64.112	22%	82.712	9%
Net Kar	18.587	-17%	17.393	-29%	25.641	19%	37.974	25%
F/K (x)	15,3		17,9		14,5		9,8	
FD/VAFÖK (x)	13,5		7,9		5,9		4,2	
FD/Satış (x)	0,6		0,5		0,4		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	30,6		29,0		42,7		63,3	
Temettü Verimi (*)	1,7%		2,5%		2,1%		2,5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	5,0%		9,0%		8,4%		11,8%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL920,00

Potansiyel Getiri

49%

Fiyat Bilgileri

Kodu	BIMAS.TI / BIMAS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL619,00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	371.400 / 8.625
Hisse Sayısı (mn)	600
Saklama Oranı	68%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3.490,48 / 82,42

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

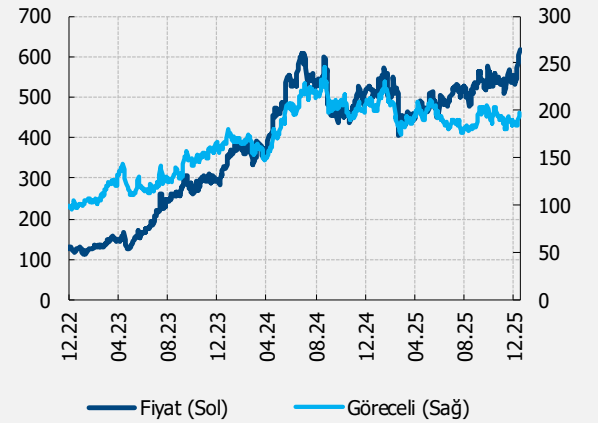
1 Aylık	619,00 / 530,00
1 Yıllık	619,00 / 404,39
Sene başından itibaren	619,00 / 536,50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	12%	3%
3 Aylık	15%	0%
1 Yıllık	20%	-5%
Sene başından itibaren	15%	6%



12 Ocak tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

MAVI GIYIM

Disiplin karşılığını verir.

Mavi Giyim için, %51'lük getiri potansiyeli sunan, 12 aylık 68TL/hisse hedef fiyatla AL önerimizi devam ettiriyoruz. Yukarı yönlü revizyonumuz şu faktörlerden kaynaklanmaktadır: (i) zorlu bir 2025 sonrasında daha olumlu bir görünüm, (ii) güçlü nakit üretimi ve (iii) cazip değerlendirme çarpanları. 2026 için yıllık %3 büyüme ve %18 VAFÖK marjı tahmin ediyoruz. 2026 tahminlerimize göre, Mavi, uluslararası benzerlerine göre ~%70 iskonto ile 2,6x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

- 2025 Mavi için zorlu bir yıldır.** Zayıf makroekonomik ortamda, giyim enflasyonu manşet TÜFE'nin gerisinde kaldı; sektör genelindeki yoğun promosyonlar ise 9A25'te benzer mağaza satışlarında yıllık %8'lik bir düşüşe yol açtı. Buna rağmen şirket, fiyat savaşlarından kaçınarak ve kampanyalar yoluyla sepet büyümesine odaklanarak VAFÖK marjını korudu ve 9A25'te ~%20'lik bir VAFÖK marjı elde etti (2025T: %19). Buna göre, 2025 için reel gelirlerde %4'lük bir düşüş ve %19'luk bir VAFÖK marjı tahmin ediyoruz. 2026 için ise, düşük baz ve iyileşen talep koşullarının desteğiyle daha destekleyici bir makroekonomik ortam beklentisiyle; reel gelirden %3'lük büyüme ve %18'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- 2026'da mağaza açılışları artacak.** Sıkı finansman koşulları nedeniyle, bazı alışveriş merkezleri planlanan açılışlarını 2026'ya erteledi; bu da Mavi'nin 2025 hedef mağaza açılışlarının bir kısmının gelecek yıla kaymasına neden olabilir. 9A25'te Mavi, Türkiye'de net iki mağaza açtı ve dokuz mağazayı yeniledi (2025 hedefi net 10 açılış ve 12 yenileme idi). Açılışlardaki bu artışla birlikte, 2026'da mağaza genişlemesinin gelir artışını destekleyeceğini öngörüyoruz.
- Güçlü nakit üretimi devam ediyor.** Mavi'nin, güçlü operasyonel karlılığı ve verimli net işletme sermayesi (NIS) yönetimiyle desteklenen sağlam nakit yaratma profilini korumasını bekliyoruz. Şirket, son altı çeyrekte ortalama %18 serbest nakit akışı marjı elde ederek net nakit pozisyonunu ve düşük borçluluk profilini desteklemiştir. Bu nedenle, 2026 için ~%11 marj öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	38.519	3%	47.980	-4%	60.821	3%	76.023	6%
VAFÖK	7.329	0%	8.957	-6%	11.086	1%	13.899	6%
Net Kar	2.724	7%	2.502	-29%	4.350	41%	5.378	5%
F/K (x)	12,9		12,0		8,2		6,6	
FD/VAFÖK (x)	4,3		2,6		2,6		2,1	
FD/Satış (x)	0,8		0,5		0,5		0,4	
Hisse Başına Kar (TL)	6,9		3,1		5,5		6,8	
Temettü Verimi (*)	2,2%		3,7%		2,8%		4,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	18,9%		14,5%		18,8%		22,5%	

(*) Bakımlar ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

mavi

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL68,00

Potansiyel Getiri

51%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MAVI.TI / MAVI.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL45,00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	35.753 / 830
Hisse Sayısı (mn)	795
Saklama Oranı	73%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	353,24 / 8,33

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

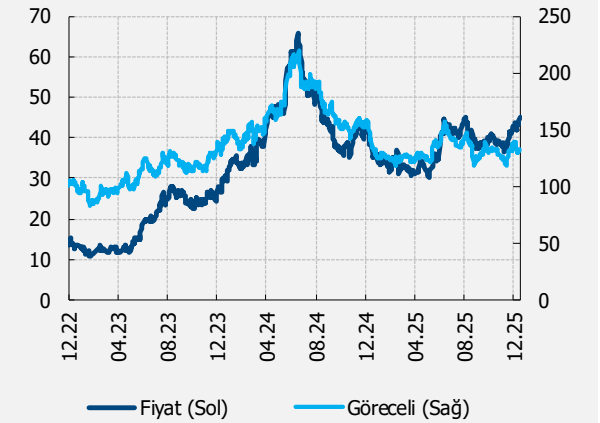
1 Aylık	45,00 / 39,12
1 Yıllık	45,00 / 30,30
Sene başından itibaren	45,00 / 41,88

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	15%	6%
3 Aylık	17%	2%
1 Yıllık	17%	-7%
Sene başından itibaren	3%	-5%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

MIGROS

Sağlam yapısıyla, performans odaklı

Migros için 12 aylık 940TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi sürdürüyoruz. Migros'un, mevcut dinamiklerden gıda perakendeciliği alanındaki önemli bir faydalanıcı olduğuna inanıyoruz; bu durum şu faktörlerle destekleniyor: (i) geniş tabanlı talep direnci, (ii) yapısal olarak büyüyen çevrimiçi iş modeli ve (iii) devam eden maliyet optimizasyon girişimleri. Önümüzdeki üç yıl içinde, %5'lik reel gelir YBBO'su, ~%8'lik VAFÖK marjı ve ~%15'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. Hisse güncel olarak 2026 tahminlerimize göre 2,6x FD/VAFÖK ve 11,0x F/K çarpanlarından işlem görüyor ve hissenin son bir yılda BIST100 endeksinin %11 altında performans göstermesinin ardından, mevcut seviyeleri cazip buluyoruz.

- Çok kanallı olması, sektör ortalamasının üzerinde gelir artışı sağlıyor.** İnceleme kapsamımızdaki en hızlı büyüyen gıda perakendecisinin Migros olmasını bekliyoruz. 2025 için, yıllık %6'lık ciro büyümesi (BIM'in %5'ine ve ŞOK'un %4'üne kıyasla) ve yaklaşık %6,5'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz; bu da yıllık ~100 baz puanlık bir genişlemeye işaret ediyor. Orta vadede, Migros'un çok formatlı mağaza yapısı ve çok kanallı stratejileri sayesinde düşük-orta tek haneli oranlarda büyümesini sürdürmesini bekliyoruz; bu özellikler, değişen tüketici davranışlarına karşı doğal bir koruma sağlıyor. Geniş tabanlı talep hacimleri desteklemeye devam ederken, Macrocenter nispeten dirençli yüksek gelirli tüketicilere odaklanmaya devam edecek.
- Maliyet disiplini, yapısal bir marjı belirleyicisi olmaya devam etmektedir.** Düşük kayıp kaçak oranları, çevrimiçi operasyonlardan elde edilen avantaj, self-kasa sistemlerinin daha yaygın kullanımı ve dijital fiyat etiketi uygulamasının devam etmesi sayesinde Migros'un 2025'te ~%6,5'lik bir VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Maliyet optimizasyon girişimlerinin 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, şirketin güneş enerjisi santrali (GES) projesi devam ediyor ve bunun Migros'un enerji ihtiyacının yaklaşık %25'ini karşılayacağını ve maliyetlerde daha fazla rahatlatma sağlayacağını tahmin ediyoruz. Buna göre, tahmin dönemi boyunca ortalama %8'lik bir VAFÖK marjı öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	293.780	12%	408.209	6%	533.313	6%	652.887	3%
VAFÖK	15.796	248%	26.874	30%	37.996	14%	56.285	25%
Net Kar	6.340	-50%	5.929	-29%	9.693	32%	19.969	74%
F/K (x)	13,5		15,4		11,0		5,4	
FD/VAFÖK (x)	4,9		3,4		2,6		1,5	
FD/Satış (x)	0,3		0,2		0,2		0,1	
Hisse Başına Kar (TL)	35,0		32,7		53,5		110,3	
Temettü Verimi (*)	2,1%		2,1%		1,7%		2,7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	21,1%		8,5%		15,4%		21,6%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

MiGROS

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL940,00

Potansiyel Getiri

59%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MGROS.TI / MGROS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL591,50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	107.094 / 2.487
Hisse Sayısı (mn)	181
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1.334,49 / 31,49

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

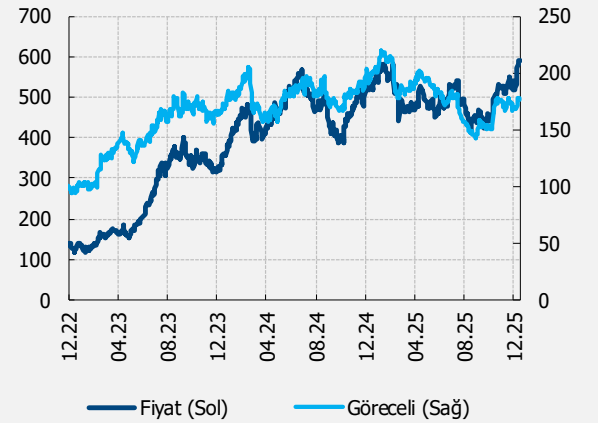
1 Aylık	592,00 / 516,00
1 Yıllık	592,00 / 418,94
Sene başından itibaren	592,00 / 522,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	11%	2%
3 Aylık	32%	15%
1 Yıllık	13%	-11%
Sene başından itibaren	13%	4%



Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

SOK MARKETLER

Toparlanma yapısal hale geliyor

Şok Marketler için 12 aylık 84TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi devam ettiriyoruz. Zorlu bir 2024’ün ardından, 2Y25’te görülen operasyonel toparlanmanın 2026’da da devam etmesini ve daha yapıcı bir orta vadeli görünümü desteklemesini bekliyoruz. Bu durum öncelikle şunlardan kaynaklanmaktadır: (i) daha büyük ŞOK 2.0 mağaza formatının artması, (ii) güçlendirilmiş lojistik ağı ve (iii) çalışan devir oranındaki azalma. Önümüzdeki üç yıl için %4'lük reel gelir YBBO ve ~%3,5'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz. Hisse güncel olarak 2026 tahminlerimize göre 2,8x FD/VAFÖK oranında işlem görmektedir; bu da halka arzdan bu yana ileriye dönük çaraplarının ortalamasına göre ~%40'lık bir iskonto anlamına geliyor.

- **ŞOK 2.0, önemli bir gelir artırıcı unsur haline geliyor.** Yeni ŞOK 2.0 mağazalarının katkısının 2026'da ve uzun vadede giderek daha da artmasını ve 2025'teki <%10 gelir payının yükselmesini bekliyoruz. Mağaza başına daha yüksek gelir (normal mağazalara göre yaklaşık 1,5 kat), daha güçlü VAFÖK marjları ve iyileştirilmiş ürün gamı ile desteklenen yeni formatı, ŞOK'un operasyonel toparlanmasının temel dayanaklarından biri olarak görüyoruz. 3Ç25 sonu itibarıyla şirket yaklaşık 600 adet 2.0 mağaza işletiyordu ve bunların yaklaşık %30'u eski mağazalardan dönüştürülmüştü. Şimdi yeni açılışların %80'inin 2.0 formatında olmasını bekliyoruz. 3Ç25'te benzer mağaza trafiğinin toparlanmaya başlaması ve 2026'dan sonra da devam etmesiyle, 2025 için %4 ve 2026 için %5 reel ciro büyümesi öngörüyoruz.
- **Maliyet geliştirici unsurlar 2026'da da marjlar için destekleyici.** Çalışan devir oranındaki düşüş, daha düşük kayıp kaçak ve lojistik ağının güçlenmesi (9A25'te altı yeni dağıtım merkezinin açılması dahil) halihazırda VAFÖK performansını desteklemiştir. Kayıp kaçak oranlarındaki ve raf bulunabilirliğindeki daha fazla iyileşmeyle desteklenen bu kazanımların 2026 ve sonrasına da taşınmasını bekliyoruz. Buna göre, 2025 ve 2026 için sırasıyla %2,6 ve %3,5 VAFÖK marjı öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	202.174	5%	276.452	4%	360.368	5%	441.170	3%
VAFÖK	4	-100%	7.293	n.m.	12.567	39%	16.271	9%
Net Kar	61	-99%	-614	n.m.	1.497	n.m.	2.334	32%
F/K (x)	>50		n.m.		21,7		13,9	
FD/VAFÖK (x)	>50				3,7		2,2	
FD/Satış (x)	0,2		0,1		0,1		0,1	
Hisse Başına Kar (TL)	0,1		-1,0		2,5		3,9	
Temettü Verimi (*)	4,2%		0,0%		0,0%		0,9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	44,3%		71,3%		69,4%		75,2%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL84,00

Potansiyel Getiri

53%

Fiyat Bilgileri

Kodu	SOKM.TI / SOKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL54,75
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	32,483 / 754
Hisse Sayısı (mn)	593
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	334.49 / 7.91

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

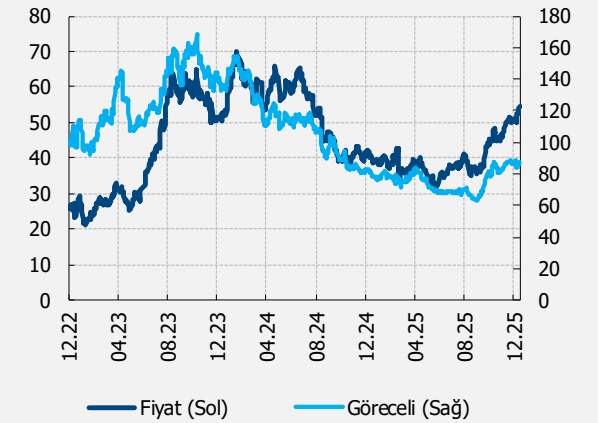
1 Aylık	54.75 / 49.76
1 Yıllık	54.75 / 31.94
Sene başından itibaren	54.75 / 49.84

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	8%	0%
3 Aylık	44%	26%
1 Yıllık	35%	7%
Sene başından itibaren	7%	-1%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Ölçek ve fiyatlandırma gücü, marj genişlemesini destekliyor.

2025'te TAB Gıda, piyasa fırsatlarından etkin bir şekilde yararlanarak 9A25 döneminde fiş hacmini ~%15 artırdı. Ancak bu büyüme büyük ölçüde değer odaklı ekonomik menülerden (örneğin çift menü) kaynaklandı ve bu da VAFÖK marjında yıllık ~1 puanlık bir daralmaya yol açtı. Nispeten agresif fiyatlandırmaya rağmen (örneğin 150 TL'ye çift kişilik tavuk burger menüsü), TAB'ın sahip olduğu güçlü ölçek ekonomisi marj erozyonunu sınırladı.

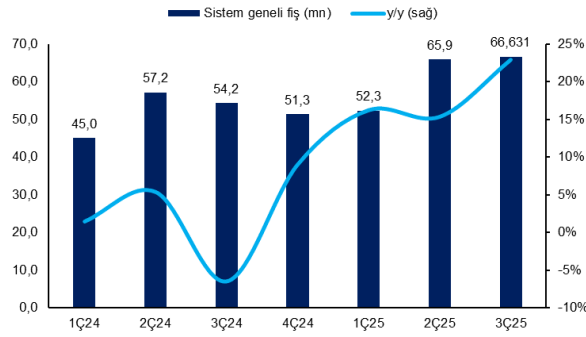
Bu arada, BIGCH'nin son 12 aylık gelirleri yıllık %5 artarken, VAFÖK marjı yıllık 3 puan azaldı. Bu durum, sektördeki diğer şirketlerin marjlarını korumakta zorlandığı bir dönemde, TABGD'nin sahip olduğu ölçek ekonomisi ve sektördeki konumunu desteklemektedir.

2024 sonunda YUM! Brands Türkiye pazarından çekildi. Bunun sonucunda, Popeyes ve Sbarro'nun (TAB Gıda'nın restoranları) ana rakipleri olan KFC ve Pizza Hut da pazardan çekildi. Bu durum, promosyonların da desteğiyle, TAB Gıda'nın satış hacmindeki artışı destekledi. Ancak, bu durumun hisse senedi fiyatının ana itici gücü olmadığını ve uzun vadeli stratejisini de beğendiğimizi vurgulamak isteriz. KFC, 4Ç25'te HD Holding aracılığıyla geri dönmüş olsa da, TAB Gıda'nın sektör liderliğini pekiştirmesini ve bu pozisyonu korumasını bekliyoruz.

2026'ya baktığımızda, devam eden hızlı restoran genişlemesi, sınırlı rekabet baskısı ve hanehalkı satın alma gücündeki kademeli toparlanmanın desteğiyle reel ciro büyümesinin %7'ye (2025'teki %14'e kıyasla) normalleşmesini bekliyoruz. Marj cephesinde ise, TAB'ın fiyat avantajı ve yapısal olarak marjı artırıcı olan giderek daha fazla franchise ağırlıklı büyüme stratejisi sayesinde 2026'da VAFÖK marjının %21'e (2025'teki %20,5'ten) yükseleceğini öngörüyoruz. **TABGD için 12 aylık hedef fiyatımızı 335 TL/hisse olarak belirledik ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz.**

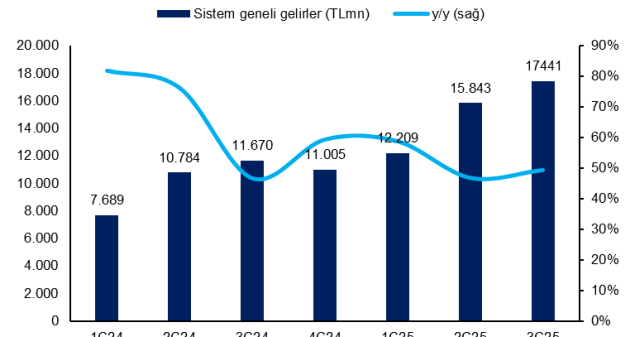
[Türkiye Tüketim Sektörü raporumuzun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.](#)

Şekil 1: TABGD Sistem geneli fiş sayısı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: TABGD Sistem geneli gelirler (TMS29 öncesi)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

TAB GIDA

İvme azalıyor, normalleşme başlıyor.

TAB Gıda için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 335 TL'ye (önceki 274 TL) güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. 2025'te güçlü performansın ardından, 2026'da da benzer bir ortam bekliyoruz; bu da ivme odaklı büyümeden daha normalleşmiş bir yörüngeye geçişi işaret ediyor. Görüşümüze göre, 2026, (i) reel satın alma gücü dinamikleri, (ii) ürün gamının evrimi ve (iii) ölçek odaklı rekabet avantajlarıyla şekillenecektir. Önümüzdeki üç yıl içinde, ~%10'luk reel gelir YBBO, ~%21'lik VAFÖK marjı ve ~%20'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. 2025'te BIST100'e %22 üzerindeki performansa rağmen, TAB Gıda, 2026 tahminlerimize göre hala cazip 4,3x FD/VAFÖK ve 12,8x F/K ile işlem görüyor.

- Marka ve menü esnekliği, gelir normalizasyonunu destekler.** TAB Gıda'nın yedi markadan oluşan portföyü, şirketin gelir segmentleri genelinde değişen tüketici davranışlarını yakalamasını sağlıyor. Esnek menü yapısı, promosyonların ve kampanya tasarımının hızlı bir şekilde ayarlanmasına olanak tanıyor; bu da 2025'te önemli bir büyüme etkeniydi. Asgari ücret artışının ardından, şirketin, değişen ürün gamıyla, promosyon odaklı büyümeden fiyat odaklı büyümeye kademeli olarak geçmesini bekliyoruz. 2025'te yıllık %14, 2026'da ise %7 gelir artışı tahmin ediyoruz.
- Marjlar Güçlü kalmaya devam ediyor.** 2025'teki zorlu fiyatlandırma ortamına rağmen, TAB Gıda, ölçek avantajları ve pazarlık gücü sayesinde VAFÖK marjını korudu. İleriye dönük olarak, olumlu ürün karması değişimleri sayesinde, yoğun promosyonlara olan bağımlılığın azalmasıyla daha iyi fiyatlandırma gücü elde edilmesini sağlayacak şekilde, 2026 için %21'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- Düşük yatırımlarla, hızlı fiziksel büyüme.** Şirket, 2025'te (yıllık 15 mağaza daha az) 200 adet net yeni mağaza açtı. 2026'da, yeni açılışların daha çok franchise modeliyle (toplamin ~%60'ı) olmasını bekliyoruz; bu da yatırım yoğunluğunu düşürürken büyümeyi destekleyecektir.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	32.009	11%	47.652	14%	63.129	7%	77.792	4%
VAFÖK	6.865	12%	9.751	8%	13.248	10%	16.755	7%
Net Kar	1.912	-46%	2.957	18%	4.637	27%	6.051	10%
F/K (x)	20,9		17,2		12,8		9,8	
FD/VAFÖK (x)	5,5		5,0		4,3		3,3	
FD/Satış (x)	1,2		1,0		0,9		0,7	
Hisse Başına Kar (TL)	7,3		11,3		17,7		23,2	
Temettü Verimi (*)	0,3%		2,0%		2,0%		3,9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	11,3%		11,2%		10,6%		14,9%	

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

TAB

Öneri**AL****Hedef Fiyat****TL335,00****Potansiyel Getiri****47%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	TABGD.TI / TABGD.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL227,70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	59.496 / 1.382
Hisse Sayısı (mn)	261
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	173,91 / 4,11

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

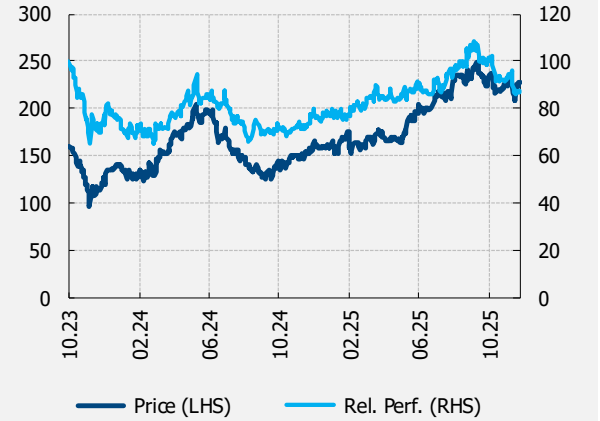
1 Aylık	232,40 / 209,10
1 Yıllık	249,00 / 152,59
Sene başından itibaren	227,70 / 209,10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	-6%
3 Aylık	-5%	-17%
1 Yıllık	44%	14%
Sene başından itibaren	9%	0%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

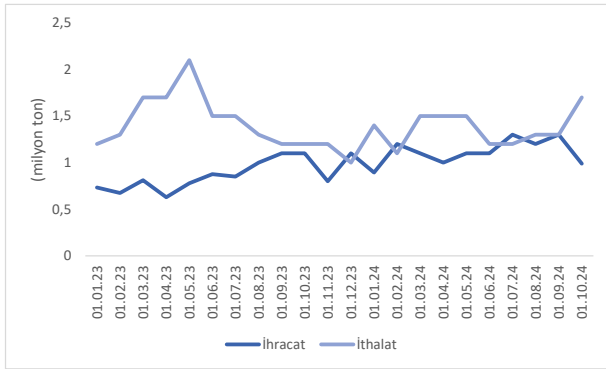
Eren Ercis**eren.ercis@kyyatirim.com.tr****+90 212 319 83 66****Mustafa Görkem Göker****gorkem.goker@kyyatirim.com.tr****+90 212 319 79 49**

Ticaret politikası değişiklikleri fiyatlamayı domine ediyor

2025'te hacim dayanıklılığı fiyatlama gücüne dönüşemedi: 2025 yılında küresel çelik piyasası, talep iyileşmesinden ziyade, ticaret politikaları ve yön değiştiren ticaret akımları tarafından yeniden şekillendi. ABD tarifelerinin devreye alınmasının ardından Çin'in *-%50+ pay ile dünyanın en büyük üreticisidir-* çelik ihracatı alternatif pazarlara yönelirken bu, küresel ölçekte arz fazlasının farklı pazarlara yeniden dağılmasına neden oldu.

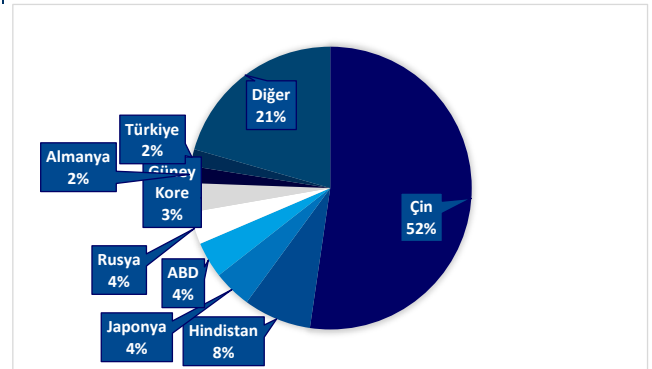
Türkiye'de ise çelik tüketimi artarken ithalat kotalarının eksikliği ve anti-damping önlemlerinin sınırlı etkinliği, iç pazarı rekabetçi fiyatlı ithalata daha açık hale getirdi. Ayrıca, Dahilde İşleme Rejimi (DİR) kapsamında gerçekleştirilen çelik ithalatının büyük ölçüde anti-damping önlemlerinden muaf olması, fiyat rekabetini daha da artırdı. Sonuç olarak, tüketimdeki görece dayanıklılık fiyatlama gücüne yansımada ve artan yurt içi tüketim kârlılığı sınırlı ölçüde destekledi, marjlar yıl genelinde baskı altında kaldı.

Şekil 1: Türkiye Çelik İhracat ve İthalat Verileri



Kaynak: TÇÜD, YKY Araştırma

Şekil 2: Ülkelere Göre Dünya Çelik Üretimi



Kaynak: World Steel, YKY Araştırma

2026'da daha karmaşık ve politika odaklı bir ortam bizi bekliyor: 2026'da, çelik sektörünün daha politika odaklı yön bulacağını düşünüyoruz. Bize göre, piyasa dinamiklerini önemli ölçüde değiştirebilecek nitelikte olan ve yapısal karakter taşıyan çeşitli gelişmeler öne çıkıyor. Bu çerçevede iki temel unsura dikkat çekiyoruz:

- Dahilde İşleme Rejimi'nde (DİR) Ekim 2025'te yürürlüğe giren düzenleme ile dahilde işleme izin belgelerinin süresi kısaltıldı ve ihracatta kullanılan ürünlerin üretiminde en az %25 yurt içi temin şartı getirildi. Düzenlemenin, yerli çelik talebini destekleyeceğini öngörüyoruz. Ancak düzenlemenin talep tarafındaki tam etkisinin 2Ç26 öncesinde belirginleşmesini beklemiyoruz.
- Avrupa Birliği'nin, Haziran 2026 itibarıyla çelik ithalat kotalarını yaklaşık %47 oranında azaltma ve tarifeleri %50 artırma yönündeki planının, fiyatlar üzerinde aşağı yönlü anlamlı bir risk oluşturduğunu düşünüyoruz. AB pazarına giremeyecek ürünlerin Türkiye de dâhil, alternatif pazarlara yönelmesini bekliyoruz. Bu durumun ithalat baskısını artırarak yurt içinde olası bir fiyat toparlanmasını sınırlayacağını öngörüyoruz.

Genel olarak, çelik talebinin 2026 yılında faiz indirimlerinin de desteğiyle güçlü kalmasını beklesek de fiyatlama zorluklarının süreceğini düşünüyoruz. Dampingli ithalat baskısı, küresel arz fazlası ve politika kaynaklı ticaret yönlendirmelerinin marjlar üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesini, 2026'nın yurt içi çelik üreticileri açısından talep tarafından desteklenen ancak marjların sınırlı kaldığı bir yıl olmasını bekliyoruz. Bununla beraber uzun çelikte fiyatlama gücünün yassı çeliğe nazaran daha iyi olacağını düşünüyoruz.

ERDEMİR

Sektörel Zorluklar Devam Ediyor

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Erdemir için TUT tavsiyesi ve 31 TL hedef fiyatla tahminlerimizi güncelliyoruz. 2025 yılında Erdemir, görece dirençli yurtiçi talebe rağmen, devam eden ithalat baskısı ve sınırlı fiyatlama gücüyle şekillenen zorlu ortamda operasyonlarını sürdürdü. Özellikle Çin kaynaklı küresel arz fazlası, yassı çelik fiyatlarını baskılamaya devam etti.

2026'da tahminlerimiz, hacim artışı ve verimlilik yatırımlarıyla desteklenen bir toparlanmaya işaret ederken, yassı çelikte süreceğini öngördüğümüz baskı yukarı yönlü potansiyeli sınırlandırmakta ve TUT tavsiyemizi desteklemektedir.

- Marj toparlanmasına ilişkin görünülük sınırlı:** 2026'da talepte kademeli iyileşme bekliyoruz. Küresel rekabet, Çin kaynaklı fazla kapasite ve AB ticaret önlemlerinin ihracat fırsatlarını ve fiyatlama gücünü sınırlamayı sürdürmesini, Dahilde İşleme Rejimi'ne yönelik düzenleyici değişikliklerin ise yurtiçi talebe destek sağlayabileceğini düşünüyoruz. Ancak bize göre, fiyatlardaki baskı marj toparlanmasını sınırlayacak.
- Yatırımlar FAVÖK'e ton başına 40 USD katkı sağlayacak:** Mayıs 2025'te devreye alınan kok bataryası ve yeni yüksek fırının katkısının, 1Ç26'dan itibaren FAVÖK'e tam olarak yansması ve ton başına USD 40 USD katkı sağlamasını bekliyoruz (4Ç25'te yaklaşık USD 30/ton seviyesine kıyasla). Bu katkı, zayıf yassı çelik fiyatlamasının olumsuz etkisini kısmen dengeleyecektir.
- Altın madenciliği tarafında belirsizlik sürüyor:** Erdemir'in 442bin onsluk altın madeni, tahminlerimize göre şirketin mevcut piyasa değerinin yaklaşık %5-10'u düzeyinde bir değerlendirme desteği sunmaktadır. 2Ç26'da yayımlanması beklenen güncel rezerv raporunun, yatırım planına ilişkin daha fazla netlik sağlamasını bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	204.060	38%	207.110	1%	259.328	25%	313.224	21%
VAÖK	21.092	24%	19.725	-6%	33.577	70%	48.326	44%
Net Kar	13.481	234%	2.592	-81%	8.520	229%	16.214	90%
F/K (x)	12,5		>50		20,7		10,9	
FD/VAÖK (x)	11,3		11,9		6,4		4,4	
FD/Satış (x)	1,2		1,1		0,8		0,7	
Hisse Başına Kar (TL)	1,9		0,4		1,2		2,3	
Temettü Verimi (*)	1,0%		1,0%		1,0%		1,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-2,2%		4,4%		10,9%		10,8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL31,00

Potansiyel Getiri

25%

Fiyat Bilgileri

Kodu	EREGL.TI / EREGL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL24,88
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	174.160 / 4.045
Hisse Sayısı (mn)	7.000
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	4.686,64 / 110,88

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

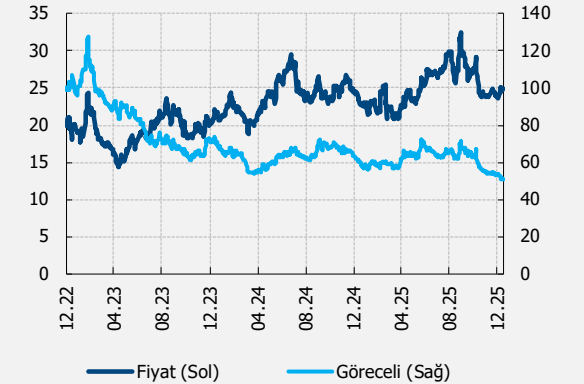
1 Aylık	25,12 / 23,64
1 Yıllık	32,44 / 20,76
Sene başından itibaren	25,12 / 23,82

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	-7%
3 Aylık	-11%	-22%
1 Yıllık	6%	-16%
Sene başından itibaren	4%	-4%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Esra Uzun Özbaskın
esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 70

KARDEMİR

Sektörel Zorluklara Karşı Daha Avantajlı Konum

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Kardemir için AL tavsiyesi ve 37 TL hedef fiyat ile tahminlerimizi güncelliyoruz (önceki: TUT). 2025 yılında uzun çelik ürünlerine talep, yassı çeliğe kıyasla görece dirençli seyrederken, zayıf fiyatlama koşulları gelir büyümesini sınırladı. Ancak 2026'da, ürün karmasının uzun çelik ve demiryolu bağlantılı ürünlere daha yüksek oranda eğilimli olması sayesinde Kardemir'in çelik sektöründe diğer oyunculara kıyasla daha iyi konumlanmasını bekliyoruz. Özellikle altyapı odaklı harcamalar ve demiryolu yatırımları sayesinde yapısal olarak daha güçlü bir görünüm öngörüyoruz. Şirketin Mart ayında devreye alacağı yeni kapasite beklentilerimizi destekliyor. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 6,2x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görürken, 2026'da 3,8x'e gerilemesini bekliyoruz.

- 2026'da talebin daha canlı olmasını bekliyoruz.** Uzun çelik ve demiryolu çeliğine yönelik artan talep görünümü desteklerken, faiz indirimleriyle destekleneceğini öngördüğümüz inşaat aktivitesi de talebe ek katkı sağlayabilir. Bu çerçevede, Kardemir'in katma değerli demir yolu ürünlerine ve uzun çelik ürünlerine olan yüksek maruziyeti, zorlu sektör ortamında şirketi daha defansif bir konuma taşıyor.
- Riskler ve Fırsatlar:** Dahilde İşleme Rejimi'nde (IPR) yapılan düzenleyici değişikliklerin (süre kısaltımı, %25 yerli tedarik şartı) yerli üreticileri desteklemesi bekleniyor. Bununla birlikte, AB ihracat kotaları ve Çin'in aşırı kapasitesi önemli olumsuz riskler olmaya devam etmektedir.
- Kapasite artışı orta vadeli görünümü destekliyor.** Mart ayında devreye alınması planlanan SDM-2 yatırımı (Sürekli Döküm Makinesi-2), Kardemir'in nihai kapasitesini 2,8 milyon tona çıkararak yaklaşık %12 artışa işaret ediyor. Yeni kapasite, artacağını öngördüğümüz talep ortamında şirketin hacim büyümesini destekleyecek.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	56.500	-8%	68.117	-2%	85.894	2%	111.819	5%
VAFÖK	4.187	17%	6.159	19%	9.830	29%	12.500	3%
Net Kar	-3.031	n.m.	-963	n.m.	1.259	n.m.	3.009	93%
F/K (x)	n.m.	a.d.			24,3		7,0	
FD/VAFÖK (x)	7,6		6,2		3,8		3,0	
FD/Satış (x)	0,6		0,6		0,4		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	-2,7		-0,8		1,1		2,6	
Temettü Verimi (*)	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-11,1%		-16,1%		19,9%		13,5%	

(*) Bakıyalar ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanımıdır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

KARDEMİR
KARABUK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

AL

Hedef Fiyat

TL37,00

Potansiyel Getiri

34%

Fiyat Bilgileri

Kodu	KRDMD.TI / KRDMD.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL27,56
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	21.503 / 499
Hisse Sayısı (mn)	780
Saklama Oranı	89%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1.309,30 / 30,97

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

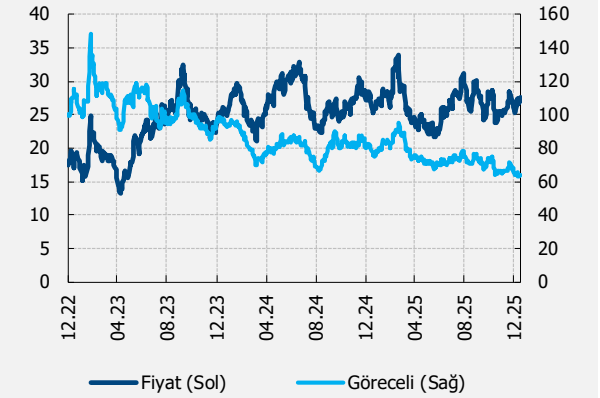
1 Aylık	28,36 / 25,26
1 Yıllık	33,86 / 21,74
Sene başından itibaren	27,56 / 25,26

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	-6%
3 Aylık	4%	-9%
1 Yıllık	1%	-20%
Sene başından itibaren	9%	0%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Esra Uzun Özbaskın

esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 70

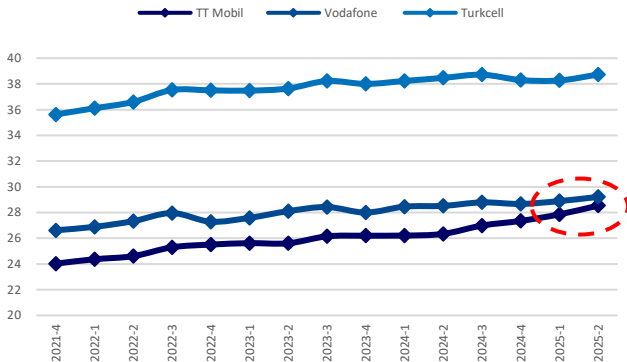
Fırtınanın Sonrası Sessizlik: Normalleşme Başlıyor

2025'in öne çıkan başlıkları. 2025, Türkiye telekomünikasyon sektörü açısından, değişen rekabet dinamikleri ve teknoloji yol haritasında kaydedilen somut ilerleme ile tanımlanan kritik bir yıl oldu. Artan rekabet, güçlü abone kazanımını desteklerken, mobil numara taşınabilirliği (MNP) tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşarak operatörler genelinde yüksek churn'u ortaya koydu. Turkcell piyasa liderliğini net şekilde korurken, Türk Telekom rekabetçi paketlerle ikinci büyük operatör konumuna yerleşti. Aynı dönemde, Türkiye 16 Ekim'de gerçekleştirilen 5G spektrum ihalesiyle yeni bir yatırım döngüsüne girerek sektör adına önemli bir dönüm noktasına ulaştı. Ultra yüksek hızlar, düşük gecikme ve değer yaratıcı kullanım senaryoları ile desteklenen 5G geçişi, inovasyonu destekleyerek ülkenin dijital dönüşüm vizyonunu hızlandıracak önemli bir unsur olacak. Buna paralel olarak, Türk Telekom'un imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi uzun süredir devam eden düzenleyici belirsizliği ortadan kaldırarak şirketin sabit hat ve genişbant operasyonlarında görünürlüğü ve sürekliliği kayda değer biçimde artırdı.

5G'nin gelir yaratma süreci 2026'da başlasa da kademeli ilerleyecek. Devreye girişi 1 Nisan 2026 planlanmasıyla birlikte 5G, daha yüksek kapasite, ultra düşük gecikme, ağ dilimleme ve geniş ölçekli IoT bağlantısı sayesinde 4.5G'ye kıyasla anlamlı bir teknolojik sıçrama sunuyor. Bununla birlikte, spektrumun kademeli tahsisi, cihaz ekosisteminin olgunlaşması ve artan ancak zamana yayılan şebeke yatırımları nedeniyle nüfus kapsamının yalnızca aşamalı biçimde artması bekleniyor. Kısa vadede sınırlı abone penetrasyonu göz önüne alındığında, erken dönem büyümenin büyük ölçüde teknoloji odaklı olmasını; kitlesel kullanım yerine IoT ve kurumsal segmentte dikey odaklı projeler tarafından yönlendirilmesini bekliyoruz. Sonuç olarak, 5G'nin monetizasyon sürecinin 4.5G döngüsüne kıyasla daha yavaş gerçekleşmesi ve 5G'nin kısa vadeli bir kâr katalizörü olmaktan ziyade orta vadeli yapısal bir fırsat olarak konumlanması muhtemel.

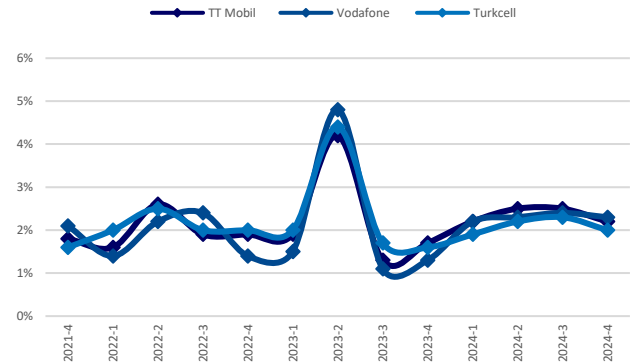
2026'da daha rasyonel bir faaliyet ortamı olası. Artan rekabet döneminin ardından sektörün 2026'nın ikinci yarısından itibaren normalleşme fazına girmesini bekliyoruz. Enflasyondaki düşüş eğilimi ve finansal koşullardaki iyileşme, tüketici fiyat hassasiyetini kademeli olarak azaltarak rekabet baskısının hafiflemesine katkı sağlayabilir. Ayrıca, 5G spektrum ihalesinin tamamlanmasıyla operatörlerin stratejik odağının şebeke kurulumuna ve operasyonel icraya kayması; finansal disiplin, bilanço optimizasyonu ve sürdürülebilir büyüme konularının ön plana çıkması bekleniyor. Bu çerçevede, Turkcell için spektrum maliyetleri ile Türk Telekom için hem spektrum harcamaları hem de imtiyaz yenileme yükümlülüklerinin birleşik etkisi, agresif rekabeti sınırlayan doğal bir bariyer oluşturarak 2026'da daha rasyonel bir faaliyet alanını destekleyebilir.

Grafik 1: İkinci Sıra için Rekabet Kızıştı



Kaynak: BTK, YKY Araştırma

Grafik 2: Churn Oranları Normalleşiyor



Kaynak: BTK, YKY Araştırma

Turkcell

Hazırlıklar tamam, ileri

TCELL için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 148TL olarak belirleyerek AL önerisiyle Araştırma kapsamımıza yeniden alıyoruz. Fiber altyapı, dijital servisler ve şebeke modernizasyonuna yönelik yapılan yatırımların ardından Turkcell stratejik dönüşümünde icra aşamasına geçmektedir. 5G'nin ticarileşme aşamasının yaklaşması ve kurumsal talebin genişlemesiyle, şirketin pazar liderliğini güçlendirmesini ve özellikle IoT alanında orta vadeli gelir yaratma fırsatlarını açığa çıkarmasını bekliyoruz.

- Güçlü mobil abone tabanı ARPU büyümesini destekliyor.** Mobil ARPU üzerindeki rekabetçi baskıya rağmen Turkcell, farklılaştırılmış ve değer odaklı paketler sayesinde dayanıklılığını korudu. Rekabetin ılımlılaşmasıyla birlikte daha istikrarlı ve sürdürülebilir bir ARPU büyüme (26T: +6% y/y) patikası öngörüyoruz. Fiber genişleme düzenleyici kısıtlara tabi olmaya devam etse de 5G devreye alımı ve Superbox segmentindeki büyüme sayesinde mobil ARPU'da yukarı yönlü potansiyel görüyoruz. Ayrıca fintech, veri merkezi ve dijital servisler gibi teknoloji odaklı gelirlerin temel büyüme katkısı sağlamasını bekliyoruz. Buna göre, Turkcell'in reel gelir büyümesini %6, FAVÖK marjını ise yaklaşık %43 seviyesinde öngörüyoruz.
- Kaldıraç tarafında önemli bir risk görmüyoruz.** 5G'nin önümüzdeki dönemde aşamalı olarak devreye alınması beklenirken, gelir yaratma sürecinin daha uzun bir zaman dilimine yayılacağını değerlendiriyoruz. Bununla birlikte fintech ve dijital servislerden gelecek ek katkılar sayesinde Turkcell'in Net Borç/FAVÖK oranının yıl içinde zirve yaparak ardından kademeli normalleşmesini öngörüyoruz. Bu nedenle, yatırım harcamalarının yoğun olduğu bir dönemde dahi kaldıraç tarafında şirket ölçeğinde anlamlı bir risk beklemiyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025E	Δ	2026E	Δ
Net satışlar	158.854	7%	234.918	13%	308.393	6%
VAFÖK	67.977	4%	102.390	15%	131.838	4%
Net Kar	23.523	30%	17.284	-44%	21.395	0%
F/K (x)	8,1		12,3		10,0	
FD/VAFÖK (x)	2,5		2,8		2,7	
FD/Satış (x)	1,1		1,2		1,2	
Hisse Başına Kar (TL)	10,7		7,9		9,7	
Temettü Verimi (*)	3,0%		3,7%		3,3%	
Serbest Nakit Akış Verimi	13,8%		5,8%		-28,7%	

(*) Bakiyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmış

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL148

Potansiyel Getiri

49%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL99,55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	219.010 / 5.086
Hisse Sayısı (mn)	2.200
Saklama Oranı	44%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1.759,83 / 40,87

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

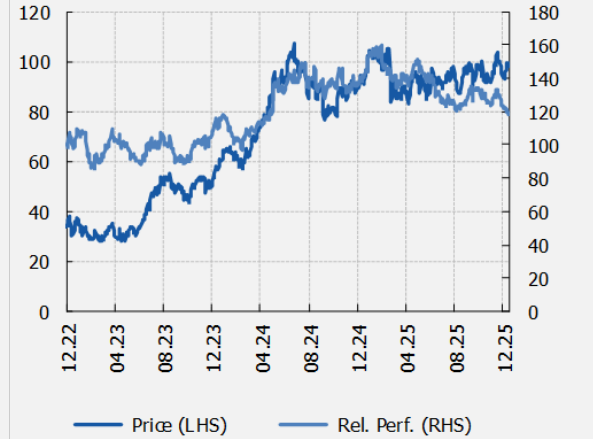
1 Aylık	103,46 / 93,10
1 Yıllık	105,18 / 83,21
Sene başından itibaren	99,65 / 93,10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	3%	-10%
3 Aylık	1%	-12%
1 Yıllık	8%	-14%
Sene başından itibaren	7%	-2%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Yasin SARIHAN

yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 82 33

Türk Telekom Büyüme Görünümünde Normalleşme

Türk Telekom'u Araştırma kapsamımıza 92TL 12 aylık hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile yeniden alıyoruz. İmtiyaz sözleşmesinin yenilenmesiyle Türk Telekom daha güçlü bir yapısal büyüme fazına geçti. Spektrum kaynaklı finansal yükümlülükler nedeniyle yakın vadede nakit yaratımı kısıtlı kalacak fakat fiber penetrasyonundaki devam eden artışı, sabit genişbant büyümesini hızlandıracak ve ARPU'yu sürdürülebilir şekilde yukarı taşıyacak temel katalizörler olarak değerlendiriyoruz.

- Abone tabanı genişlemesi istikrarlı büyümeyi destekliyor.** 2025 yılında TTKOM, cazip tarifeler sayesinde mobil abone tabanını genişletmeye devam etti. Rekabetin 2026'nın ikinci yarısından itibaren ılımlaşmasıyla, büyüyen abone tabanının daha etkin şekilde monetizasyonu için artan bir fırsat alanı oluşacağını düşünüyoruz. Baz senaryomuzda 2026 yılı için reel mobil ARPU büyümesini %6 olarak tahmin ediyoruz. Sabit genişbant tarafında, yenilenen imtiyaz sözleşmesinin fiber yayılımını hızlandırması ve daha yüksek hızda, daha yüksek ARPU'ya sahip paketlere geçişi desteklemesi bekleniyor. Buna göre, sabit genişbantta reel ARPU büyümesini %5 hesabıyla öngörüyoruz. Bu varsayımlar altında, 2026 yılı için konsolide reel gelir büyümesini %5 ve FAVÖK marjını yaklaşık %42 olarak tahmin ediyoruz.
- Kaldıraç yönetilebilir seviyede.** 2025'te 5G spektrum ihalesinin tamamlanması ve imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi sonrasında Türk Telekom daha yüksek yatırım gereksinimi ve artan borç servisi yükümlülüklerine sahip bir döneme giriyor. Bununla birlikte, operasyonel kârlılıkta anlamlı bir bozulma beklemediğimiz için VAFÖK büyümesinin kaldıraçtaki artışı kısmen telafi etmesini bekliyoruz. Ayrıca, 5G yatırımlarının önden yüklemeli bir capex döngüsü yerine daha zamana yayılmış bir yapıda olması nedeniyle öngörülen kaldıraç artışını yönetilebilir olarak değerlendiriyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025E	Δ	2026E	Δ
Net satışlar	161.651	12%	231.280	9%	298.968	5%
VAFÖK	59.036	25%	97.035	25%	125.567	5%
Net Kar	8.456	-64%	26.477	139%	27.576	-16%
F/K (x)	17,5		7,1		6,8	
FD/VAFÖK (x)	3,4		2,4		2,3	
FD/Satış (x)	1,2		1,0		1,0	
Hisse Başına Kar (TL)	2,4		7,6		7,9	
Temettü Verimi (*)	0,0%		0,0%		0,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	10,2%		6,0%		-34,9%	

(*) Bakiyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmış

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Türk Telekom

Değerli Hissettirir

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL92

Potansiyel Getiri

58%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TTKOM.TI / TTKOM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL58,40
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	204.400 / 4.747
Hisse Sayısı (mn)	3.500
Saklama Oranı	13%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	620,90 / 14,42

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

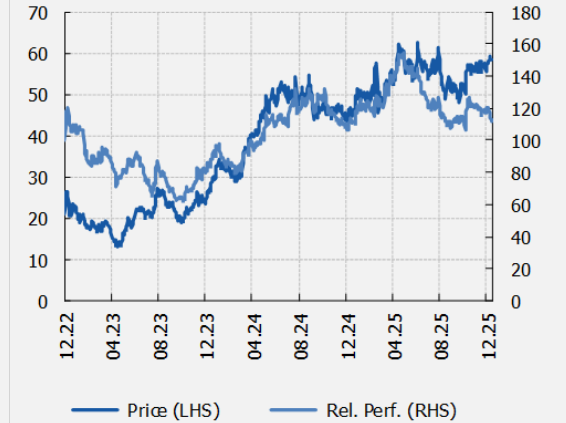
1 Aylık	59,20 / 55,70
1 Yıllık	62,40 / 44,72
Sene başından itibaren	59,20 / 57,50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	-7%
3 Aylık	12%	-2%
1 Yıllık	24%	-2%
Sene başından itibaren	2%	-7%



13 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Yasin SARIHAN

yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr

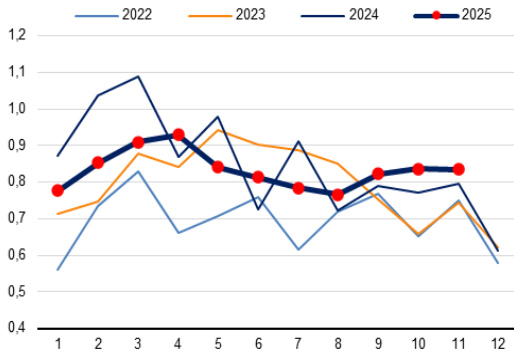
+90 212 319 82 33

Rekabet Baskısı Toparlanmayı Sınırlıyor

Beyaz eşya sektörü, zayıf yurtiçi talep ve daha yumuşak ihracat dinamiklerinin hacimleri baskılamaya devam etmesi nedeniyle 2025'te de baskı altında kaldı. Yüksek faiz oranları ve sıkı tüketici finansmanı koşulları hane halkı harcamalarını sınırlarken, 2025'in son aylarında taksit koşullarında kısmi gevşeme, daralmayı sınırlı ölçüde yavaşlatabildi. 11A25'te yurtiçi satışlar yıllık %4 daraldı.

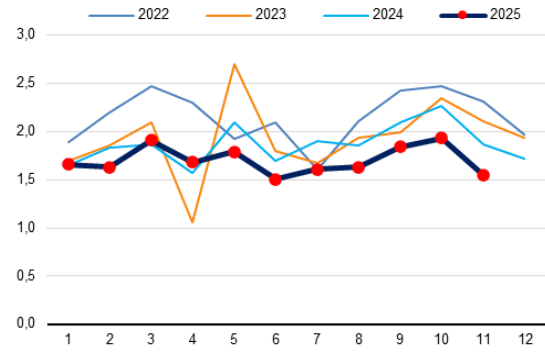
İhracat tarafında ise Çinli üreticilerden kaynaklanan artan rekabet, sektör açısından en belirgin temel olumsuz unsur olarak öne çıktı. ABD tarifelerinin devreye girmesinin ardından, Çinli üreticiler başta Avrupa olmak üzere alternatif pazarlara yöneldi; bu durum, mevcut tedarikçiler açısından artan fiyat baskısına ve pazar payı kayıplarına yol açtı. Sonuç olarak, Avrupa nihai talebinde istikrara yönelik ilk sinyallere rağmen, ihracat baskı altında kaldı. 11A25'te ihracat satışları yıllık %9 daraldı.

Şekil 1: Aylık Bazda İç Satışlar (milyon adet)



Kaynak: TURKBESD, YKY Araştırma

Şekil 2: Aylık Bazda İhracat (milyon adet)

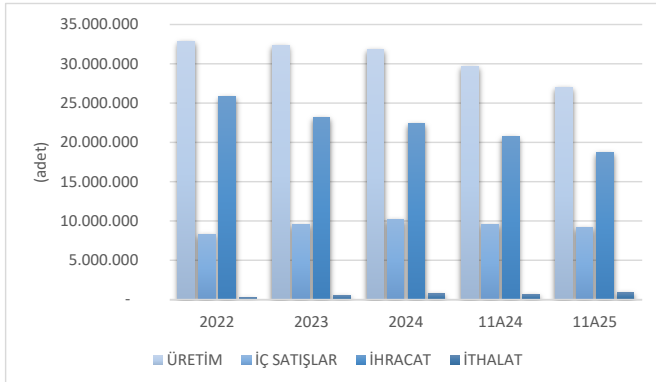


Kaynak: TURKBESD, YKY Araştırma

İhracat koşullarının 2026'da da zorlu kalmasını bekliyoruz. Çin kaynaklı rekabetin fiyatlama gücü ve marjlar üzerindeki baskıyı sürdürmesi muhtemel görünüyor. Buna karşılık, AB'nin ticaret savunma önlemleri veya kota uygulamalarının yakından takip edilmesi gereken bir risk unsuru olduğunu düşünüyoruz. Özetle, uluslararası pazarlarda yüksek rekabetin kısa vadede devam ederek, toparlanmayı yavaşlatmasını bekliyoruz ve ihracat satışlarında sınırlı büyüme öngörüyoruz.

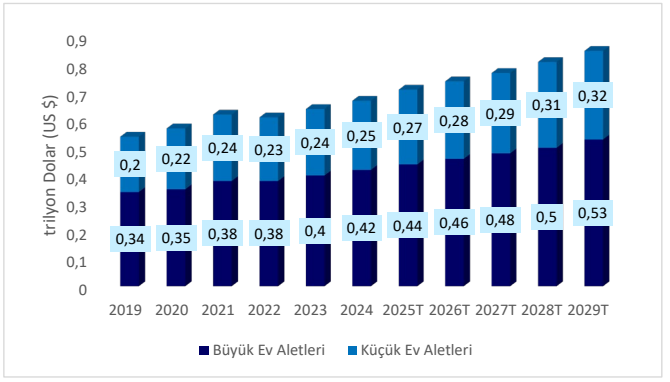
Yurt içi talepte ise faiz indirimlerinin desteğiyle ılımlı iyileşme bekliyoruz. Bununla birlikte, toparlanmanın keskin ya da geniş tabanlı bir sıçrama yerine, zaman içine yayılan, sınırlı bir nitelik taşımasını bekliyoruz.

Şekil 3: Beyaz Eşya Sektör İstatistikleri



Kaynak: TURKBESD, YKY Araştırma

Şekil 4: Ev Aletleri Küresel Beklentiler



Kaynak: STATISTA, YKY Araştırma

ARÇELİK

Borçlulukta düşüş başladı

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Arçelik için AL tavsiyesi ve 160 TL hisse hedef fiyat ile tahminlerimizi güncelliyoruz (önceki: TUT). 2025, ihracat pazarlarında artan rekabet ve yüksek baz etkisi nedeniyle zayıflayan yurtiçi talep ile zorlu bir yıl oldu. Buna ek olarak, Whirlpool konsolidasyonu sonrası sinerji realizasyon çalışmalarının başarıyla tamamlanmasına rağmen, yüksek net borç ve artan finansman giderleri net kâr üzerinde baskı yarattı. Bu çerçevede hisse, son bir yılda XU100 endeksinin %39 gerisinde performans gösterdi. 2026'da bilanço onarımının sürmesini; Avrupa'da pazar payı kayıplarının 2025'e kıyasla daha sınırlı kalmasını bekliyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 5,4x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Mevcut seviyelerde cazip bir risk-getiri profili görüyoruz.

- Net borç zirve yaptı, borç azaltımı başladı.** Artan kârlılık, varlık satışları ve işletme sermayesi ihtiyacındaki gevşemenin desteğiyle kaldıraç oranında kademeli bir gerileme bekliyoruz. Yönetimin 2025 yıl sonu için 3,8x düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK hedefi, bizim FAVÖK tahminlerimize göre yaklaşık 140 milyar TL net borca işaret ediyor. Net borç tahminimiz şirket rehberiyle uyumludur. 2026'da Net Borç/FAVÖK rasyosunun 3.4'e gerilemesini bekliyoruz.
- İhracatta toparlanma olası, riskler iki yönlü.** 2026'da ihracat pazarlarında talebin faiz indirimlerinin desteğiyle iyileşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, şirketin ana ihracat pazarı olan -toplam gelirlerin %55'ini oluşturan- Avrupa'da Çinli oyuncuların artan rekabeti, 2026'da da yakından izleyeceğimiz temel risklerden biri olmaya devam ediyor. Öte yandan, artan korumacı söylem ve beyaz eşya ticaretine yönelik olası sıkılaştırıcı önlemler sektör genelinde bir risk unsuru olsa da, Arçelik'in Avrupa'daki geniş üretim ayak izi (toplam üretimin yaklaşık %35'i) stratejik esneklik sağlıyor. 2026'da Whirlpool'a ilişkin sinerji çalışmaları ve destekleyici EURUSD sayesinde %45 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	428.548	15%	530.030	-6%	659.838	-5%	804.249	-7%
VA/FÖK	22.297	-24%	32.383	11%	48.642	15%	63.430	0%
Net Kar	1.689	-91%	-10.711	n.m.	5.120	a.d.	8.809	31%
F/K (x)	>50		n.m.		16,2		9,4	
FD/VA/FÖK (x)	8,7		7,4		5,4		4,5	
FD/Satış (x)	0,5		0,4		0,4		0,4	
Hisse Başına Kar (TL)	2,5		-15,9		7,6		13,0	
Temettü Verimi (*)	1,7%		0,0%		0,0%		0,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-0,3%		1,4%		19,2%		34,6%	

(*) Bakıyeller ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanımıdır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL160,00

Potansiyel Getiri

46%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ARCLK.TI / ARCLK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL109,70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	74.127 / 1.721
Hisse Sayısı (mn)	676
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	365,31 / 8,64

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

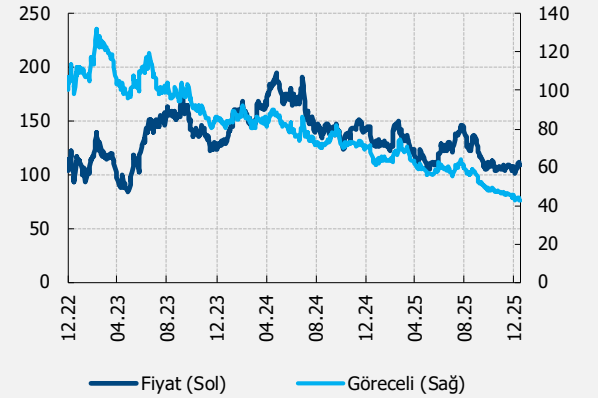
1 Aylık	111,50 / 101,00
1 Yıllık	150,20 / 101,00
Sene başından itibaren	111,50 / 101,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	-7%
3 Aylık	-3%	-16%
1 Yıllık	-20%	-37%
Sene başından itibaren	9%	0%



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Esra Uzun Özbaskın

esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 70

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.