

2025 2. Yarı GÖRÜNÜM RAPORU

'NE UMDUK, NE BULDUK'

Tacirler Yatırım

Araştırma ve İçerik Yönetimi

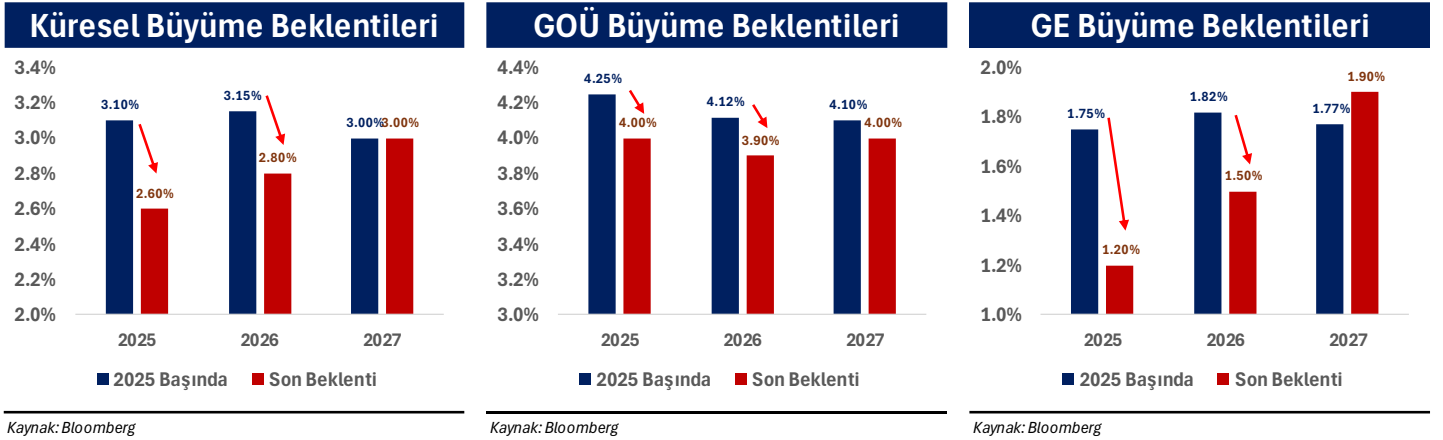
arastirma@tacirler.com.tr

TACİRLER
YATIRIM

Ne umduk, ne bulduk

2025 yılına, yurt içinde faizlerde gevşeme, büyümede ivme kazanımı ve finansallarda iyileşme umutlarıyla başladık. Geline nokta TCMB politika faizi beklenenin yaklaşık 1000 baz puan üzerinde, büyümede ivme kaybına dair riskler arttı ve finansallar baskı altında kaldıkları bir ilk yarı geçirdiler. **Dışarıda ise**, Donald Trump'ın "dünyadaki tüm savaşları bitirme" vaadi ile ABD başkanlık seçimlerini kazanmasından sadece birkaç ay sonra modern dünyanın en büyük korkularından biri olan İran – İsrail gerilimini geride bırakarak başlıyoruz. ABD'nin gümrük tehditleri ise, Çin ile varılan anlaşma, ülkeler bazında süre uzatımları ve istisnalar ile geçici bir rahatlamaya ulaşılsa da belirsizlik ve endişeler devam ediyor.

ABD'de Başkan Trump'ın gümrük duvarlarını yükseltmesine yönelik kaygılar şimdilik yatışmış ya da bir dengeye kavuşmuş gözükse de küresel çapta tam bir rahatlama için zamana ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz. 2025 yılına başlarken küresel ekonomiler için ideal oranlara yakın beklenen büyüme beklentileri, ticaret savaşlarının gölgesinde aşağı revizyonlara maruz kalmayı sürdürüyor. Bu revizyonların ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere dair büyüme beklentilerinin aşağı çekilmesinden kaynaklanırken, gelişmekte olan ülkelere dair büyüme beklentilerinin daha az etkilendiğini görüyoruz.



Avrupa'da, yıla başlarken bölgede artan siyasi belirsizler ve seçim atmosferi Almanya başta olmak üzere yer netlik kazandı, ancak Fransa ve Hollanda gibi öne çıkan bazı bölge ülkelerinde halen çözülmesi gereken sorunlar var. Genel çerçeveden bakıldığında, Avrupa'da genişleme ve reform destekçileri ile artan ulusalcılık ve popülist söylemlerin etkisindeki korku siyaseti ana akımı etkilemeye devam ediyor. Avrupa Merkez Bankası (ECB), bu ortam içerisinde düşen enflasyona paralel büyümeyi destekleme amaçlı faiz indirimlerine devam etti, fakat ECB'nin de artık frene basacağını tahmin ediyoruz. Ek olarak, farklı bölge ülkelerinin savunma harcamalarını artırma planları doğrudan ve dolaylı olarak bölge ekonomileri için bir beklenti yaratıyor, ancak henüz bu konuda somut adımlar görülüş değil.

Asya'da ise, ABD'nin gümrük tarifeleri üzerinden yürüttüğü baskı şimdilik geride bırakılıyor, ancak bu konuda karşılıklı güven henüz tam olarak tesis edilmiş değil. Çin'in dirençli görünümü ve devam eden teşvikler bölgede dengeleyici bir rol üstleniyor. Bölge piyasaları da yılın ikinci yarısına daha moralli bir başlangıç yapıyorlar. Asya'da petrol fiyatlarının seyri giderek daha kritik bir hale gelebilir. Bu açıdan, iki hafta içinde patlak verip tırmanan ve sonrasında sakinleşen İran – İsrail geriliminin geride bırakılması olumlu, ancak buradan kaynaklanan derin korkular henüz çok taze ve ateşkes tam ikna olma süreci biraz zaman alabilir.

Ne umduk, ne bulduk

Türkiye’de döviz piyasaları, faizler ve Borsa İstanbul beklentilerimiz

Döviz Piyasaları: TCMB’nin 19 Mart’ı takip eden dört haftada yüksek rezerv kullanımına karşın, sıkı parasal koşulların ve yüksek reel pozitif faiz ortamının devam etmesi nedeniyle TL’nin genel olarak istikrarlı bir seyir izlediğini görüyoruz. Bununla beraber, TL’nin son bir yılda 0,50 USD + 0,50 EUR’dan oluşan sepet kura karşı %8’e yakın reel değer kazancına karşın, Mart’tan bu yana reel değerlenme olmadığını, 2025 başından bu yana bakıldığında ise %3’e yakın TL’de reel değer kaybı olduğunu belirtelim. Bununla beraber, döviz talebinin hız kesmesi, rezervlerde yeniden toparlanma ve yüksek reel faiz ortamının devam ediyor olması nedeniyle TL’de reel değerlenmenin devam edeceğini düşünüyoruz. Cari durumda 43 TL civarında olan sepet kur için sene sonu tahminimiz 47,5 TL seviyesinde ve yılın ikinci yarısında TL’de %9’a yakın değer kaybına işaret ediyor. **Sene sonu enflasyon beklentimiz olan %31 TÜFE oranı ise yılın ikinci yarısında yaklaşık %12 enflasyon beklentisine ve TL’de 2Y25’te %2’ye yakın reel değer kazancına işaret etmektedir.**

Faizler: 2025 yılına, TCMB Para Politikası Kurulu’nun (PPK) %50 düzeyinde olan politika faizini 26 Aralık 2024, 23 Ocak 2025 ve 6 Mart 2025 toplantılarında 250’şer baz puan indirimi ve politika faizini kademeli olarak %42,5’e düşürmesi ile başladık. **Beklentiler 17 Nisan’da 250 baz puan daha indirim ve sonrasında 100 – 200 baz puanlık indirimlerle sene sonuna kadar politika faizinde indirim sürecinin devam etmesi yönündeydi.** Ancak, 19 Mart’tan sonraki süreçte TCMB’nin politika faizini artırması ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti’ni %42,5’ten %46-49 bandına yükseltmesi öngörülen faiz patikasını ve buna bağlı piyasa faizleri, değerlendirme parametreleri, bankaların kaynak maliyetleri, finansman olanakları vb. bir çok parametreyi olumsuz yönde etkiledi. **Yılın devamında, bütün bu oranlarda kademeli bir normalleşme beklesek de, 2025’e başlarken öngördüğümüz oranların üzerindeki seviyelerde yılı tamamlayacağımızı düşünüyoruz. 2025 yıl sonu için 19 Mart öncesi geçerli olan beklentilerimize ise optimum durum senaryolarında 2026’nın ilk yarısında erişebileceğimizi düşünüyoruz.**

Borsa İstanbul: Yıla 14 bine yakın sene sonu endeks hedefleri ile başladığımız ve Mart ortasında 11 bin’e kadar tırmanan BIST 100 endeksinde, 19 Mart sonrası süreçte 9 bin’li seviyelere geri çekilirken 12 aylık endeks hedeflerinde de 13.500 civarına geri çekilme gördük. Özellikle faizlerdeki değişimlerin şirketleri i) maliyetler ve ii) değerlemeler olmak üzere iki koldan birden baskı altına aldığını belirtelim. Ek olarak, artan belirsizlik büyüme ve hacim beklentilerini zayıflatırken ciro ve karlılıklara ilişkin beklentileri de olumsuz etkiledi. **Bunlarla beraber, yukarıda bahsettiğimiz faizlerde kademeli normalleşme beklentilerimizin BIST’i destekleyeceğini ve yılın ikinci yarısında BIST’i daha cazip bir konuma yükselteceğini düşünüyoruz. Ekonomi dışı (iç ve dış siyasi) gelişmelere hassasiyet sürecektir, ancak bu konular ölçülebilir riskler olmadığı için gelişmelerin izlenmesi, temkinli iyimserliğin korunması gerektiği görüşündeyiz. BIST 100 endeksi için güncel 12 aylık hedef endeks değerimiz 13.600 ile %36 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.**



2025’e “Bilmece bir yıl daha” diyerek başlamıştık.
Yılın geri kalanında çözüme dair ipuçları görmeyi umuyoruz.

**“Umut karın doyurmaz” dedi kadın,
“Karın doyurmaz, ama insanı ayakta tutar” diye yanıtladı albay.**

Gabriel Garcia Marquez

Küresel Görünüm

Küresel Görünüm

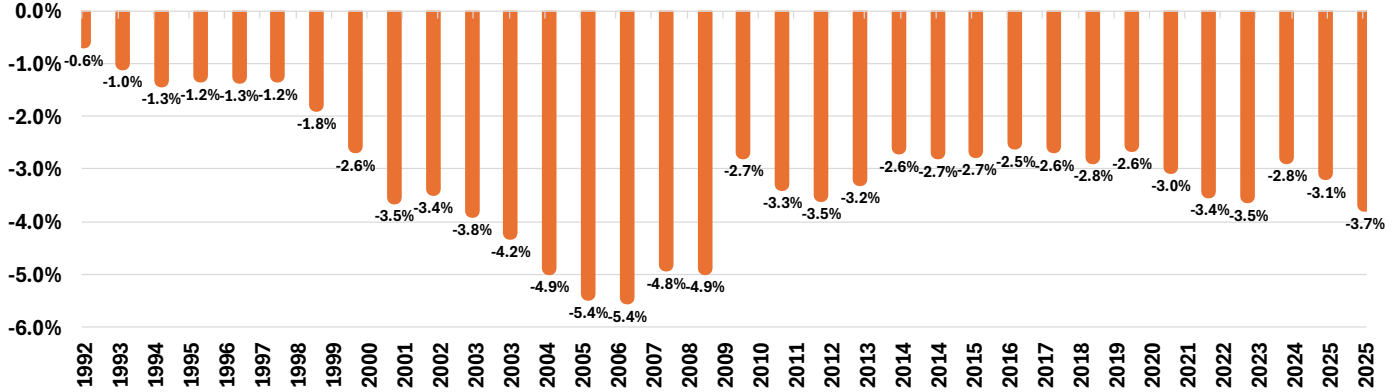
ABD: Trump'tan uzlaşma mesajlarına ne kadar güvenebiliriz?

ABD Başkanı Donald Trump, 2 Nisan'da Ekonomik Özgürlük Günü ilan ederek tüm ülkelere yönelik gümrük tarifelerini açıkladı ve Ticaret Savaşları'nın meşalesini yaktı. Devam eden birkaç günlük periyotta küresel borsalarda %10 – 20 arası sert düşüşler yaşansa da, Nisan ortalarından itibaren gelen istisnalar, süre uzatımları, karşılıklı müzakereler bütün olan bitenin aslında pazarlığın yüksekte başlatılmasından ibaret olduğunu gösteriyor. Bununla beraber, ABD'nin dış açığının milli gelire olan oranındaki keskin artış, Trump'ın ısrarlı tavrının devam etmesine neden olacaktır. Bu nedenle, Ticaret Savaşları'nda kalıcı bir rahatlama ve Nisan öncesine geri dönüş beklemiyoruz.



Aşağıdaki grafikte ABD'nin 1992'den bu yana dış ticaret açıklarının milli gelire olan oranını görebilirsiniz. ABD'de nitelsiz kitlelere verilen eşik altı konut kredileri ve bunlara dayalı olarak menkul kıymetleştirilen mortgage tabanlı tahvillerin hızla değer kaybetmesi ile 2008'de patlak veren kriz dönemi öncesindeki tırmanış son dönemde benzer şekilde tekrar yaşanıyor. O dönemde bütçe üzerinde artan yükler sorunlu kredilerin yönetilmesini zorlaştırmış ve sonucunda "küresel kredi krizi" şeklinde tanımladığımız 2008 krizi küresel çapta hissedilmiş ve bugün para politikası yaklaşımlarına etkileri hala devam eden bir süreci başlatmıştı.

ABD, Dış Ticaret Açığı / GSYH oranı (%)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

ABD borsalarına dair beklentilere baktığımızda, gümrük tarifeleri konusunda yüksek oranların gündeme getirildiği dönemde, ABD ekonomisinde hem enflasyonist hem de resesyonist risklerin artacağını düşünen piyasalar panik satışları beraberinde S&P 500 endeks hedeflerini de aşağı çektiler. Ancak, **son dönemde Trump yönetiminden gelen uzlaşma mesajları, Çin başta olmak üzere ülke bazlı anlaşmalar ve vergi indirim planlarının devreye sokulması nedeniyle S&P 500 endeks hedeflerinin yeniden yukarı çekildiğini, güncel 12 aylık hedeflerin 6650 üzerine ve dolar bazında %6 yükseliş potansiyeline işaret ettiğini görüyoruz. Bu revizyonlar, ticaret savaşlarına dair kaygıların kısmen hafiflediğine ve piyasaların Trump'ın uzlaşmacı tavrına güvendiğine işaret ediyor.**

Paralel olarak, ABD'de aktivite verilerinin zayıflığı ve Trump Yönetimi'nin Fed'e yönelik "faiz indirim" baskılarıyla beraber, Fed'den Eylül veya Ekim ayında ilk faiz indirim adımının gelmesi bekleniyor. Bununla birlikte, Fed'in takip ettiği temel enflasyon göstergesi olan "çekirdek kişisel tüketim harcamaları" halen hedeflenen %2 oranından yukarıda ve sene sonuna kadar da burada artışın devamı bekleniyor. Bu nedenle, Fed'in faiz indirimleri konusunda çekimser kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu durum nedeniyle, **dolarla son dönemde küresel çapta etkili olan zayıflığın devam edeceğini ve doların küresel çapta majör para birimlerine karşı ara ara değerlenme sergilese de EUR/USD paritesinde yükselişin, DXY Dolar Endeksi'nde gevşemenin devamını bekliyoruz.**

Küresel Görünüm

Peki, Trump haklı mı?

ABD Başkanı Trump'ın, varılan anlaşmalara karşın Çin üzerine daha fazla yüklendiği gözle görülür bir gerçek. Bu durumun temelinde ise, sağdaki grafikte de görülebileceği gibi, ABD'nin en yüksek dış ticaret açığını Çin'e karşı veriyor olması varıyor.

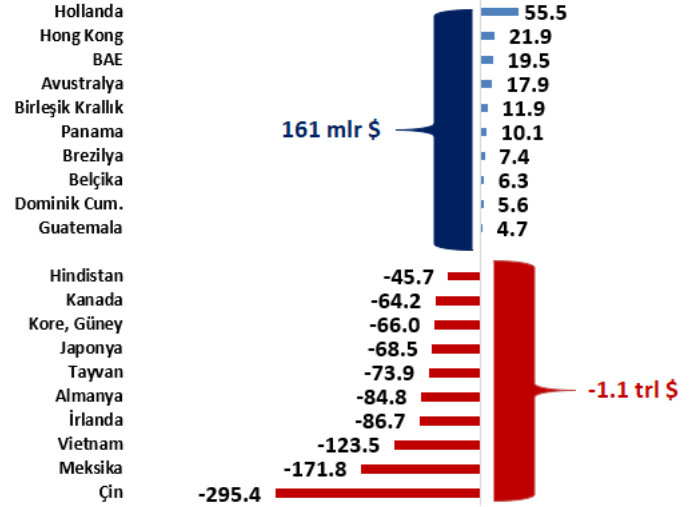
2024 yıl sonu verilerine göre, ABD ekonomisi 1,2 trilyon dolar net dış ticaret açığı verirken bu rakam 2024 yıl sonu GSYH'nın %3,1'ine karşılık geliyor. 2025 yılında bu oranın %3,7'ye yükselmesi ve önlem alınmadığı takdirde %5'lere kadar tırmanması bekleniyor.

Burada, Trump tarafından dikkate alınan tek risk ABD'nin Çin ve diğer ülkelere verdiği dış açık değil sadece. Çin'in tek başına küresel net dış ticaret fazlasının %86'sını alıyor olması da Trump'ın ABD'nin küresel ticaretteki söz sahibi olma planlarını zora sokuyor. Trump, doğrudan Çin'e ve dolaylı olarak da tedarik zincirlerinde Çin menşeli ara ürünlerin dolaşımını da sınırlamak istiyor. Aslında, bu politikalar önceki başkan Jeo Biden döneminde de gündeme getirilmiş, fakat Trump dönemindeki kadar yüksek perdeden seslendirilmemişti.

Aşağıdaki grafikte, 1975'te, 2000'de ve son olarak 2024'te Çin'in küresel net dış ticaret fazlasından aldığı paylar görülebilir. Burada da görüleceği gibi, 50 yıl önce Çin'in küresel ticaret hacminde ağırlığı yüksek olsa da net dış ticaret fazlasındaki payı yok denecek kadar düşük. Fakat, Çin'in sonraki yıllarda sergilediği güçlü büyüme ve net ihracatçı konumundaki hızlı artış 2000 yılında %8 pay aldığı küresel net dış ticaret fazlasının 2024'te %86 gibi devasa bir boyuta ulaşmasına neden oldu. Trump, dünyanın en büyük ekonomisinin yöneten isim olarak, dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin'in bu hızlı yükselişini ve küresel çapta en büyük ekonomi olma konusundaki ilerleyişini de yavaşlatmak istiyor.

ABD, ülkeler bazında dış ticaret dengeleri

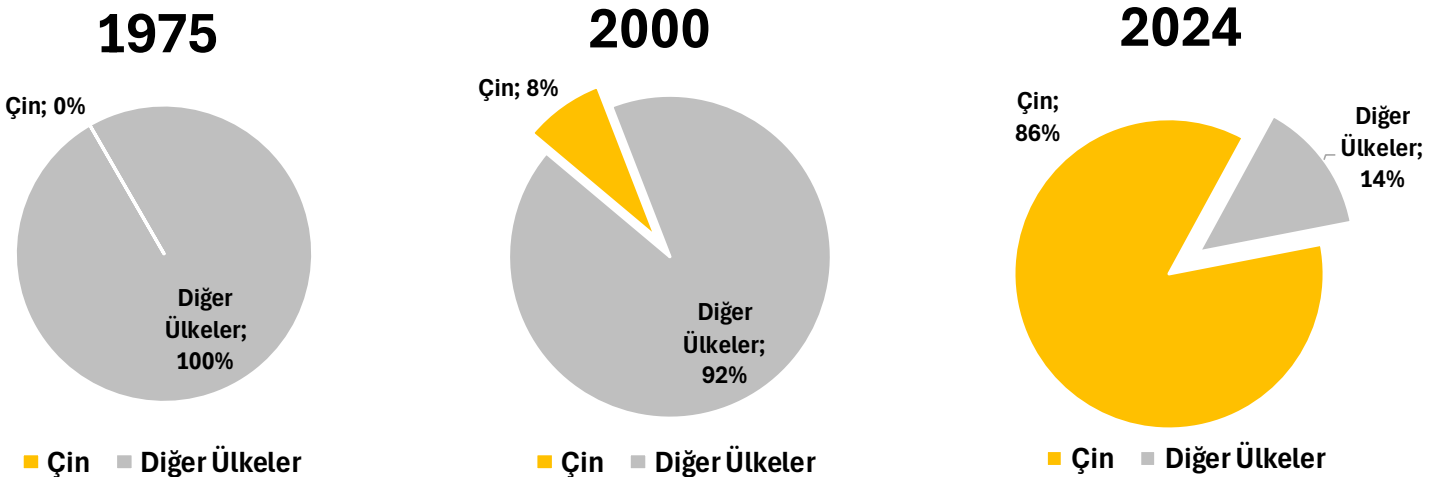
(DT Fazlası / Açığı verilen ilk 10 ülke, 2024, mlr\$)



ABD net dış ticaret açığı = 1.2 trilyon dolar

Kaynak: ABD Ticaret Bakanlığı

Çin'in Küresel Net Dış Ticaret Fazlasındaki Payı (1975, 2000 ve 2024)



Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü - WTO

Küresel Görünüm

Avrupa'da bir düğüm çözülürken diğeri bağlanıyor

Almanya'da yıla başlarken takip edilen siyasi tıkanmışlık, Başbakan Merz liderliğinde hükümetin güvenoyu alması ile çözüldü. Ancak, Almanya tarihinde ilk kez olacak şekilde oylamanın ikinci tura kalması, Almanya'da koalisyon ortakları arasında ileride çatırdamalar olabileceğine, dolayısıyla da bölgenin lider ülkesinden güçlü bir önderlik görülmeyebileceğine işaret ediyor. **Fransa'da**, 2024 sonunda Barnier Hükümeti'nin devrilmesi sonrası siyasi tıkanıklık devam ediyor. Cumhurbaşkanı Macron, Ulusal Meclis'i feshetmeyi ve sonbaharda ülkeyi seçime götürmeyi planlıyor. **Hollanda'da ise**, kurulduğundan bu yana daha bir yılı bile dolmayan Schoof Hükümeti, koalisyon ortaklarından Özgürlük Partisi'nin göçmen politikalarını eleştirmesi ve yeterince sert bulmayarak koalisyondan ayrılması sonrasında istifa etti. Ülkede Ekim ayında erken seçime gidilmesi bekleniyor.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), bu ortam içerisinde düşen enflasyona paralel büyümeyi destekleme amaçlı faiz indirimlerine devam etti, ancak Haziran ayındaki son faiz indiriminin ardından gelecek yılın ilk çeyreğine kadar izlemede kalması bekleniyor. Ek olarak, farklı bölge ülkelerinin savunma harcamalarını artırma planları doğrudan ve dolaylı olarak bölge ekonomileri için bir beklenti yaratıyor, ancak henüz bu konuda somut adımlar görülmüş değil. Bunlarla beraber, ABD'li büyük fonların Avrupa'da yatırımlarını artırma planları da son dönemde dikkat çekiyor.

Özetle: Avrupa siyaseti, aşırı sağın yükselişi, hükümet krizleri ve ekonomik güvensizlik nedeniyle çalkantılı bir dönemde. Siyasi belirsizlikler, AB'nin iç uyumunu zorlarken, Ukrayna ve Filistin meseleleri de dış politikaların şekillenmesinde etkili oluyor. Genişleme ve reform destekçileri ile, artan ulusalcılık ve popülist söylemlerin etkisindeki korku siyaseti ana akımı etkilerken bu ortam içinde ekonomi politikalarının eşgüdüm ve kararlılık içinde ne kadar sürdürülebileceğine dair soru işaretleri devam ediyor.

Asya'da büyüme görece güçlü, ancak riskler artıyor

Asya ekonomilerinde güçlü büyüme senaryoları ve potansiyel risklerle dolu karmaşık bir tablo izliyoruz. Bölge geneline dair büyüme tahminleri, küresel ortalamanın iki katına yakın kalmayı sürdürse de tarihsel ortalamaların altında bekleniyor. ABD ile varılan anlaşmalara karşın, gümrük tarifelerindeki artışlar, ticaret yollarının güvenliği ve enerji maliyetlerine dair kaygılar hem ihracat gelirleri hem de tedarik zincirleri açısından riskleri canlı tutuyor.

Çin'de, ABD ile devam eden gümrük pazarlıkları bir çizgiye kavuşsa da, ülke içinde konut sektöründeki zayıflama da iç talebi baskılayan ve çeşitli alanlarda büyük boyutlu teşvik ve destek paketleri ile ayakta tutulması gereken önemli bir makro konu başlığı. Bu konuda atılan adımlar arasında, finansal sistemi rahatlatma amaçlı faizlerde ve zorunlu karşılıklarda gevşemeler, tüketimi desteklemek adına konutlara yönelik ref finansman paketleri, proje bazlı özel kredi mekanizmaları gibi tedbirler öne çıkıyor.

Japonya, bölgede yıllarca ABD'nin desteğini yanında hisseden bir ekonomi olmasına karşın, Trump döneminde ABD – Japonya ilişkilerinde de çatırdamalar yaşanıyor. Uzun süre deflasyon riskleri ile boğuşan Japonya'da, son dönemde enflasyonda yaşanan artış ile 80'li yıllardan bu yana en yüksek TÜFE oranlarına gelindi. Bu sefer de, Shunto adı verilen ücret görüşmelerindeki yüksek artışlara karşın reel ücretlerde daralma riski ülke ekonomisini tehdit etmeye başladı. Japonya ekonomisinin yıllık %1 büyüme oranını iki yıldan önce yakalaması beklenmiyor.

Diğer Asya ekonomilerine baktığımızda, **Hindistan'da** ihracat kanalıyla istihdam ve üretim artışı ile büyüme dinamiklerinde iyileşme gözlemleniyor; **Pakistan'ta** durgun büyüme sürse de IMF desteği ve enflasyonun kontrol altına alınma süreci devam ediyor; **Vietnam** yüksek büyüme oranlarıyla öne çıkıyor, yabancı yatırımcı ilgisi artmakta; **Malezya** istikrarlı seyrini koruyor, elektronik ihracatı güçlü ancak global talepteki yavaşlamadan etkilenebilir; **Singapur** ise teknik resesyonda ve zayıf büyüme görünümünde şimdilik bir değişiklik yok.

Makro Görünüm

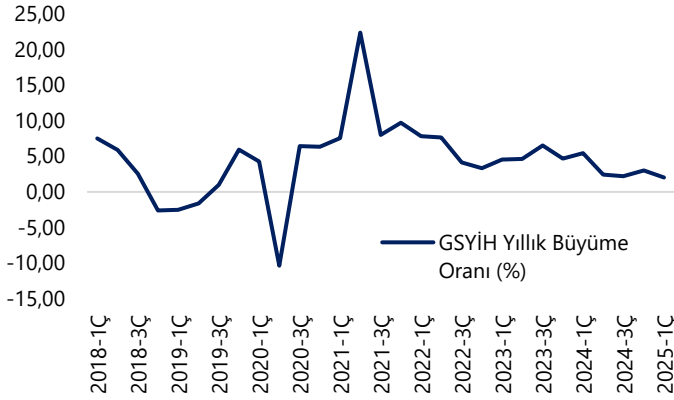
Makro Görünüm

Büyüme

2025 büyüme tahminimiz %3,1, 2026 büyüme tahminimiz ise %3,9 düzeyinde. İlk çeyrekte, kredi trend büyümelerindeki ivmenin korunması ve 19 Mart öncesi dönemdeki faiz indirimlerinin etkisi ile birlikte yıllık büyümeye %1,6 ile en güçlü katkıyı yapan hanehalkı tüketiminin büyümeye olan desteğinin ikinci çeyrekte sınırlı da olsa azalacağını tahmin ediyoruz. Sanayi aktivitesindeki soğumanın ise derinleşmesini bekliyoruz. 19 Mart sonrasında içeride sıkılaştan finansal koşulları takiben ekonomik aktiviteye yönelik aşağı yönlü riskler artmış olsa da, yüksek frekanslı verilerden henüz iç talep dinamiklerine yönelik hızlı bir soğuma emaresi almıyoruz. Öte yandan, kamu harcamalarının büyüme görünümü açısından destekleyici kalmaya devam ettiğini takip ediyoruz. Bu çerçevede büyüme tahminimizi şu aşamada, artmakta olan aşağı yönlü riskleri de takip ederek, %3,1 seviyesinde koruyoruz.

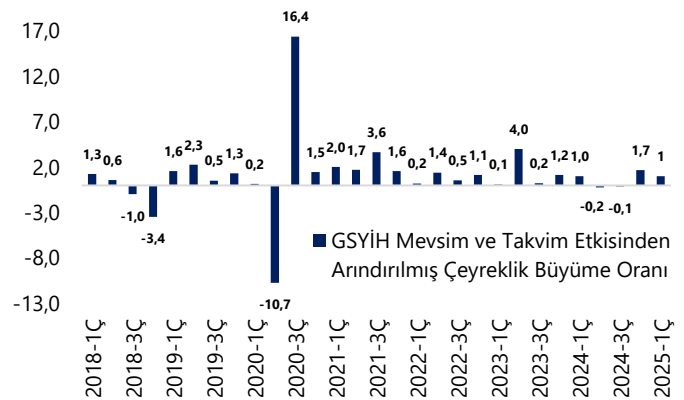
19 Mart'tan itibaren yurt içindeki siyasi gelişmelerin öncü göstergeler üzerindeki olumsuz etkileri haziran ayında derinleşti. Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) nisan ve mayıs aylarındaki düşüşünü haziranda daha belirgin sürdürerek yılın en düşük seviyesine geriledi. İstanbul Sanayi Odası (İSO) Türkiye İmalat PMI endeksi ise mayısta 47,3'ten 47,2'ye inerek Ekim 2024'ten bu yana en düşük seviyeyi gördü. Yeni siparişlerdeki ivme kaybı ile sanayi üretimi ve satın alma faaliyetleri zayıflarken, hanehalkı tüketiminde bir miktar durulma yaşanmasına rağmen buradaki genel ivme korunuyor. Ekonomideki arz - talep dengesizliği sürerken, tartışılan yegane ekonomi politikasının para politikası olmasının ve mali konsolidasyonun eksik oluşunun, enflasyon ile büyüme arasındaki dengede risk yaratmaya devam ettiği görüşündeyiz.

GSYİH Yıllık Büyüme Oranı (%)



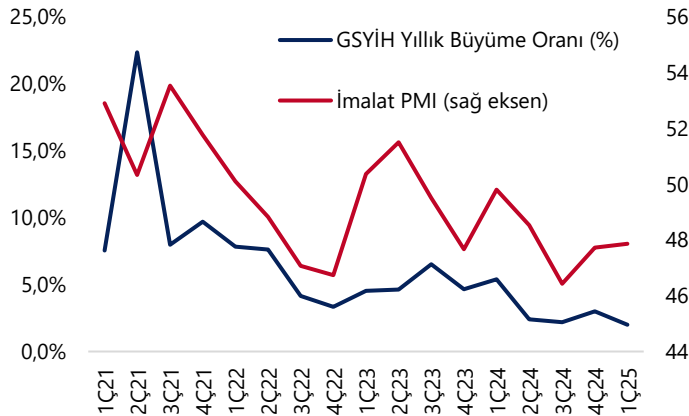
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

GSYİH Çeyreklik Büyüme Oranı (arındırılmış, %)



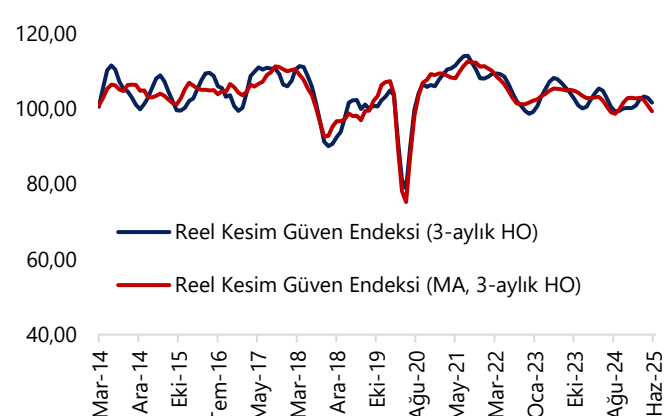
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

İSO İmalat PMI & GSYİH Büyüme (çeyrek bazda)



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası, TÜİK, Tacirler Yatırım

Reel Kesim Güven Endeksi (3-aylık HO)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

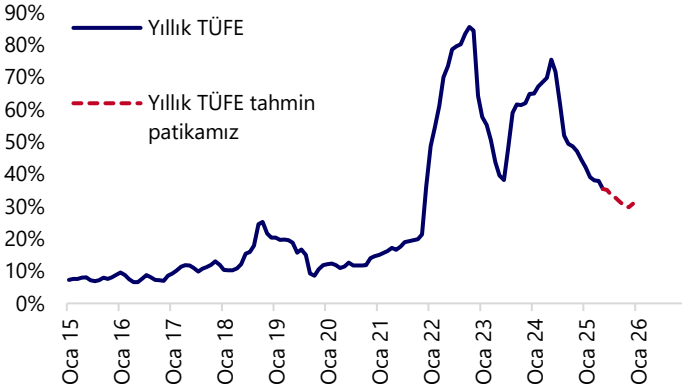
Enflasyon

Yıl sonu enflasyon tahminimiz %31 seviyesinde. Enflasyonun 2026 sonunda ise %19,1'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2025 yıl sonuna ilişkin %31'lik enflasyon tahminimizde: (i) USDTRY'nin yıl sonunda 45 seviyesinde oluşacağı, (ii) ekonomik aktivitede yılın ikinci çeyreği itibarıyla yavaşlama görüleceği ve yıl sonunda büyümenin %3,1 düzeyine oluşacağı ve (iii) Brent petrolün yılın ikinci yarısında ortalama 66\$ civarında hareket edeceği beklentileri ile çalışıyoruz.

Haziran ayında aylık enflasyon, %1,38 düzeyindeki kurum beklentimize oldukça yakın bir gerçekleşmeyle %1,37 oldu. Yıllık enflasyon ise haziranda %35'e geriledi. Temmuz ayında ise, aylık enflasyonun %2 civarına yükselerek belirgin bir hızlanma göstermesini bekliyoruz. BOTAŞ'ın konutlara yönelik doğalgaz satış fiyatında yaptığı %24,6 oranındaki artışın, temmuz manşet enflasyonuna yaklaşık 0,45 puan doğrudan katkı yapmasını öngörüyoruz. Ancak bu artışa rağmen, baz etkisi sayesinde yıllık TÜFE'nin temmuz ayında düşüşünü sürdürerek %34'ün altına gerilemesini bekliyoruz.

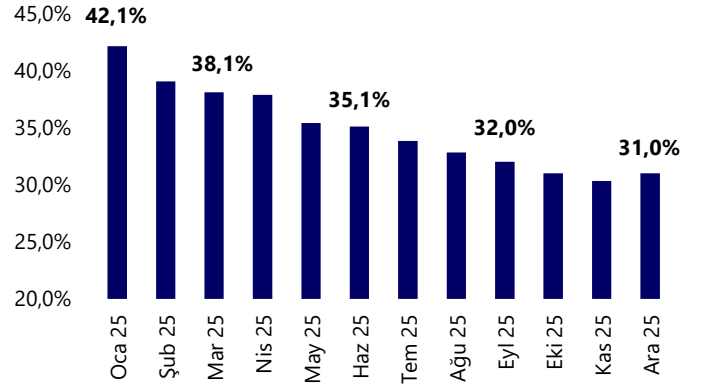
Enflasyon cephesinde olumlu sinyaller artsa da, kırılganlıkların tamamen ortadan kalktığını söylemek için erken. İsrail-İran ateşkesi sonrasında Brent petrolün 70\$ altında dengelenmesi sonrasında enflasyon tahminimizde yukarı revizyon ihtiyacı oluşmadı. Öte yandan, özellikle kuraklık riski çerçevesinde, gıda fiyatlarındaki görece ılımlı artışlara karşı temkinli bir duruş sergiliyor ve önümüzdeki birkaç gıda enflasyonunu takip etmek istiyoruz. Bu çerçevede, riskleri aşağı yönlü görmekle birlikte, yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentimizi %31 seviyesinde koruyoruz.

Yıllık TÜFE Tahmin Patikamız (%)



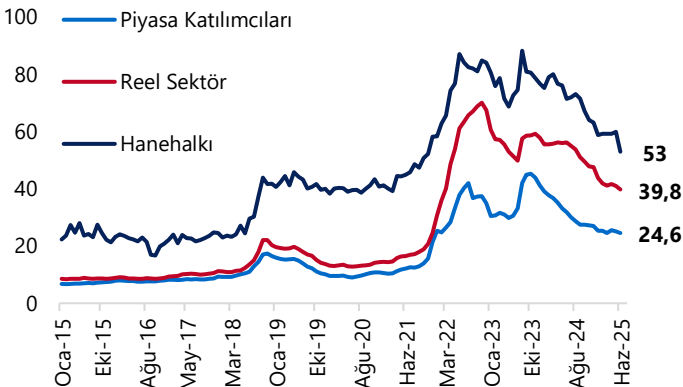
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Yıllık TÜFE Tahmin Patikamız (%)



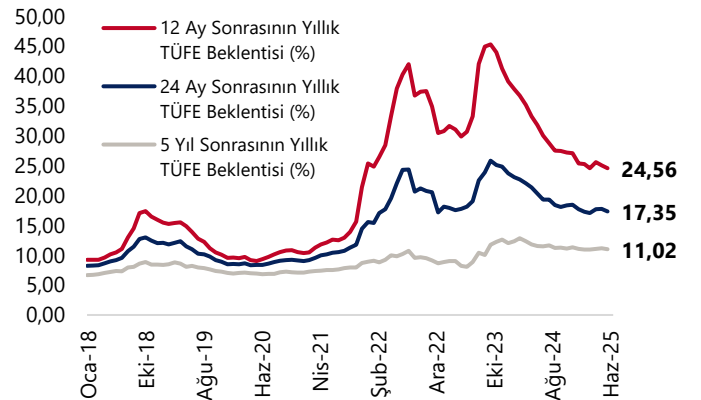
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Sektörel Enflasyon Beklentileri (gelecek 12 ay, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK, Tacirler Yatırım

Piyasa Katılımcıları Anketi Enflasyon Beklentileri (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

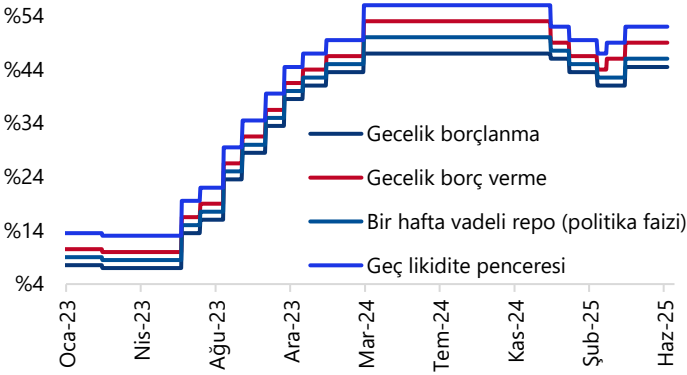
Makro Görünüm

Para Politikası

Para Politikası Kurulu'nun temmuz ayında 250 baz puanla faiz indirimine başlamasını ve politika faizinin yıl sonunda %36 düzeyinde oluşmasını bekliyoruz. Rezervlerde devam eden kademeli toparlanma ve yurt içi yerleşiklerin DTH'larında dokuz haftadır süren gerileme, temmuzda faiz indirimi için alan açıyor. Aylık enflasyonun ana eğiliminde devam eden yavaşlamanın da TCMB'nin elini güçlendireceğini düşünüyoruz. Haziran karar metninde ek sıkılaşma vurgusunun kaldırılması, ilk faiz değişikliğinin artırımdan ziyade indirim yönünde olabileceği sinyali taşıyarak temmuzda bir indirim olasılığını artırıyor.

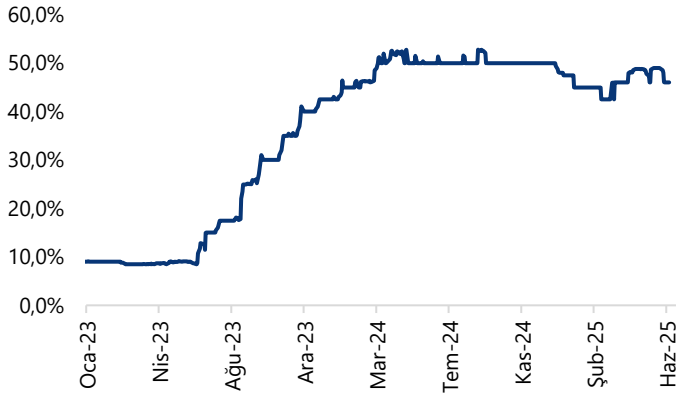
Her ne kadar karar metninde iletişimsel zemin nötrleştirilerek şahin tutum düşürülse de, koridorun üst bandının sabit tutulması TCMB'nin temkinli tutumunu koruduğunu gösteriyor. Bu çerçevede, piyasada son dönemde öne çıkan güçlü faiz indirim beklentilerine ihtiyatlı yaklaşıyoruz. Haftalık repolardan verilen meblağın artırılması ile birlikte AOFM haziranın ilk haftası itibarıyla %49'dan %46'ya inerken, piyasa faizlerinin de politika faizine yapışmış olduğu görülüyor. Haziran ayında gerçekleşen efektif 300 baz puanlık indirim sonrasında, 19 Mart öncesi koşullara henüz tam anlamıyla dönüşmemiş olması ile birlikte faiz indirimlerinde temkinli bir tutum bekliyoruz. Ayrıca, Kurul'un dolarizasyon riskini gözetmeye devam ettiğini ve üst bandı sabit tutarak belirsizliklerle mücadelede alanını korumak istediğini düşünüyoruz. Bu nedenle, baz senaryomuz temmuz itibarıyla her toplantıda 250 baz puanlık indirimle yıl sonunda politika faizinin %36'ya çekilmesi yönünde. Politika faizinin 2026 sonunda ise %24 seviyesine gerileyeceği görüşündeyiz.

TCMB Faiz Oranları (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

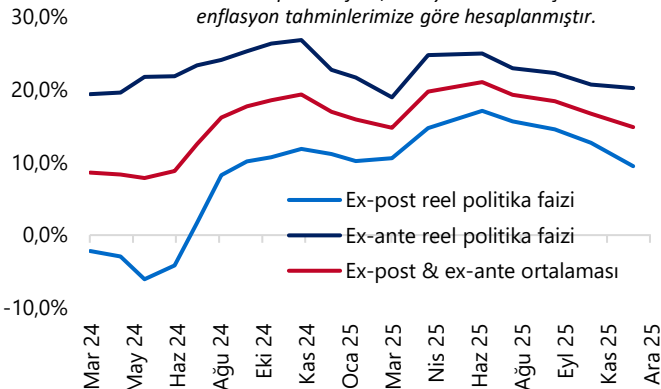
Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (%)



Kaynak: TCMB, BIST, Hazine, Tacirler Yatırım

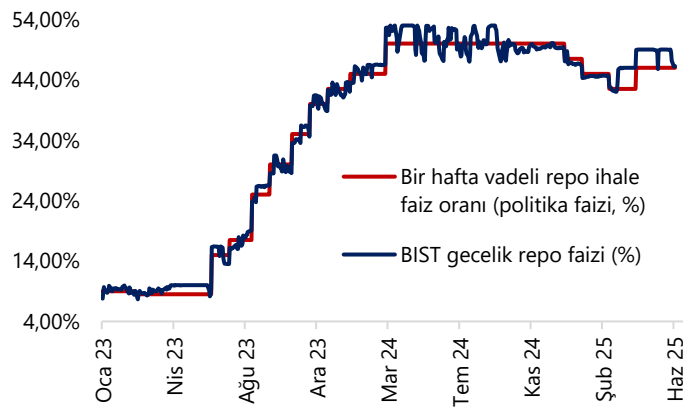
Reel Politika Faizi Tahmin Patikamız (%)

*Ex-ante politika faizi, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon tahminlerimize göre hesaplanmıştır.



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Politika Faizi & BIST Gecelik Repo Faizi (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

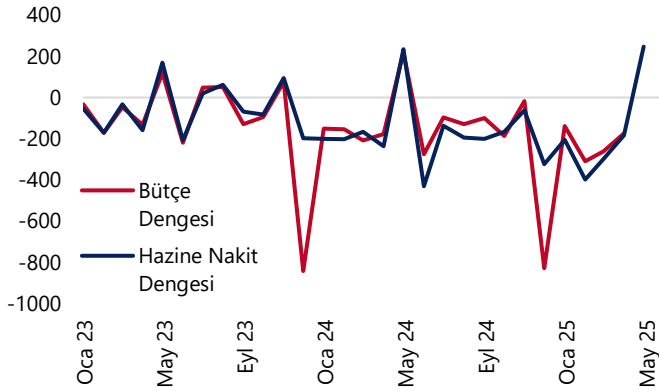
Makro Görünüm

Maliye Politikası

Bütçe açığının yıl sonunda 1,9 trilyon TL (GSYİH'nin %3'ü) düzeyinde oluşmasını beklemekte birlikte, riskleri yukarı görüyoruz. En son alınan veriler çerçevesinde merkezi yönetim bütçesi, mayıs ayında 235,2 milyar TL fazla verirken, faiz dışı denge ise 346,4 milyar TL fazla kaydetti. Mayıs ayında kaydedilen bütçe fazlasının, 2023 yılından itibaren kaldırılan 4. Geçici Vergi'nin mayıs ayı bütçe dinamiklerinde oluşturduğu "kurumlar vergisi artışı" kaynaklı olduğunu belirtmek isteriz. Bu mevsimsel etki ile birlikte mayıs ayında kurumlar vergisi geliri 470,9 milyar TL ile aylık bazda %1484 oranında önemli bir yükseliş gösterdi. Yılın son üç aylık dönemi için verilen 4. Geçici Vergi'nin kaldırılması ile birlikte, 2023 yılından itibaren mayıs bütçesine hem cari yılın ilk üç ayına ait geçici vergi, hem de bir önceki yılın son çeyreğine ilişkin beyan edilen kurumlar vergisi yansıyor. Bu durum, mayıs ayı gelirlerinde belirgin bir artışa neden oluyor. Dolayısı ile bu etkinin haziran ayından itibaren ortadan kalkmasını ve bütçenin yeniden açığa dönmesini bekliyoruz.

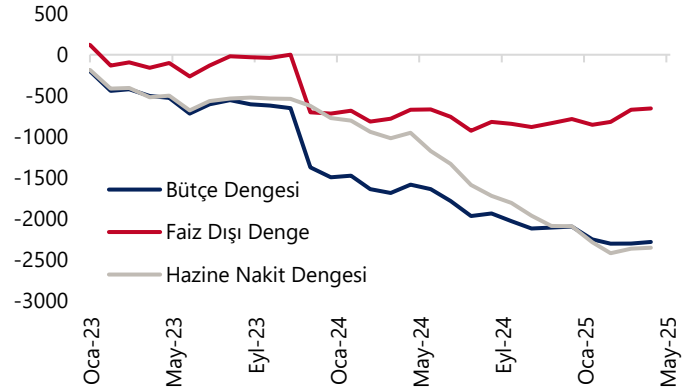
Kamu harcamalarının yüksek seyri ile birlikte mali duruş gevşek kalmaya devam ediyor. Yılın geri kalanında bütçe giderleri üzerinden mali konsolidasyonun sağlanmasının enflasyon ve büyüme arasındaki dengenin güçlenmesi açısından kritik olduğu görüşündeyiz. Mali duruşta gelecek dönemde belirgin bir sıkılaşma görülmemesi durumunda, büyüme dinamiklerindeki soğumanın beklendiği ölçüde gerçekleşmeyebileceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte 2025 yıl sonu bütçe açığı tahminimizi, riskleri yukarı yönlü görmekle birlikte 1,9 trilyon TL (GSYİH'nin %3'ü) seviyesinde koruyoruz. 2026 yıl sonu bütçe açığı tahminimiz ise 2,4 trilyon TL (GSYİH'nin %3'ü) düzeyinde.

Bütçe Dengesi ve Hazine Nakit Dengesi (milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

Bütçe Göstergeleri (12-aylık kümülatif, milyar TL)



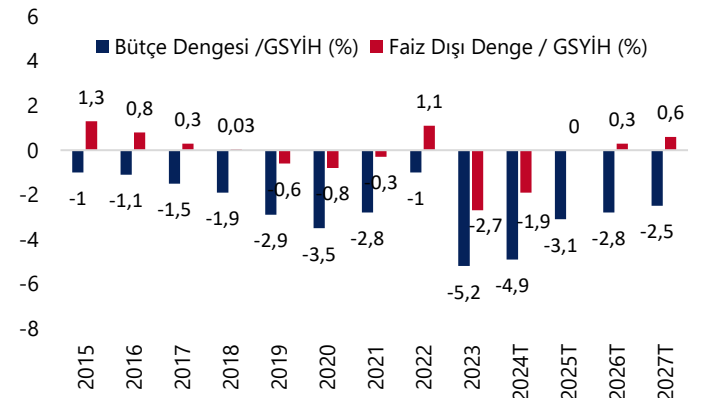
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

Bütçe Gerçekleşmeleri (milyar TL)

(milyon TL)	Ocak - Mayıs 25	2025Bütçe Projeksiyonu	Gerçekleşme Oranı
Gelirler	4.689,2	12.800	%36,6
Vergi Gelirleri	4.006,5	11.138,7	%36
Vergi Dışı Gelirler	682,6	1.661,6	%41,1
Harcamalar	5.339,5	14.731	%36,2
Faiz Harcamaları	835,8	1.950	%42,9
Faiz Dışı Harcamalar	4.503,7	12.781	%35,2
Faiz Dışı Denge	185,5	19,3	%960,4
Bütçe Dengesi	-650,3	-1.930,7	%33,7

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

OVP Bütçe Tahminleri



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

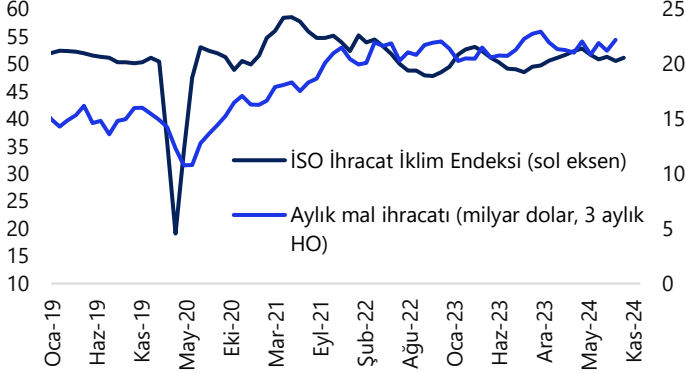
Cari İşlemler Dengesi

2025 yıl sonu cari açık tahminimiz 22 milyar dolar (GSYİH'nın %1,5'i) seviyesinde. Cari açığın 2026 yıl sonunda ise 30 milyar dolara yükseleceğini tahmin ediyoruz. Nisan ayında kaydedilen 7,86 milyar dolarlık yüksek cari açığın ardından cari işlemler dengesinin Mayıs ayında 1 milyar doların altına inmesini bekliyoruz.

Temmuz itibarıyla, hem yurt içinde hem de yurt dışında belirsizliklerin bir miktar azaldığı daha sakin bir atmosfere geçiş yaptık. Küresel enerji fiyatlarındaki oynaklığın azalması ve TL varlıklardaki volatilitenin kısmen sönümlenmesi, Mayıs ayı finansman görünümü açısından daha olumlu bir tablo ortaya koyuyor. Gümrük tarifelerine ilişkin belirsizliklerin azalması da bu görünümü destekleyen unsurlar arasında yer alıyor. Ancak, yılın geri kalanında gündemde kalmasını beklediğimiz jeopolitik riskler, görünüm üzerindeki belirsizliği korumaya devam ediyor.

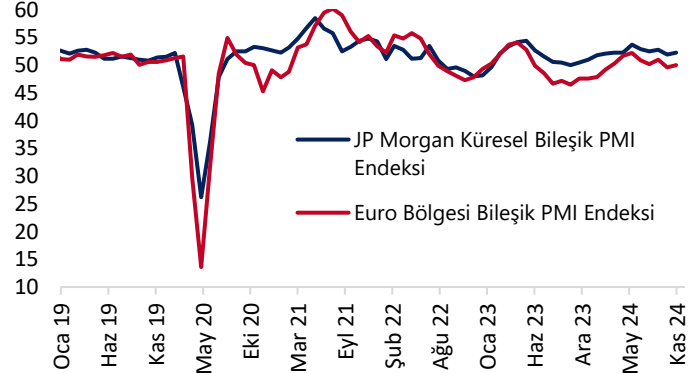
Yılın ikinci yarısında dış talep koşullarının yatay seyredeceği, jeopolitik risklerin gündemdeki yerini daha düşük dozda olacak şekilde koruyacağı ve enerji fiyatlarının ilk yarıya kıyasla daha düşük seviyelerde dengeleneceği varsayımı ile çalışıyoruz. Orta Doğu'da tansiyonun kısmen azalmış olsa da sürmesi ve bölgesel ticaretteki kırılganlıklar, dış talep görünümünü baskılamaya devam ediyor. Özellikle Almanya ve İtalya gibi ana pazarlarımızda büyümenin zayıf seyretmesi, dış gelirler tarafında aşağı yönlü riskleri artırıyor. Bu ortamda, küresel faizlerin beklentilerden yüksek giden seyri de ana ihracat pazarlarımızdaki talep görünümü açısından destekleyici olmakta uzak kalıyor. Dolayısı ile birçok göstergede kısmi bir normalleşme gözlenirse de, kırılganlıkların tamamen ortadan kalkmadığını ve temkinli duruşun korunması gerektiğini düşünüyoruz.

İSO İhracat İklim Endeksi & İhracat



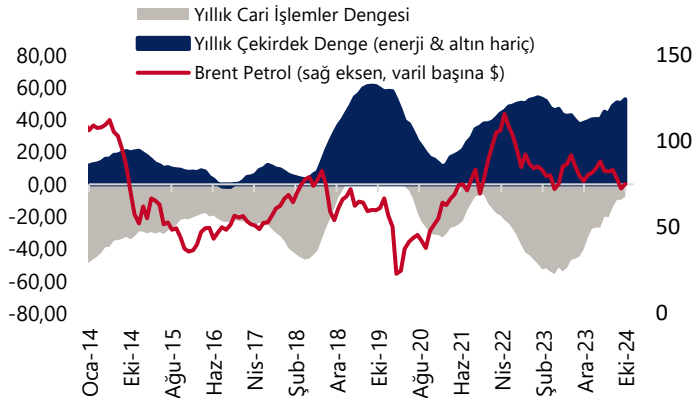
Kaynak: İstanbul Sanayi Odası (İSO), S&P Global, Tacirler Yatırım

Küresel PMI Endeksleri



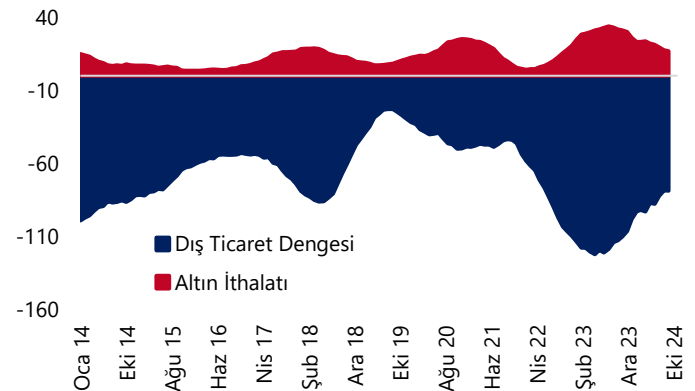
Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Cari İşlemler Dengesi (yıllık, milyar US\$)



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Tacirler Yatırım

Dış Ticaret Dengesi & Altın İthalatı (yıllık, milyar US\$)



Kaynak: TCMB, TÜİK, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

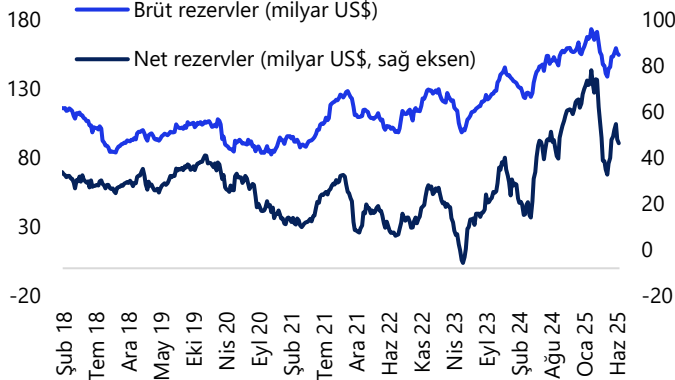
Dış Finansman Görünümü ve Rezervler

19 Mart öncesinde 65 milyar doların üzerinde bulunan swap hariç net rezerv, içerideki siyasi türbülansın ardından mayıs başında 15 milyar doların altına kadar gerilemişti. Mayıs ayından bu yana süregelen rezerv akümüasyonu ile birlikte bu tutarın 30 milyar dolara yaklaştığını takip etmekle birlikte, son iki haftadır rezervlerdeki yükselişin sektöre uğradığı dikkat çekiyor. 9 Mayıs haftasından bu yana aralıksız üst üste altı hafta boyunca yükseliş kaydeden rezervlerde, 13 – 20 Haziran haftasında net rezervde 6,7 milyar, brütten ise 3,6 milyar dolar düşüş yaşandı. 20 – 27 Haziran haftasında ise rezervlerdeki düşüş daha sınırlı boyutta da olsa devam etti. Bunu takiben, analitik bilanço üzerinden yaptığımız hesaplamalar çerçevesinde, temmuz ayının ilk haftasında rezervlerin yeniden artışa geçtiğini tahmin ediyoruz.

Yurt içi yerleşiklerin DTH'larında ise dokuz haftadır sınırlı ama kesintisiz bir çözülme süreci gözlemliyoruz. Bu eğilim, içerideki siyasi gerilim sonrasında yaşanan çıkışların etkisinin tersine dönmeye başladığını ve güven algısında bir toparlanma gerçekleştiğini gösteriyor. 19 Mart sonrasında 2025 yılına ilişkin genel senaryo setimizi bu gelişmeler doğrultusunda yeniden şekillendirdik. Toparlanma sürecindeyiz; ancak henüz mart öncesi konuma ulaşabilmiş değiliz.

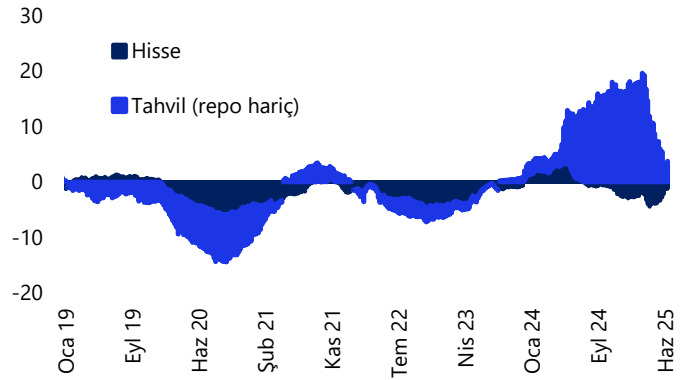
Yılın ikinci yarısında rezerv birikiminin kademeli şekilde sürmesini, yabancı portföy akımlarının ise temkinli seyrini korumasını bekliyoruz. TCMB'nin döviz alımlarına devam edeceğini öngörürken, makroihtiyati adımlarla birlikte sterilizasyon sürecini de etkin şekilde sürdüreceğini düşünüyoruz. Rezervlerdeki toparlanma dış finansman görünümünü desteklerken, yurt içindeki siyasi atmosfer ve yerleşiklerin dolarizasyon eğilimi, portföy girişlerinin sürdürülebilirliği ve likidite koşullarının TL üzerindeki etkileri açısından yakından izlediğimiz başlıca risk unsurlarını oluşturmaya devam ediyor.

TCMB Brüt & Net Rezervler (milyar \$)



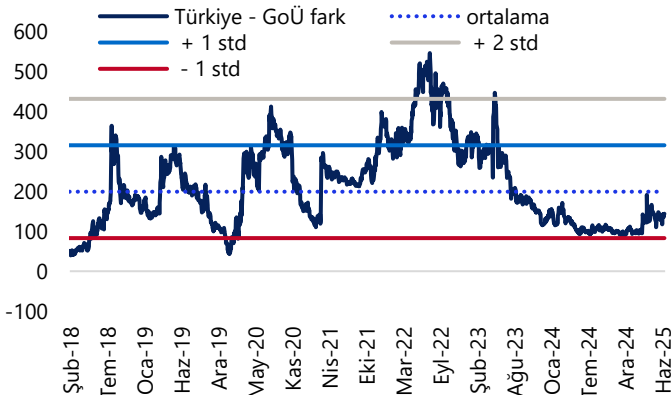
Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Yabancı Net Portföy Hareketleri (yıllık, milyar US\$)



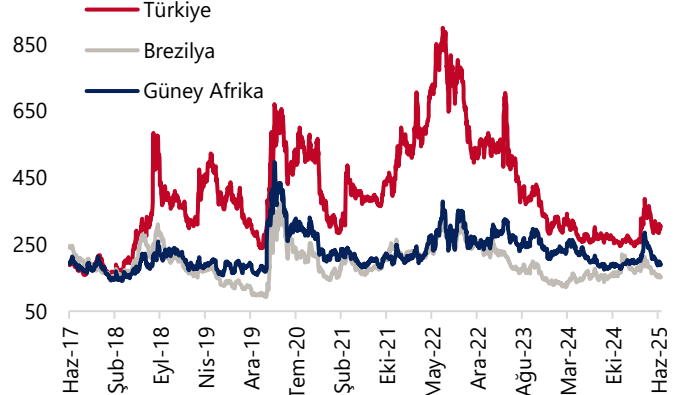
Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Türkiye - GoÜ CDS Farkları (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

5 Yıllık CDS Primleri Ülke Karşılaştırmaları (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Makro Tahminler

	2022	2023	2024	2025T	2026T
Ekonomik Aktivite					
Nominal GSYİH (trilyon TL)	15	26.5	43.8	60.9	79.1
Nominal GSYİH (trilyon \$)	0.9	1.12	1.33	1.47	1.61
GSYİH reel büyüme	5.5%	5.1%	3.2%	3.1%	3.9%
Dış Denge					
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-49.1	-45.2	-9.97	-22	-30
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH	-5.4%	-4.1%	-0.7%	-1.5%	-1.9%
Bütçe					
Bütçe Dengesi (trilyon TL)	-0.14	-1.38	-2.1	-1.9	-2.4
Bütçe Dengesi / GSYİH	-1.0%	-5.2%	-4.8%	-3.0%	-3.0%
Fiyatlar					
TÜFE (yıl sonu)	64.3%	64.8%	44.4%	31%	19.1%
TÜFE (ortalama)	72%	53.4%	60%	34.7%	25.0%
TCMB haftalık repo ihale faiz oranı (yıl sonu)	9%	42.5%	47.5%	36%	24%
USD/TRY (yıl sonu)	18.7	29.5	35.4	45	52
USD/TRY (ortalama)	16.6	23.8	32.9	41.3	49
EUR/TRY (yıl sonu)	20	32.7	36.7	50	57
EUR/TRY (ortalama)	17.4	25.8	35.6	46.4	54

Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, Tacirler Yatırım

Model Portföy ve Strateji

Model Portföy ve Strateji

Tacirler Yatırım Model Portföy

2023 Haziran ayında başlattığımız Tacirler Yatırım Model Portföyümüz, aradan geçen iki yılda **%168 nominal getiri** sağlarken, bu dönemde BIST 100 endeksi %86 yükseliş sergiledi. Buna göre, **Model Portföyün başlangıçtan bugüne endeks göreceli performansı %44 pozitif getiriye işaret etmektedir.** Son bir yılda ve sene başında bu yana ise endeksle paralel bir performans söz konusudur.

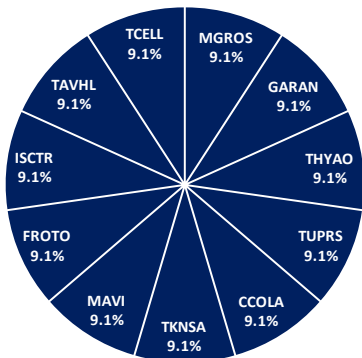
2025'in ikinci yarısına girerken gözden geçirdiğimiz ve yeniden dizayn ettiğimiz Model Portföyümüzden **Yapı Kredi Bankası'nı** çıkartırken yerine **Garanti Bankası'nı** ekliyoruz. Ek olarak, Model Portföy'ümüze eklediğimiz Şubat ayından bu yana endeks göreceli %65 getiri sağlayan **Aselsan'ı** da portföyden çıkartıyoruz. **Türk Hava Yolları, Coca Cola İçecek, Ford Otomotiv, Mavi Giyim, Migros, Teknosa, TAV Havalimanları, Turkcell ve Tüpraş** ise Model Portföyümüzde kalmaya devam ediyorlar. Model Portföyümüzde yer alan şirketleri ve performanslarını eşit ağırlıklı olarak takip ettiğimizi hatırlatalım.

Şirket Adı	Hisse Kodu	Son Fiyat (TL)	12A Hedef Fiyat (TL)	Güncel Getiri (%)	Getiri Potansiyeli (%)	Ekleme Tarihi
Migros	MGROS	₺478.00	₺715.00	172%	50%	6.Haz.23
Türk Hava Yolları	THYAO	₺280.50	₺439.00	73%	57%	6.Haz.23
Tüpraş	TUPRS	₺140.50	₺200.30	144%	43%	6.Haz.23
Coca Cola	COLA	₺49.66	₺73.00	39%	47%	27.Kas.23
Teknosa	TKNSA	₺22.26	₺39.00	-35%	75%	12.Ara.24
Mavi Giyim	MAVI	₺42.10	₺67.50	-12%	60%	27.Ağu.24
Ford Otosan	FROTO	₺92.85	₺135.00	6%	45%	28.Ağu.24
İşbank (C)	ISCTR	₺14.03	₺19.20	11%	37%	24.Ara.24
Tav Havalimanları	TAVHL	₺264.00	₺360.00	-6%	36%	24.Ara.24
Turkcell	TCCELL	₺94.00	₺143.00	6%	52%	24.Ara.24
Garanti	GARAN	₺137.30	₺180.40	0%	31%	9.Tem.25

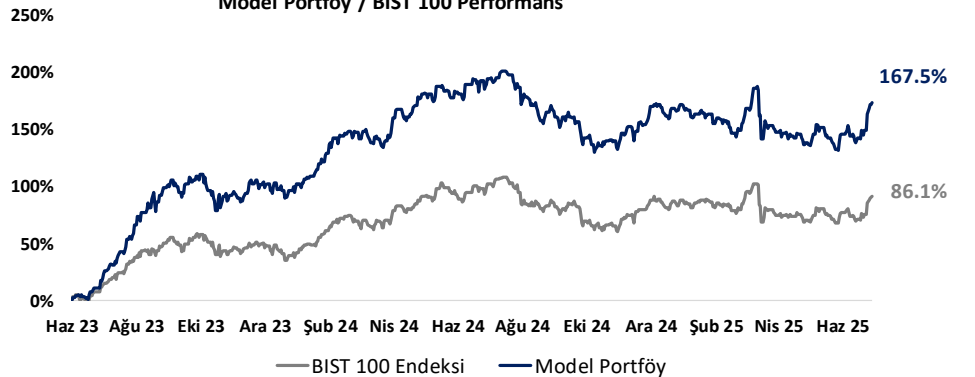
Kuruluşundan Bugüne MP Getirisi (%)	168%
Kuruluşundan Bugüne BIST 100 Endeks Getirisi (%)	86%
Kuruluşundan Bugüne MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	44%
Son 1 yıl MP Getirisi (%)	-9%
Son 1 yıl BIST 100 Endeks Getirisi (%)	-7%
Son 1 yıl MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	-1%
2025 Yılı MP Getirisi (%)	0%
2025 Yılı BIST 100 Endeks Getirisi (%)	2%
2025 Yılı MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	-1%

*MP: Tacirler Model Portföy

Model Portföy Ağırlık



Model Portföy / BIST 100 Performans



Model Portföy ve Strateji

12 Aylık BIST 100 endeks hedefimiz 13.600

Hali hazırda Araştırma kapsamımızda değerlendirme modelleri ile takip ettiğimiz 31 şirket bulunurken, kapsam dahiline alma planıyla izlediğimiz 20'ye yakın şirket daha bulunmaktadır. Değerleme kapsamında olan şirketler, BIST 100 endeksinin %56'sını, BIST 30 endeksinin ise %67'sini oluşturuyor.

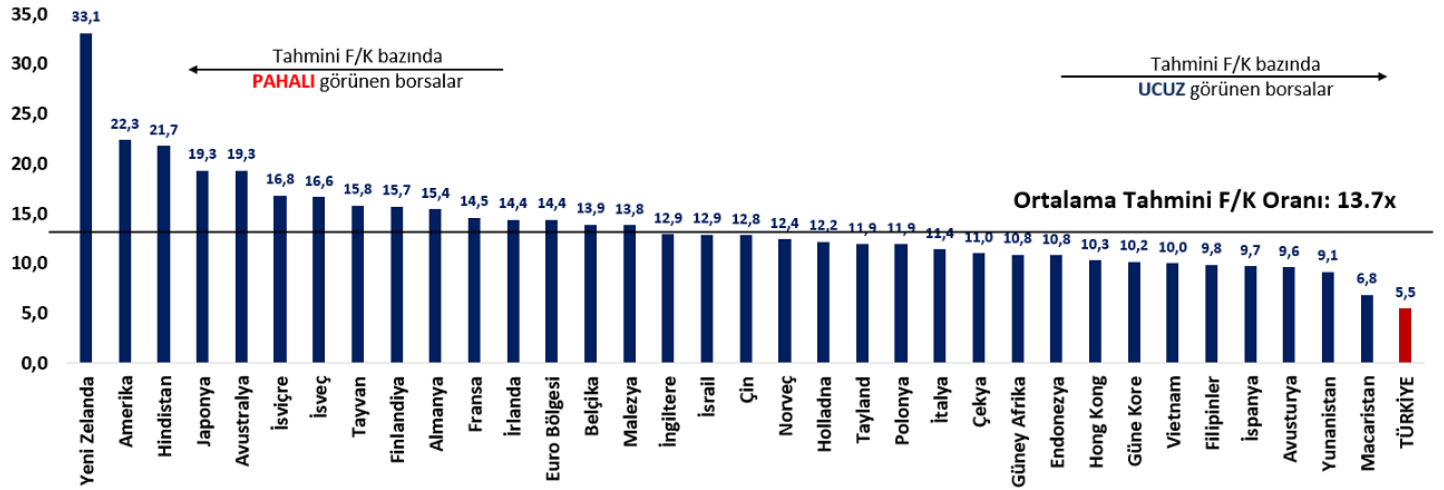
Değerleme kapsamımızdaki şirketlerin hedef değerleri ve endekse potansiyel etkileri üzerinden hesapladığımız BIST 100 endeks hedefimiz 12 aylık vadede 13.600 seviyesine ve endeks bazında %36 getiri potansiyeline işaret ediyor. Bu potansiyel, önümüzdeki bir yıllık dönem için öngördüğümüz %24 yıllık TÜFE oranının üzerinde, bu süre zarfında elde edilebilecek ortalama net mevduat getirilerine dair simülasyonlarımızdan bulduğumuz oranlara yakın seviyededir. Buna karşın, endeks üzeri getiri öngördüğümüz şirketlerde ortalama potansiyel getiri %46 civarında olup belirgin şekilde yukarıda kalmaktadır.

BIST ve çarpan karşılaştırmaları

Aşağıdaki grafikte, gelişmiş ve gelişmekte olan seçili ülkelerin tahmini fiyat / kazanç oranlarını görebilirsiniz. Borsa İstanbul 5,5x tahmini F/K çarpanı ile küresel çapta en düşük çarpanla işlem gören borsa konumunda. Enflasyon muhasebesi nedeniyle şirketlerin gelecek dönemde elde edebilecekleri karlara yönelik beklentileri ve bu tahmini karlar üzerinden hesaplanan çarpanları dikkatle ele almak gerekiyor.

Enflasyonda beklenen gevşeme ile enflasyon muhasebesi etkilerinin azalacak olması nedeniyle Türk şirketlerinin çarpanlarını global ölçekte kıyaslamak ilerleyen dönemde daha anlamlı ve verimli olacaktır. Bununla beraber, verileri bir düzeltmeye tabi tuttuğumuzda da aşağıdaki manzaranın çok değişmeyeceğini ve Türk şirketlerinin düşük çarpanları ve yüksek iskontoları ile dikkat çekmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Ülke Borsalarının 12 Aylık Tahmini Fiyat / Kazanç Oranları (x)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

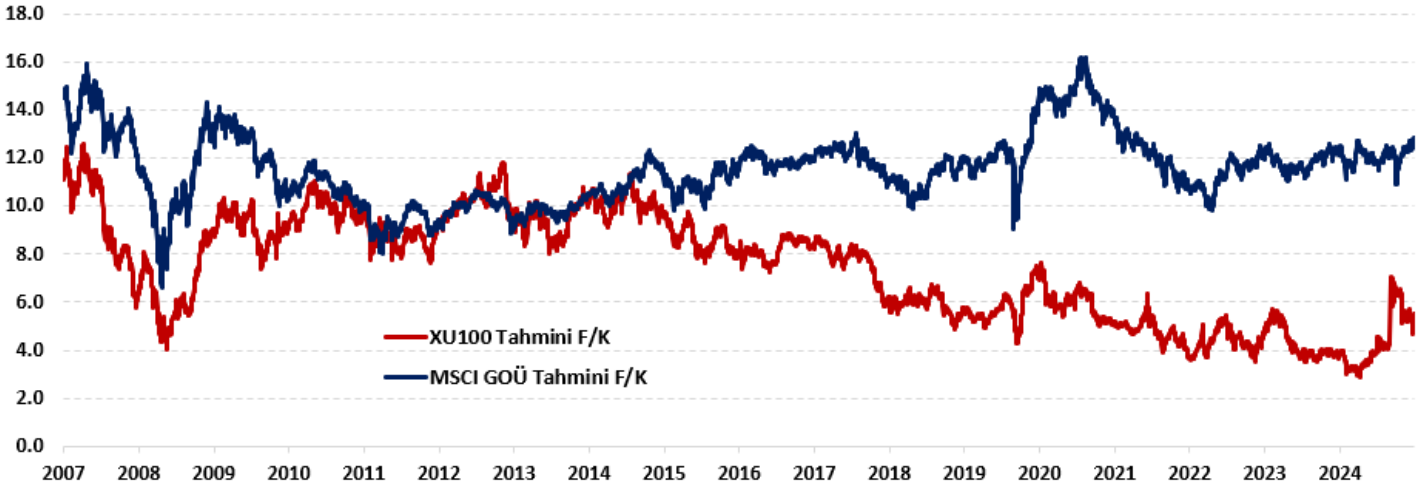
Model Portföy ve Strateji

BIST ve çarpan karşılaştırmaları

Aşağıdaki ilk grafikte BIST 100 endeksi ve MSCI GOÜ (gelişmekte olan ülkeler) endeksinin 2007'den bu yana hesaplanan tahmini F/K oranlarını görebilirsiniz. 2014'e kadar MSCI GOÜ ile hemen hemen aynı çarpanlarda işlem gören BIST 100 endeksinin sonrasındaki dönemde sürekli olarak negatif ayrıştığını grafikte görebilirsiniz. Mevcut durumda, BIST'in çarpan bazında iskonto oranı %57'ye ulaşmış durumda (ikinci grafik). Bu oran, incelenen periyot için en yüksek iskonto oranlarına yakın ve ortalama iskonto oranı olan %33'e göre belirgin şekilde yüksek.

Dezenflasyon sürecinin devamı ve PPK'dan faiz indirimleri ile büyümenin desteklenmesi, TL varlıkların direncini artırarak ülke varlıklarına ilişkin risk algısında ve iskonto oranlarında iyileşme getirebilir. Türk şirketlerinin normalleşen bir ekonomi ve risk görünümü altında daha yüksek çarpanlar ve daha düşük iskontolarla işlem görmesini, bu durumun da BIST 100 endeksinin desteklenmesini bekleriz. Bu konuda, ekonomi dışı iç ve dış siyasi gelişmelerin seyri de önemli ve belirleyici olacaktır. 2025 yılının ikinci yarısına, siyasi risk algısındaki artışın devam ettiği ve TL varlıkları baskıladığı bir gündem ile başlıyoruz. Piyasaların ekonomi odaklı bir fiyatlama zeminine geri dönmesi durumunda grafiklerde görülen negatif ayrışma ve yüksek iskontonun bir miktar normalize olmasını bekleriz.

XU100 Endeksi ve MSCI GOÜ Endeksi Tahmini F/K oranları



XU100 Endeksi / MSCI GOÜ Endeksi Tahmini F/K bazında iskonto oranımız (%)



Araştırma Kapsamındaki Sektör ve Şirketler

Bankalar

Bankalar, 2025 yılına TCMB Para Politikası Kurulu'nda faiz indirimleri ve buna bağlı olarak operasyonel marjlarında ve karlılıklarında iyileşme beklentileri ile olumlu bir başlangıç yaptılar. Ancak, 19 Mart sonrası süreçte PPK'nın Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti'ni %42,5'ten %49'a kadar yükseltmesi, kaynak maliyetlerinde artış beklentileri ile zayıf bir 2. çeyrek geçirmelerine neden oldu. Gelineen noktada, PPK'nın yeniden faiz indirimlerine yönelmesi ile bankalara dair hedef fiyatlarda tekrar yukarı yönlü revizyonların ivme kazandığını görüyoruz.

2025 yılının kalanında PPK'dan faiz indirimlerinin ve Türkiye'nin risk primindeki gerilemenin bankaları desteklemeye devam edeceğini, marjlarda toparlanmanın ise yılın son çeyreğinde daha belirgin olacağını düşünüyoruz. Bankaların özkaynak büyüme oranları ve değerlendirme çarpanları üzerinden yaptığımız tahminlere göre, XBANK Bankacılık Endeksi için 12 aylık 19.400 hedef endeks değeri hesaplıyoruz. Bu oran, mevcut endeks değerine göre yaklaşık %25 potansiyele işaret etmektedir. **ISCTR, GARAN ve TSKB'nin** gelecek 12 aylık dönemde XBANK Bankacılık Endeksi'nin üzerinde performans sergilemesini bekliyoruz.

Banka	*Son F.	Hedef F.	Potansiyel (%)	Öneri
AKBNK	67.70	80.20	18%	TUT
ISCTR	14.03	19.20	37%	AL
YKBK	32.34	38.80	20%	TUT
GARAN	137.30	180.40	31%	AL
VAKBN	27.30	33.10	21%	TUT
TSKB	12.89	20.30	57%	AL
HALKB	25.88	23.00	-11%	TUT
ALBRK	8.25	9.40	14%	TUT
SKBNK	6.76	7.00	4%	TUT

*Son Fiyat Tarihi: 08/07/2025

Aşağıdaki grafikte, dolar bazında XBANK Bankacılık Endeksi ile TR 5y CDS primleri arasındaki ilişki görülmektedir. 2004 – 2018 arası dönemde bankalar ile CDS primleri arasındaki ters korelasyon net şekilde görülmüyor. 2023 yılında başlayan para politikalarında normalleşme süreci ile beraber bu ilişkinin de tekrar normalleşme sürecine girdiğini, bu durumun gelecek dönemde de devam edeceğini düşünüyoruz. **Dezenflasyon süreci ve buna bağlı olarak PPK'dan faiz indirimlerinin devamı ile büyüme dinamiklerinde beklenen iyileşme, Türkiye'ye dair risk algısındaki iyileşmenin de devamını getirecektir. Bunlarla beraber, Türkiye 5 yıl vadeli CDS primlerinin yeniden 250 baz puan civarına gerilemesi için siyasi risk algısının da dengeli seyretmesi gerekiyor.** Bu durumda bankaların dış kaynak maliyetlerinde iyileşme beklentisi sektör hisselerini destekleyen ayrı bir unsur olarak karşımıza çıkacaktır. Bu koşulların gerçekleşmesi halinde XBANK Bankacılık Endeksi'nin 2025'te 400 dolar civarına yöneleceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Otomotiv

Haziran ayında otomotiv sektöründeki genel artış eğilimi devam etti. Otomotiv Distribütörleri ve Mobilite Derneği (ODMD) tarafından açıklanan verilere göre, Haziran ayında toplam otomotiv pazarı yıllık bazda %11,1 artışla 118 bin adedin üzerine çıktı. Böylece yılın ilk 6 ayında toplam satışlar %5,1 artışla 607 bin 379 adede ulaştı. Kurum beklentimiz, 2025 yıl sonunda toplam pazarın 1,146 milyon adet seviyesinde gerçekleşeceği yönünde. (2024: 1,28 milyon adet).

Aylık bazda bakıldığında, Haziran otomobil satışları %6,6 artışla 93 bin 676 adet olurken, hafif ticari araç satışlarındaki %32,4'lük güçlü artışla 24 bin 337 adede ulaşıldı. Ayrıca, son 10 yılın Haziran ayı ortalaması ile kıyaslandığında toplam pazar %46,6 oranında büyüme kaydetmiş durumda. Bu açıdan bakıldığında, yılın ilk yarısındaki ivmeyi olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Segment bazlı değerlendirmelerde, hafif ticari araç tarafında liderliğini sürdüren **Ford Otosan** açısından bu segmentteki güçlü ivmenin devamı olumlu bir gösterge olarak öne çıkıyor. Diğer yandan, Stellantis hisselerinin satın alınmasının ardından pazar payını yaklaşık %11 artırarak liderliğe yükselen **TOFAŞ** için bu kazanım önemli bir gelişme niteliğinde. Pazar payında ikinciliğe gerileyen **Doğuş Otomotiv** için ise haziran ayındaki satış ivmesinin korunması, görünüm açısından destekleyici.

Elektrikli ve hibrit araç segmentleri, Haziran ayında otomotiv pazarının en belirgin büyüme unsurlarından biri olarak öne çıktı. Otomobil satışlarının %6,6 artışla 93.676 adede, hafif ticari araçların ise %32,4 artışla 24.337 adede ulaşmasıyla birlikte, toplam satışlar içerisindeki elektrikli ve hibrit modellerin payı %51,4'e yükseldi. Hibrit araçlar %27 seviyesinde pazar payı elde ederken, tamamen elektrikli modellerin payı %17,6'ya çıktı. Bu güçlü ivmede, özellikle %10'luk ÖTV diliminde kalan elektrikli modellerde artan talep belirleyici olurken, markaların bu vergi avantajına uyumlu yeni modellerle pazarı desteklemeye devam etmesi dikkat çekti.

2024'teki rekorların ardından 2025 yılında Türkiye otomotiv sektörü için daha dengeli ve temkinli bir görünüm bekleniyordu. Ancak, faizlerdeki yüksek seyrin, krediye erişimdeki zorlukların ve makroekonomik sıkışmanın sınırlayıcı etkilerine rağmen, sektör yılın ilk 6 ayında beklentilerin aksine büyümesini sürdürdü. Özellikle elektrikli araçların pazar payındaki artış, ihracatın güçlü seyri ve kurumsal talebin devam etmesi bu durumu destekleyen temel unsurlar arasında yer aldı.

İhracat tarafında Haziran ayı, sektör için rekor niteliği taşıdı. Türkiye otomotiv endüstrisi, Haziran ayında 3,4 milyar dolarlık ihracat hacmine ulaşarak sanayi grupları arasında en yüksek performansı sergilerken, yıllık bazda %30,4'lük artış kaydetti. Bu güçlü performans, yılın ilk yarısı itibarıyla toplam ihracatı 16,6 milyar doların üzerine taşıdı ve böylece Türkiye'nin Avrupa'ya entegre üretim gücünü bir kez daha teyit etti. Bu ivmenin, Avrupa'daki talep toparlanması ve Türk üreticilerin çevre dostu, yüksek katma değerli araçlara yönelimiyle birlikte yılın geri kalanında da devam etmesini bekleriz.

İç talep ve dış pazar dengesinin korunmasında faiz ve kredi koşullarındaki gelişmeler belirleyici rol oynayabilir. Haziran verilerinin gösterdiği güçlü momentum, yılın ikinci yarısında beklenen faiz indirimi, krediye erişim kolaylığı ve olası kampanyalarla desteklenebilir. Bu pozitif senaryoda, iç pazar büyümesi sürdürülebilir hale gelirken, elektrikli araç penetrasyonu da artarak üretim ve ihracat dengesini güçlendirebilir.

Havacılık

Yüksek sezon başlangıcında büyüme devam ediyor. 2024 yılını rekorla kapatan havacılık sektörü, 2025 yılı ilk yarısında da güçlü bir başlangıç gerçekleştirdi. Öngörülerimiz doğrultusunda 2025 yılı geri kalanında da sektör geneli büyümenin devam etmesini bekliyoruz.

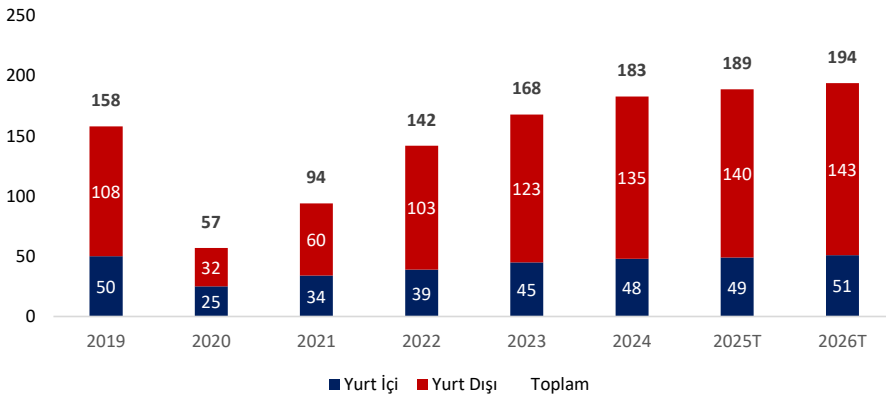
Güçlü yüksek baza rağmen yüksek sezonda iyileşme sürüyor. Özellikle yaz sezonunun başlangıcında talep tarafında canlılık dikkat çekerken, havacılık sektörü genelindeki yolcu trafiğindeki artış aylık ve yıllık bazda hız kesmeden devam etti. İlk çeyreğin mevsimsel olarak zayıf geçmesine karşın iç hat yolcu trafiği, bayram ve resmi tatillerin etkisiyle dengelenirken; dış hatlarda ise güçlü turizm talebi, iç hatlara görece daha yüksek bir artış eğilimi oluşturdu. Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMI) verilerine göre, Mayıs ayında Türkiye genelinde iç hat yolcu trafiği 8,5 milyon, dış hat yolcu trafiği ise 12,7 milyon olarak gerçekleşti. Direkt transit yolcular da dahil edildiğinde toplam yolcu sayısı 21,2 milyon seviyesine ulaşırken, bu rakam geçen yılın aynı ayına göre %3,7 oranında bir artışı ifade ediyor. Ocak – Mayıs 2025 döneminde ise iç hat yolcu sayısı 37,3 milyon, dış hat yolcu sayısı ise 48,1 milyon seviyesinde gerçekleşti. Böylece transit yolcularla birlikte toplam yolcu sayısı 85,4 milyon kişiyle, önceki yılın aynı dönemine göre %3,5 artış gösterdi. Yılbaşından bu yana iç hatlar tarafında sınırlı bir gerileme görülürken, dış hatlardaki güçlü büyüme sektör genelindeki artışın ana sürükleyicisi oldu. Yaz ayları beraberinde aktivitenin artmasıyla yurtiçi yolcu trafiğinde bir miktar toparlanma, buna karşılık yurt dışı yolcu trafiğinde ise yüksek baz etkisinde bir miktar normalleşme bekliyoruz.

Sektör geneli güçlü görünüme rağmen şirketler arasında farklılaşma dikkat çekici. Araştırma kapsamımızda ve model portföyümüzde yer alan bayrak taşıyıcı Türk Hava Yolları'nın Ocak-Mayıs 2025 döneminde yolcu sayısı yıllık bazda %3,7 artarak 34 milyon kişiye ulaştı. Aynı dönemde yurt içi yolcu sayısı %1,7 azalırken, yurt dışı yolcu sayısı %6,7 artışla 22,3 milyon kişi oldu. Pegasus'un aynı dönemde toplam yolcu sayısı %14 artarak 16,1 milyon kişiye yükseldi. Bu artışta iç hatlardaki %6 büyüme ile 5,8 milyon yolcu ve dış hatlardaki %19'luk artışla 10,3 milyon yolcu etkili oldu. TAV Havalimanları ise Ocak-Mayıs 2025 döneminde yıllık %5 artışla 9,8 milyon yolcuya hizmet verdi. Dış hat yolcu sayısı %6, iç hat yolcu sayısı ise %3 oranında arttı.

Hem 2025 yılı ikinci yarısında hem de 2026 yılında da PGSUS, TAVHL, THYAO yolcu trafiğindeki büyümenin geçmişte deneyimlediğimiz gibi olası bir pandemi yaşanmaması ve jeopolitik risklerin bu seviyede devam etmesi senaryosunda devam edeceğini öngörüyoruz. Bu senaryoda, PGSUS, TAVHL, THYAO için yolcu trafiğindeki artışın devam etmesini beklerken, artan yolcu sayısının bu şirketlerin birim başı yolcu gelirlerine de olumlu yansiyarak toplam gelir büyümesini desteklemesi beklenebilir. Özellikle THYAO tarafında, yolcu gelirlerine ek olarak kargo segmentindeki ek katkının da hız kazandığı takip ediyoruz. 2025'in ikinci yarısında kargo taşımacılığındaki büyümenin konsolide gelirler üzerindeki etkisini sınırlı da olsa artırması beklenebilir.

Tablo: Türkiye Pazar Gelişimi

Türkiye Toplam Yolcu (milyon)



Kaynak: Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMI), Türk Hava Yolları sunumu

Telekomünikasyon

Telekom sektöründe küresel dönüşüm süreci hız kazanıyor... Telekomünikasyon sektörü küresel ölçekte derin bir dönüşüm sürecinden geçiyor. Artan veri tüketimi, 5G'ye geçiş sürecinin hızlanması ve yapay zekâ teknolojilerindeki gelişmeler, sektör oyuncularını stratejik olarak yeniden konumlanmaya zorluyor. Şirketler cihaz değişimi, entegrasyon ve altyapı geliştirme yatırımlarına yönelirken; bu yatırımların gerektirdiği artan finansman maliyetleri, maliyet kontrolü, operasyonel verimlilik ve yeni büyüme alanlarına odaklanmayı kaçınılmaz kılıyor.

Geleneksel operatörlerden teknoloji şirketlerine dönüşüm... Geleneksel telekom şirketlerinin sürdürülebilir büyüme sağlayabilmeleri için yalnızca bağlantı hizmeti sunan operatörlerden teknoloji odaklı platformlara dönüşmeleri artık bir zorunluluk. Bu bağlamda dijitalleşme, yapay zekâ destekli otomasyon, bulut servisleri ve veri odaklı çözümler ön plana çıkıyor. Ayrıca şirketler; nesnelerin interneti (IoT), kurumsal müşterilere özel ağ çözümleri, dijital altyapı hizmetleri ve platform bazlı abonelik modelleri gibi katma değerli servislerle gelir çeşitliliğini artırmayı hedefliyor.

Telekomünikasyon şirketleri 2025'e güçlü bir başlangıç yaptı... Yurtiçinde enflasyonun artış eğiliminin yüksek olduğu dönemde, sektördeki şirketlerin taahhütlü (abonelik bazlı) gelir yapısı nedeniyle gelir büyümeleri görece sınırlı kalmıştı. Ancak 2024 yılında enflasyonun kademeli olarak gerilemesi ve gecikmeli fiyatlama etkisinin devreye girmesiyle birlikte, telekomünikasyon sektörü toparlanma sinyalleri verdi. Sektör, geçtiğimiz yılı hem satışlar hem de kârlılık açısından olumlu geçirirken, şirketler 2025 yılında güçlü bir başlangıç yaptı. Bu kapsamda, model portföyümüzde yer alan Turkcell (TCELL) finansal performansı ile öne çıkmaya devam ediyor. Şirket, dijital servislerdeki büyümesi, geniş müşteri tabanı ve güçlü nakit yaratma kapasitesi ile dikkat çekiyor. Telekomünikasyon sektörünü ve model portföyümüzde yer alan Turkcell'i (TCELL) beğenmeye devam ediyoruz ve sektördeki bir diğer oyuncu olan Türk Telekom'u (TTKOM) ise yakından izlemeyi sürdürüyoruz.

5G altyapısı ile yeni bir dönem başlıyor... Önümüzdeki dönemde sektörün en önemli gündem maddelerinden biri ise 5G altyapısının kurulması olacak. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı'nın açıklamalarına göre 5G ihalesinin 2025 yılı içerisinde tamamlanması, ticari kullanımın ise 2026 yılında başlaması hedefleniyor. 5G'nin sağlayacağı düşük gecikmeli ve yüksek bant genişlikli bağlantı imkanları sayesinde sektör, sanayi, sağlık, ulaşım gibi pek çok alanda yeni kullanım senaryoları ve gelir fırsatları yaratacak.

Beyaz Eşya

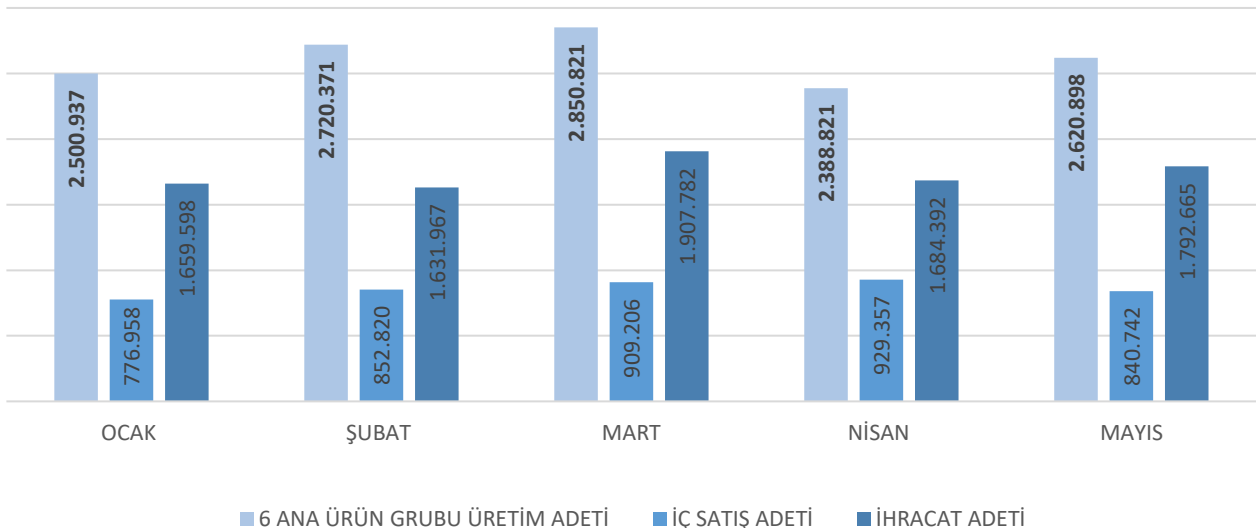
Zorlu geçen 2024 yılının ardından 2025'in ilk yarı yılında da sektör genelinde baskılar devam etti. Geride bırakılan 2024 yılında küresel ekonomik yavaşlama, artan faiz oranları ve maliyet baskıları sebebiyle sektörel olarak zayıf geçen dönemin, aynı şekilde 2025 ilk çeyreğinde de devam ettiğini görüyoruz. Yılın kalan döneminde beklenen faiz indirimi döngüsünün başlaması ve enflasyonun azalmasıyla beraber maliyetlerin de azalacağını öngörerek kademeli olarak sektörün olumlu yönde hareket edebileceğini düşünüyoruz. Özellikle tüketici güvenindeki toparlanma ile ertelenen talebin yeniden devreye girmesi, iç ve dış pazarlarda satış hacimlerini artırabilir. Hammadde fiyatlarında ve lojistik maliyetlerde beklenen gerileme ise üretici marjlarını destekleyerek karlılık tarafında kademeli iyileşme sağlayabilir. İhracat pazarlarında ise talep tarafında tekrar toparlanma sinyallerinin güçlenmesi, özellikle Avrupa'daki satışları pozitif etkileyebilir. Tüm bu gelişmeler ışığında, yılın ikinci yarısından itibaren hem hasılat yaratımı hem de karlılık tarafında kademeli bir iyileşme bekliyoruz.

Yılın ilk yarısı iç pazarda talep tarafında baskılar hissedildi. Beyaz eşya sektöründe 1Ç25'te iç pazarda satışlar %15 azalırken, ihracatta daralma eğilimi devam ederek adet bazında %3 düşüş yaşandı. Üretim %4 oranında geriledi. Türkiye'de iç talepteki düşüş ve ihracat pazarlarındaki daralma, sektörü olumsuz etkiledi.

Mayıs ayında iç pazarda beyaz eşya sektörü daralmaya devam etti. Altı ana üründe iç satışlar geçen yılın aynı ayına göre %14 oranında azaldı. İhracat tarafı ise yine geçen yılın aynı ayına göre %15 oranında düşüş gösterdi. Ocak-Mayıs döneminde ise altı ana ürün grubunda gerçekleşen iç satışlar geçen yılın aynı dönemine göre %11 azalırken, ihracat tarafı da aynı döneme kıyasla %4 oranında azaldı.

Ocak – Mayıs döneminde ihracat performansında görece iyileşme kaydedildi. İlk beş aylık dönemde ihracat performansında sınırlı da olsa iyileşme kaydedildi. Bazı bölgelerde pozitif büyüme sinyalleri öne çıkarken, ticaret gerilimleri ve devam eden ekonomik belirsizlikler sektör genelindeki ivmeyi sınırladı. Global ölçekte büyüme %1-2 bandında seyrederken, tüketici talebi gelişmekte olan pazarlarda güçlü kalmaya devam etti. Gelişmiş pazarlarda ise yüksek enflasyonun etkisiyle tüketici davranışları daha temkinli hale gelirken, talep tarafı zayıf bir seyir izledi. Maliyet kalemleri tarafında, özellikle enerji ve ham madde fiyatlarında dalgalı bir fiyatlamaya oluşurken, lojistik maliyetlerin ise daha istikrarlı bir görünüm sergilediği gözlemledik.

2025 Türk beyaz eşya sektöründeki firmalar Avrupa bölgesinde konum avantajını korumaya devam ediyor. Türkiye beyaz eşya sektöründe konsolide yurtdışı satışların toplam konsolide satışlar içindeki payının yaklaşık olarak %65,6 olarak gerçekleştiğini görüyoruz. Şirket bazlı bakıldığında da **ARCLK** için %66 hasılat uluslararası pazardan sağlanıyor. Avrupa ve MENA işlemlerinin katkısıyla pazardaki yerinin daha güçlü olmasını ve gelirlerinin artırmayı bekliyoruz. **VESBE**, gelirlerinin %70'ini ihracattan ederken, küresel enflasyon ve devam eden dezenflasyonist adımlar neticesinde 2025 ilk çeyreğinde de iyi bir performans sergileyemedi. Geçen yılın aynı dönemine göre TL bazında net satışlar %18 azalırken, adet satışlar ise %14 daralma kaydedildi. Faiz indirimleri ve enflasyondaki kademeli gerilemenin yanı sıra, maliyetlerin optimize edilmesi ve Ar-Ge yatırımlarının katkısıyla, yılın ikinci yarısında satışlarda toparlanma beklentisi sürüyor.



■ 6 ANA ÜRÜN GRUBU ÜRETİM ADETİ ■ İÇ SATIŞ ADETİ ■ İHRACAT ADETİ

Perakende

Giyim perakende sektörü, 2024'te sıkı para politikalarının ve enflasyonla mücadele tedbirlerinin iç talebi frenlediği zorlu bir dönemi geride bırakmıştı; 2025'in ilk yarısında da benzer baskılar devam etti. Yüksek faiz ortamı kredi kartı harcamalarının ivmesini keserken, özellikle orta-gelir grubunda hacim daralması hissedildi. Buna karşın enflasyonun şişirdiği ciro rakamları, turizmin canlı seyretmesi ve markaların fiyatlama gücü, geliri nominal olarak yukarıda tuttu. Sektör hisseleri ocak-mart döneminde kar realizasyonları yaşasa da mayıs ve hazirandaki baz etkisiyle yeniden toparlandı.

Yılın ikinci yarısında politika faizinin yüksek kalacağı, fakat ücret artışları ve kademeli enflasyon gerilemesiyle tüketici güveninin kısmen toparlanacağı bir tablo öngörüyoruz. İç talepte "ılımlı toparlanma" senaryosu, güçlü marka bilinirliği olan ve ürün karmasını sürekli yenileyen şirketleri öne çıkaracak. **Mavi'nin** net nakit kalkanı, yeni sürdürülebilir koleksiyon lansmanlarını finanse ederek büyümesini destekleyecek; TL'deki kademeli değer kaybı, markanın Avrupa ve MENA satışlarında hacim artışı yaratabilir. **Koton** ikinci yarıda stok devir hızını ve sadakat programını iyileştirip finansman giderlerini sınırlayabildiği ölçüde kârlılığını yeniden artıya geçirebilir. **Suwen'in** mağaza ağını 210'un üzerine çıkarma ve fiyatlama gücünü koruma hedefi, hacim büyümesinin ana motoru olacak; e-ticaret tarafı da yeni "click-and-collect" modeliyle kuvvetleniyor. **Desa** cephesinde ise ABD ve AB'de seçici toptan anlaşmalar döviz bazlı geliri çeşitlendirecek, katma değerli ürün payının yükselmesi brüt marj esnekliği sağlayacak.

Savunma

2025'te savunma sanayii, küresel jeopolitik riskler ve teknolojik dönüşümle birlikte tarihi bir büyüme dönemine giriyor. Artan savunma bütçeleri, küresel ölçekte %7'lik bir büyüme ile savunma harcamalarının 2,5 trilyon dolar seviyesine ulaşmasını sağlarken; otonom sistemler, yapay zekâ tabanlı çözümler, uzay teknolojileri ve siber güvenlik yatırımları sektörde yeni bir paradigma yaratıyor. Türkiye savunma sanayii de yerli üretim oranındaki artış, güçlü sipariş hacmi ve ihracat pazarlarındaki genişlemeyle dikkat çekiyor. İç pazarda sektörün 2025 sonunda 600 milyar TL'yi aşması beklenen toplam gelir büyüklüğü, operasyonel verimliliği artıran dijitalleşme süreçleri ve devlet destekli Ar-Ge yatırımlarıyla destekleniyor. Önümüzdeki dönemde küresel pazardaki rekabetin daha da yoğunlaşması, yüksek teknoloji ürünlerin payının hızla artması ve tedarik zinciri dinamiklerinin değişmesi öngörüldüğü. Bu eğilimler ışığında savunma sanayiinin hem ekonomik büyümeye katkısını artıracak hem de ulusal güvenlik stratejilerinde kritik bir kaldıraç görevi üstlenmesini sağlayacağını düşünerek sektör geneli büyümenin devam etmesini bekliyoruz.

Türkiye, savunma sanayinde son yıllarda attığı adımlarla küresel ölçekte önemli bir oyuncu haline geldi. Yerli ve milli projeler kapsamında geliştirilen İHA, SIHA, deniz platformları ve zırhlı kara araçları hem yurt içi ihtiyaçlara cevap verdi hem de ihracatta güçlü bir ivme sağladı. 2025 yılının Ocak-Haziran döneminde savunma ve havacılık sektörü ihracatı yaklaşık 3,6 milyar dolar olarak gerçekleşirken, bu dönemde kara ve hava araçları segmentlerinin toplam ihracatta önemli paya sahip olduğu gözlemlendi. ASELSAN, Otokar ve Katmerciler gibi firmalar Katar, Birleşik Arap Emirlikleri ve Afrika pazarlarında önemli yeni sözleşmeler imzaladı. Ayrıca savunma sanayi ihracatı yılın ilk yarısında %18 oranında artış gösterdi. Bu gelişmeler, Türkiye'nin savunma sanayindeki dışa bağımlılığını azaltma ve sektörde küresel rekabet gücünü artırma stratejisinin somut olarak yansımaları sağladı.

2025 yılında Borsa İstanbul'da savunma sanayi şirketleri, güçlü finansal performansları ve stratejik hamleleriyle sektörün büyümesini destekliyor. 2025 yılının ilk yarısında Borsa İstanbul'da savunma sektöründe faaliyet gösteren ASELSAN öncülüğünde savunma sanayi şirketleri genel olarak olumlu finansal performans sergiledi. ASELSAN, gelirlerini %9 artırarak 22,8 milyar TL'ye çıkarırken, net kârını %25 yükseltti ve Ar-Ge yatırımlarına 250 milyon dolar ayırarak teknolojik üstünlüğünü pekiştirdi. Katmerciler ise net kârını %52 artırarak 350 milyon TL'ye ulaştı, FAVÖK'ünü de önemli ölçüde büyüttü. Otokar ise yüksek satış gelirine rağmen ilk çeyrekte net zarar açıkladı; ancak Romanya'daki üretim anlaşmaları ve ihracat projeleri ile toparlanma beklentisi taşıyor. Yılın kalan döneminde şirketlerin performansını artırmak için, Ar-Ge harcamalarının sürdürülebilir şekilde artırılması, yeni ihracat pazarlarına açılma ve mevcut uluslararası sözleşmelerin genişletilmesi kritik olacaktır. Ayrıca, tedarik zinciri yönetiminin iyileştirilmesi ve maliyet optimizasyonu sayesinde kârlılık daha da güçlendirilebilir. Döviz kurlarındaki volatilitenin etkisini azaltmak amacıyla finansal risk yönetimi stratejilerinin etkin uygulanması da performansı olumlu yönde destekleyecektir. Genel olarak, savunma sanayi şirketlerinin yenilikçi teknolojilere yatırım yapmaya devam etmeleri ve küresel pazarlardaki rekabet avantajlarını artırmaları 2025'in ikinci yarısında daha iyi sonuçlar almalarını sağlayacağını düşünüyoruz.

Arçelik

Araştırma kapsamımızda bulunan Arçelik için, 12 aylık hedef fiyatımızı önceki 206,60 TL seviyesinden 170,00 TL'ye revize ediyoruz. Güncellenen hedef fiyatımızı, hedef potansiyelinin endeks bazlı getiri beklentimize kıyasla görece sınırlı kalması nedeniyle tavsiyemizi "AL"dan "TUT"a revize ediyoruz. Zorlu geçen 2024 yılı ve bu yılın ilk yarısı sonrasında, 2025 yılının ikinci yarısında operasyonel karlılık tarafında sınırlı bir toparlanma öngörüyoruz. Artan finansman giderleri, yüksek maliyet ve talep tarafındaki kırılğanlıklar, kısa vadede karlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Ancak orta-uzun vadede; i) yurt dışı operasyonlardaki yeniden yapılanma süreci, ii) maliyet optimizasyonu ve verimlilik artışı sağlayan adımlar, iii) sürdürülebilir büyüme odaklı ürün portföyü gibi temel dinamikler, değerlememizde uzun vadeli ana katalistler arasında yer almayı sürdürmekte olup, şirketin uzun vadeli görünümünü desteklemektedir. Arçelik, 2025 tahminlerimize göre 21,2x F/K ve 5,9x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

İç pazarda zayıf bir performans izlendi. Şirket, 2025 yılına ilişkin beklentilerinde Türkiye cirosunun yatay seyredeceğini öngörmektedir. Yılın ilk çeyreğinde iç satışlarda konsolide ciro 37,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, Türkiye satışlarının toplam ciro içerisindeki payı %34'e geriledi ve reel bazda yıllık %11,6'lık bir düşüş kaydedildi. Diğer taraftan, yılın ilk yarısındaki baskılı seyrin ardından, faiz indirimi sürecine yönelik beklentilerin yeniden güç kazanmasıyla birlikte, ikinci yarıda kademeli toparlanmalarla daha dengeli bir görünüm oluşabileceğini öngörüyoruz.

Hem yurt dışı gelirlerin desteği hem de maliyet optimizasyonu etkisiyle operasyonel karlılık marjlarında toparlanma beklenmektedir. Şirket, 2025 yılına ilişkin öngörülerinde uluslararası gelirlerde yaklaşık %15 düzeyinde bir büyüme hedeflemektedir. Ancak yılın ilk çeyrek sonuçları, bu beklentinin üzerinde bir performansa işaret ederek, uluslararası satışlarda reel bazda %24,8 oranında güçlü bir artış kaydedildiğini göstermiştir. Bu görünüm, özellikle marjlar tarafında yılın ikinci yarısına ilişkin iyimserliği desteklemektedir. Bölgesel olarak bakıldığında, Afrika ve MENA bölgelerinde euro bazında yaklaşık %20'lik bir büyüme kaydedildi. Toplam satışlarının %60'ından fazlası yurt dışı pazarlardan gelen Arçelik açısından bu durum, ikinci yarı performansı açısından destekleyici olabilir. Şirketin 1Ç25'te konsolide gelirleri yıllık bazda %9 artışla 109,1 milyar TL'ye ulaştı. Yurt içi satışlar, yüksek baz etkisi nedeniyle reel olarak %11,6 daralırken, uluslararası pazarlardaki güçlü büyüme gelirleri desteklemeyi sürdürdü. Avrupa pazarı, toplam satışlar içerisindeki payını %47 seviyesine yükselterek şirketin küresel ayak izini güçlendirerek, bölgesel çeşitlendirme stratejisinin etkin bir şekilde sürdürdüğünü gösterdi. Diğer taraftan Avrupa'daki pazar payını artırma ve küresel ölçekte büyüme stratejisi doğrultusunda gerçekleştirilen Whirlpool satın alımıyla birlikte, özellikle İngiltere ve İtalya gibi kilit pazarlarda etkinlik artmaya başladı. Orta-uzun vadede yeniden yapılandırma adımlarıyla Whirlpool operasyonlarının marjlar üzerindeki baskısının azalması ve karlılığa katkı sağlaması bekleniyor.

ARCLK

TUT

Hedef fiyat	TL 170
Getiri potansiyeli	%39

Pay bilgileri

Pay Kodu	ARCLK TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	122,60
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	105,4 / 190,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	82.844 - 2.075
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	676 - 15%
Yabancı Takas Oranı	16.39%
Pazar	Yıldız
Sektör	Beyaz Eşya

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	6,3	7,1	8,8

Fiyat performansı

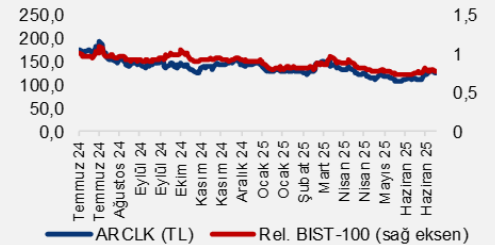
TL	10%	-11%	-14%
USD	8%	-15%	-24%
BIST-100'e göre performans	5%	-15%	-15%

Tahminler (TL mn)

	2023	2024	2025E
Net satışlar	408.557	471.672	573.140
FAVÖK	32.307	24.541	34.763
Net kâr	21.468	1.859	3.910

Değerleme

F/K	3,9x	44,6x	21,2x
F/DD	0,9x	1,1x	1,1x
FD/FAVÖK	6,4x	8,5x	6,0x



Arçelik – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	77.534	55.929	42.193
Ticari alacaklar	105.706	102.278	133.652
Stoklar	75.399	78.941	90.099
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	102.480	139.922	162.731
Diğer duran varlıklar	49.082	60.678	67.707
Toplam varlıklar	410.200	437.748	496.381
Kısa vadeli borçlanmalar	91.290	68.533	81.635
Ticari borçlar	86.135	112.693	142.330
Uzun vadeli borçlanmalar	70.652	83.401	75.472
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	72.715	99.191	120.159
Uzun vadeli yükümlülükler	320.792	363.818	419.597
Özkaynaklar	89.408	73.930	76.785
Ödenmiş sermaye	744	676	676
Diğer özkaynaklar	88.664	73.254	76.109
Toplam kaynaklar	410.200	437.748	496.381
Net borç	84.408	96.005	114.914
Net işletme sermayesi	94.970	68.526	81.420

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%24,8	%2,3	%5,2
Net kâr	%5,3	%0,4	%0,7
Aktif devri	1,0x	1,1x	1,2x
Kaldıraç	4,5x	5,2x	6,2x
Aktif karlılığı	%5,5	%0,4	%0,8

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%39	%35	%32
Net borç/özsermaye	0,94	1,30	1,50
Net borç/FAVÖK	2,61	3,91	3,31

Hisse başına (TL)

Net kâr	31,77	2,75	5,79
Özkaynak	132,31	109,41	113,63
Temettü	7,59	1,84	8,88

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	408.557	471.672	573.140
Brüt kâr	119.781	129.986	160.740
Faaliyet giderleri	-101.323	-123.661	-147.945
Esas faaliyet kârı	18.459	6.326	12.794
FAVÖK	32.307	24.541	34.763
Net diğer gelir	-2.317	1.513	2.325
Net finansman geliri	5.365	-10.388	-11.541
Vergi öncesi kâr	20.660	-1.772	3.442
Vergi gideri	1.966	-657	-1.168
Net kâr	21.468	1.859	3.910

Nakit akış tablosu

FAVÖK	32.307	24.541	34.763
Vergi gideri	1.966	-657	-1.168
Yatırımlar	-19.371	-25.448	-13.607
İşletme sermayesi değişimi	6.203	-26.444	-4.669
Serbest nakit akışı	8.699	24.880	24.657

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%0	%15	%22
FAVÖK	%25	-%24	%42
Net kâr	%115	-%91	%110
Brüt marj	%29,3	%27,6	%28,0
Esas faaliyet kâr marjı	%4,5	%1,3	%2,2
FAVÖK marjı	%7,9	%5,2	%6,1
Net marj	%5,3	%0,4	%0,7
Serbest nakit akışı marjı	%2,1	%5,3	%4,3

Değerleme

F/K	3,9x	44,6x	21,2x
F/DD	0,9x	1,1x	1,1x
FD/FAVOK	6,4x	8,5x	6,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

ASELSAN

Model portföyümüzde yer alan ASELSAN için, güçlü ivmenin sürdüğü 1Ç25 finansal sonuçlarının ardından tahminlerimizi yukarı yönlü güncelliyor, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 120,00 TL'den 180,00 TL'ye yükseltiyoruz. Güncellenen hedef fiyatımızın mevcut seviyelere kıyasla endekse paralel ve sınırlı bir getiri potansiyeline işaret etmesi nedeniyle, tavsiyemizi "AL"dan "TUT"a revize ediyoruz. Son dönemdeki görece güçlü performansını da dikkate alarak, ASELSAN'ı model portföyümüzden çıkarıyoruz. Kısa vadede, şirketin yüksek bakiye siparişlerinin hasılat yaratımına katkı sağlamaya devam etmesini, etkin maliyet yönetiminin ise marjları desteklemeyi sürdürmesini bekliyoruz. Uzun vadede ise ASELSAN'ın savunma sanayindeki güçlü konumunu koruyarak karlı büyümesini sürdüreceğini öngörüyoruz. Katma değerli ürün gamı, stratejik ihracat potansiyeli ve ön planda kalan jeopolitik riskler beraberinde küresel savunma harcamalarındaki artışın, şirketin büyüme görünümünü destekleyen başlıca katalistler olarak öne çıkmaktadır. Şirket, 2025 yılı tahminlerimize göre 31,2x F/K ve 7,2x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Beklentilere paralel, marjlarda yıllık bazda toparlanmanın sürdüğü bir ilk çeyrek performansı. ASELSAN, 1Ç25 finansal sonuçlarını hem piyasa hem de kurum beklentimizle uyumlu şekilde 2.275 milyon TL net kar ile açıkladı. (Tacirler Yatırım: 2.386 milyon TL). Ertelenmiş vergi gelirinin de etkisiyle net kar yıllık bazda %17 artış gösterirken, net kâr marjı 0,7 puanlık artışla %10 seviyesine yükseldi. Mevcut projeler ve ilave sözleşme alımları gelir yaratımını desteklemeyi sürdürürken, şirketin hasılatı yıllık bazda %9 reel büyümeyle 22,8 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK ise yıllık bazda %10 artışla 5,1 milyar TL olarak gerçekleşti. Güçlü hasılat yaratımı ve sürdürülen maliyet disipliniyle birlikte, operasyonel karlılıkta büyüme eğilimi ilk çeyrekte de devam etti.

2025 yılına ilişkin temkinli beklenti korunuyor. Şirket, 1Ç25 finansallarının ardından 2025 yılına dair öngörülerini korudu. 2024'te reel bazda %13 gelir artışı yakalayan şirket, 2025'te de %10'un üzerinde konsolide gelir büyümesi hedefliyor. Kur farkından arındırılmış FAVÖK marjı ise %23'ün üzerinde öngörülürken (2024: %25,2), yatırım harcamalarının 20 milyar TL üzerinde oluşması bekleniyor.

2025 yılına ilişkin güncellenen tahminlerimiz. TMS29 enflasyon muhasebesi dahilinde ASELSAN, 2024 yılında ciro yaratımında %13'lük reel büyüme kaydederken, 2025 yılında da hasılat yaratımında reel büyümenin devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılı gelirlerinin nominal bazda %31 oranında yıllık bazda artışla 173,3 milyar TL'ye ulaşmasını, buna karşılık %24,4'lük marj ile 42,3 milyar TL düzeyinde FAVÖK yaratımı öngörüyoruz. 2024 yılını %12,73 marj ile 16,8 milyar TL net karlılıkla kapatan şirket için 2025 yılı beklentimiz, %12,5 marjla, 21,6 milyar TL net karlılık yönünde.

ASELS

TUT

Hedef fiyat	TL 180
Getiri potansiyeli	%18

Pay bilgileri

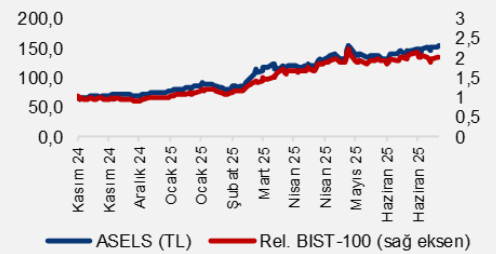
Pay Kodu	ASELS TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	152,20
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	63,4 / 154,1
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	694.032 - 17.380
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	4.560 - 26%
Yabancı Takas Oranı	47.30%
Pazar	Yıldız
Sektör	Savunma

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	126,2	129,3	109,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	9%	28%	110%
USD	7%	22%	85%
BIST-100'e göre performans	4%	21%	106%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	116.944	132.302	175.159
FAVÖK	25.469	33.277	42.784
Net kâr	11.585	16.838	22.246

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	59,9x	41,2x	31,2x
F/DD	5,0x	4,5x	3,9x
FD/FAVOK	12,7x	9,4x	7,2x



ASELSAN – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	10.504	18.311	21.219
Ticari alacaklar	32.724	31.209	32.180
Stoklar	51.131	47.846	50.580
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	57.012	65.202	73.378
Diğer duran varlıklar	87.909	104.662	117.798
Toplam varlıklar	239.279	267.230	295.155
Kısa vadeli borçlanmalar	29.888	25.134	33.416
Ticari borçlar	23.620	21.749	25.982
Uzun vadeli borçlanmalar	1.795	10.706	580
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	45.233	55.225	58.514
Uzun vadeli yükümlülükler	100.536	112.813	118.492
Özkaynaklar	138.744	154.417	176.663
Ödenmiş sermaye	5.019	4.560	4.560
Diğer özkaynaklar	133.725	149.857	172.103
Toplam kaynaklar	239.279	267.230	295.155
Net borç	21.179	17.528	12.776
Net işletme sermayesi	60.234	57.306	56.778

Oranlar

Karlılık

Özkaynak kârlılığı	%8,7	%11,5	%13,4
Net kâr	%9,9	%12,7	%12,7
Aktif devri	0,5x	0,5x	0,6x
Kaldıraç	1,8x	1,7x	1,7x
Aktif kârlılığı	%4,9	%6,6	%7,9

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%13	%13	%12
Net borç/özsermaye	0,15	0,11	0,07
Net borç/FAVÖK	0,83	0,53	0,30

Hisse başına (TL)

Net kâr	2,54	3,69	4,88
Özkaynak	30,43	33,86	38,74
Temettü	0,08	0,04	0,35

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	116.944	132.302	175.159
Brüt kâr	31.949	41.998	54.593
Faaliyet giderleri	-11.886	-12.353	-15.168
Esas faaliyet kârı	20.062	29.645	39.425
FAVÖK	25.469	33.277	42.784
Net diğer gelir	19.623	419	1.507
Net finansman geliri	-28.281	-20.997	-28.092
Vergi öncesi kâr	11.457	9.098	12.873
Vergi gideri	262	7.657	9.358
Net kâr	11.585	16.838	22.246

Nakit akış tablosu

FAVÖK	25.469	33.277	42.784
Vergi gideri	262	7.657	9.358
Yatırımlar	-19.291	-22.711	-23.285
İşletme sermayesi değişimi	2.912	-2.928	1.799
Serbest nakit akışı	3.527	21.151	27.058

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%10	%13	%32
FAVÖK	%14	%31	%29
Net kâr	%469	%45	%32
Brüt marj	%27,3	%31,7	%31,2
Esas faaliyet kâr marjı	%17,2	%22,4	%22,5
FAVÖK marjı	%21,8	%25,2	%24,4
Net marj	%9,9	%12,7	%12,7
Serbest nakit akışı marjı	%3,0	%16,0	%15,4

Değerleme

F/K	59,9x	41,2x	31,2x
F/DD	5,0x	4,5x	3,9x
FD/FAVOK	12,7x	9,4x	7,2x
FD/Net satışlar	6,1x	5,4x	4,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

BİM Birleşik Mağazalar

BİM, etkin maliyet yönetimi ile yüksek enflasyon ortamında uygun fiyatlı ürünler sunma ve geniş mağaza ağıyla sektörde liderliğini sürdürme yeteneğiyle öne çıkıyor. Güncellediğimiz makro ve mikro tahminler ışığında, araştırma kapsamımızda bulunan BİM için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı revize ediyoruz. Şirketin yaygın mağaza ağı, özel markalı ürünler ve etkin maliyet yönetimi stratejileri doğrultusunda 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 705 TL olarak belirlerken, AL tavsiyemizi koruyoruz. 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 14,1 F/K ve 7,9 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Marj baskısı sürerken mağaza ağı güçleniyor. BİM, 2025 yılının ilk çeyreğinde satış gelirlerinde sınırlı bir artış kaydetmiş, ancak kârlılık tarafında zayıf bir görünüm sergilemiştir. Brüt kâr marjı geçen yılın üzerinde gerçekleşse de, FAVÖK ve net kâr yıllık bazda gerilemiş; bu düşüşte faaliyet giderlerindeki artış ve finansman ile vergi yükü etkili olmuştur. Mart 2025 itibarıyla şirketin toplam mağaza sayısı 13.809'a ulaşmış; Fas'ta 828, Mısır'da 425 mağaza ile yurt dışı operasyonlar toplam gelirin %5'ini oluşturmuştur. Aynı mağaza satışları %35,1 artarken, müşteri trafiği %3,7 azalmış, sepet büyüklüğü ise %40,3 artış göstermiştir. Türkiye'de özel markalı ürünlerin satış payı %57, FİLE formatında ise %32 seviyesindedir. Net borç çeyreklik bazda 13 milyar TL düşüşle 18,6 milyar TL'ye gerilemiştir.

BİM'in açıkladığı "Bimflasyon" oranı 1Ç25'te %36 olurken, TÜİK verilerine göre gıda ve alkolsüz içeceklerde yıllık enflasyon yüksek seyrini sürdürmüştür. Artan üretici fiyatları ve 2025 başındaki yüksek asgari ücret artışı, özellikle mağaza operasyonları ve lojistik gibi alanlarda maliyetleri yukarı çekmiş, bu da sektöre baskı yaratmıştır. İndirim mağazacılığı ivmesini korurken, BİM düşük kâr marjlı ve etkin maliyet yönetimiyle sektördeki lider konumunu sürdürmektedir.

Şirket, TMS 29 hariç %45 (±%5) satış büyümesi, %7,5 (±%0,5) FAVÖK marjı ve %3,5–4,0 yatırım harcaması hedefi paylaşıırken; TMS 29 dahil hesaplamada bu beklentiler sırasıyla %8 (±%2), %5,0 (±%0,5) ve %3,5–4,0 olarak duyurulmuştur. Güçlü nakit yaratımı sayesinde dış finansman kullanmayan BİM, operasyonel esnekliğini korumakta; özel markalı ürün stratejisi ise yüksek enflasyon ortamında rekabet gücünü desteklemektedir. Öte yandan, yüksek maliyet baskıları, kâr marjları üzerinde risk yaratmaya devam ederken, Rekabet Kurumu tarafından verilen 1,29 milyar TL'lik ceza ve devam eden soruşturmalar, finansallar üzerinde ek belirsizlik oluşturmaktadır. Ancak şirket ilk çeyrekte devam eden zayıf müşteri trafiğinin yılın ikinci yarısında normalleşeceğini öngörüyor.

BIMAS

AL

Hedef fiyat 705.00 TL
Getiri potansiyeli %44

Pay bilgileri

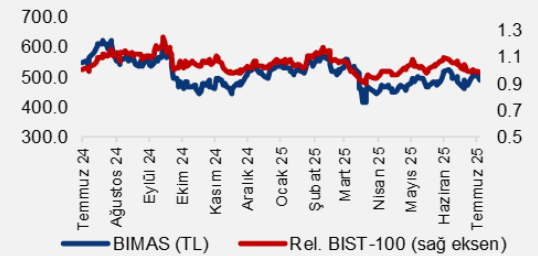
Pay Kodu	BIMAS T1
Pay fiyatı (08.07.2025)	488.00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	411.1 / 618.0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	292,800 - 7,332
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	600.0 - 68%
Yabancı Takas Oranı	46.3%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Perakende Ticaret

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
miloyon ABD doları	63.1	65.9	81.7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-6%	4%	-8%
USD	-8%	-1%	-19%
BIST -100'e göre performans	-11%	-1%	-10%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	474,200	519,567	729,038
FAVÖK	19,854	22,558	37,601
Net kâr	22,300	18,382	20,827

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	13.1x	15.8x	14.1x
F/DD	2.9x	2.3x	2.0x
FD/FAVÖK	15.0x	13.2x	7.9x



BİM Birleşik Mağazalar – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	5,207	3,098	20,433
Ticari alacaklar	23,765	27,147	37,950
Stoklar	39,455	40,818	55,953
Finansal yatırımlar	4,882	5,970	9,478
Maddi duran varlıklar	71,932	99,382	107,686
Diğer duran varlıklar	68,630	83,166	87,485
Toplam varlıklar	213,872	259,582	318,984
Kısa vadeli borçlanmalar	6,726	8,966	9,863
Ticari borçlar	65,179	66,712	98,741
Uzun vadeli borçlanmalar	25,525	31,731	36,490
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	15,750	21,706	29,162
Uzun vadeli yükümlülükler	41,274	53,436	65,652
Özkaynaklar	99,783	129,478	144,729
Ödenmiş sermaye	607	607	607
Toplam kaynaklar	213,872	259,582	318,984
Net borç	22,162	31,628	16,443
Net işletme sermayesi	-1,959	1,253	-4,838
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%28.3	%16.0	%15.2
Net kâr	%4.7	%3.5	%2.9
Aktif devri	2.8x	2.2x	2.5x
Kaldıraç	2.2x	2.1x	2.1x
Aktif kârlılığı	%13.1	%7.8	%7.2
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%15	%16	%15
Net borç/özsermaye	0.22	0.24	0.11
Net borç/FAVÖK	1.12	1.40	0.44
Hisse başına (TL)			
Net kâr	37.17	30.64	34.71
Özkaynak	166.31	215.80	241.21
Temettü	8.26	11.96	9.29

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	474,200	519,567	729,038
Brüt kâr	74,619	90,817	128,366
Faaliyet giderleri	-69,769	-85,472	-114,824
Esas faaliyet kârı	4,849	5,345	13,542
FAVÖK	19,854	22,558	37,601
Net diğer gelir	868	-44	-159
Net finansman geliri	24,885	16,525	16,039
Vergi öncesi kâr	31,828	25,934	32,338
Vergi gideri	-9,528	-7,552	-11,511
Net kâr	22,300	18,382	20,827
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	19,854	22,558	37,601
Vergi gideri	-9,528	-7,552	-11,511
Yatırımlar	-14,992	-17,708	-25,516
İşletme sermayesi değişimi	2,486	3,211	-6,090
Serbest nakit akışı	-7,152	-5,913	6,664
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%70	%10	%40
FAVÖK	%46	%14	%67
Net kâr	%34	-%18	%13
Brüt marj	%15.7	%17.5	%17.6
Esas faaliyet kâr marjı	%1.0	%1.0	%1.9
FAVÖK marjı	%4.2	%4.3	%5.2
Net marj	%4.7	%3.5	%2.9
Serbest nakit akışı marjı	-%1.5	-%1.1	%0.9
Değerleme			
F/K	13.1x	15.8x	14.1x
F/DD	2.9x	2.3x	2.0x
FD/FAVÖK	15.0x	13.2x	7.9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Coca-Cola İçecek

Araştırma kapsamımızda ve model portföyümüzde bulunan Coca-Cola için güncellenen beklentiler doğrultusunda tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı yeniden değerlendirdik. Şirketin karlı satış kanallarına odaklanması, uluslararası operasyonlardaki çeşitliliği ve gelecek döneme ilişkin makro beklentiler doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 73 TL olarak belirlerken, AL görüşümüzü koruyoruz. 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 7,5 F/K ve 6,0 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Büyüme Katalistleri ve Operasyonel Riskler Arasında Denge Sürüyor. Coca-Cola İçecek (CCOLA), 1Ç25 döneminde zorlu makro koşullara rağmen güçlü hacim artışı ve operasyonel verimlilik odağıyla öne çıktı; konsolide satış hacmini yıllık bazda %13,4 artırarak 387 milyon ünite kasaya ulaştırdı. Türkiye operasyonlarındaki %8,4'lük büyümenin yanında, Pakistan, Kazakistan, Azerbaycan ve Irak gibi uluslararası pazarlarda çift haneli hacim artışları şirketin toplam performansına önemli katkı sağladı. 12 ülkede 33 üretim ve 3 meyve işleme tesisiyle faaliyet gösteren CCOLA, geniş satış ağı ve devam eden Bağdat tesisi yatırımıyla üretim kapasitesini güçlendirmeyi sürdürüyor. Finansal tarafta, TMS 29 hariç tutulduğunda net satış geliri yıllık %33,2 artışla 35,9 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı %14,2 seviyesinde gerçekleşti; ancak artan faiz giderleri ve düşen parasal kazanç nedeniyle net kâr yıllık %66 gerileyerek 1,3 milyar TL oldu. Yüksek net borç (34,5 milyar TL) ve yükselen finansman maliyetleri, şirketin kârlılığını baskılayan başlıca unsurlar olarak öne çıktı. Şirket, hacim büyümesini desteklemek için uygun fiyatlandırma stratejilerini ve tüketici odaklı pazarlama faaliyetlerini artırırken, maliyet yönetiminde hammadde ihtiyaçlarının büyük kısmını hedge ederek maliyet istikrarı sağlamaya odaklandı; ayrıca 2026 ve sonrası için de hedge işlemlerini başlattı.

CCOLA operasyonel verimliliği artırmak için yeni üretim tesisi yatırımlarına ve hat genişlemelerine devam ediyor. Ramazan öncesi pazarlama harcamalarının etkisi ve zayıf fiyatlama, brüt kâr marjında düşüşe neden olurken, düşük tüketici alım gücü ve Orta Doğu'daki jeopolitik riskler de kârlılık üzerinde baskı oluşturdu. Bununla birlikte, Pakistan'da enflasyonun gerilemesiyle makroekonomik istikrarın güçlenmesi, büyük operasyonlarda enflasyonun yavaşlama eğilimi ve çeşitlendirilmiş ülke portföyünün kur dalgalanmalarına karşı sağladığı doğal koruma, şirketin gelecek dönemde hacim büyümesini ve pazar payı kazanımını desteklemeye devam edecektir. İleriye dönük olarak, hacim odaklı büyüme stratejisi, fiyat ve maliyet yönetimindeki esneklik, yeni tesis ve kategori yatırımları ile coğrafi genişleme Coca-Cola İçecek'in sürdürülebilir büyümesinin temel katalistleri olmaya devam edecektir. Öte yandan şirketin uygun fiyatlandırma stratejilerinin yarattığı marj baskısı bir süre daha devam edecektir.

CCOLA

AL

Hedef fiyat	73.00 TL
Getiri potansiyeli	%47

Pay bilgileri

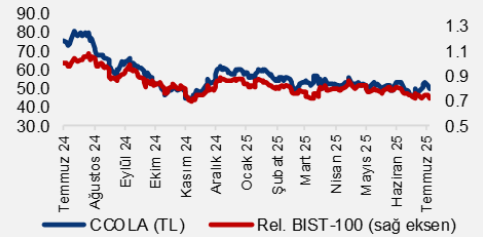
Pay Kodu	CCOLA TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	49.66
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	44.2 / 79.9
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	138,953 - 3,480
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2798.1 - 25%
Yabancı Takas Oranı	81.6%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Gıda & İçecek

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	6.5	6.8	10.2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-6%	-3%	-15%
USD	-8%	-8%	-25%
BIST-100'e göre performans	-11%	-9%	-17%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	145,884	137,683	172,930
FAVÖK	25,869	24,143	30,436
Net kâr	30,576	14,896	18,469

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	4.7x	9.3x	7.5x
F/DD	2.4x	2.4x	1.8x
FD/FAVOK	7.0x	7.5x	6.0x



Coca-Cola İçecek – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	31,409	25,594	28,906
Ticari alacaklar	13,095	15,082	19,425
Stoklar	18,744	16,929	20,325
Finansal yatırımlar	543	105	1,729
Maddi duran varlıklar	85,443	92,411	100,469
Diğer duran varlıklar	9,811	13,132	15,564
Toplam varlıklar	159,045	163,253	186,417
Kısa vadeli borçlanmalar	26,080	23,560	23,324
Ticari borçlar	26,849	28,196	39,087
Uzun vadeli borçlanmalar	27,398	30,530	32,057
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	13,813	13,110	15,564
Uzun vadeli yükümlülükler	41,211	43,640	47,620
Özkaynaklar	56,722	59,108	76,386
Ödenmiş sermaye	254	2,798	2,798
Toplam kaynaklar	159,045	163,253	186,417
Net borç	21,526	28,391	24,746
Net işletme sermayesi	4,990	3,815	663
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%62.7	%25.7	%27.3
Net kâr	%21.0	%10.8	%10.7
Aktif devri	1.1x	0.9x	1.0x
Kaldıraç	2.7x	2.8x	2.6x
Aktif kârlılığı	%23.0	%9.2	%10.6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%34	%33	%30
Net borç/özsermaye	0.38	0.48	0.32
Net borç/FAVÖK	0.83	1.18	0.81
Hisse başına (TL)			
Net kâr	10.93	5.32	6.60
Özkaynak	20.27	21.12	27.30
Temettü	0.57	0.88	0.43

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	145,884	137,683	172,930
Brüt kâr	47,702	48,590	58,796
Faaliyet giderleri	-27,157	-30,224	-37,007
Esas faaliyet kârı	20,546	18,366	21,789
FAVÖK	25,869	24,143	30,436
Net diğer gelir	353	519	582
Net finansman geliri	16,639	1,136	2,075
Vergi öncesi kâr	37,500	19,947	24,352
Vergi gideri	-6,924	-5,051	-5,883
Net kâr	30,576	14,896	18,469
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	25,869	24,143	30,436
Vergi gideri	-6,924	-5,051	-5,883
Yatırımlar	-8,525	-12,255	-13,834
İşletme sermayesi değişimi	1,016	-1,175	-3,152
Serbest nakit akışı	9,404	8,012	13,870
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%57	-%6	%26
FAVÖK	%61	-%7	%26
Net kâr	%112	-%51	%24
Brüt marj	%32.7	%35.3	%34.0
Esas faaliyet kâr marjı	%14.1	%13.3	%12.6
FAVÖK marjı	%17.7	%17.5	%17.6
Net marj	%21.0	%10.8	%10.7
Serbest nakit akışı marjı	%6.4	%5.8	%8.0
Değerleme			
F/K	4.7x	9.3x	7.5x
F/DD	2.4x	2.4x	1.8x
FD/FAVOK	7.0x	7.5x	6.0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

DESA

Desa Deri (DESA) için 12 aylık 16,00 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz; hedef fiyatımız cari fiyata göre yaklaşık %66'lık getiri potansiyeli sunuyor. Şirketin sağlam bilançosu ve sektör dinamiklerindeki dengelenmeyle birlikte mevcut hedef fiyatın ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'de dezenflasyonun satın alma gücünü kademeli olarak toparlaması ve yüksek politika faizinin baskıladığı maliyet tarafında görülen gevşeme, yılın ikinci yarısında iç talebi canlı tutarken ihracat siparişlerine de alan açıyor. Bu anlamda şirketin yurtiçi talep artışını mağaza açılışlarıyla karşılayan, ihracat pazarlarında talep yükseldiğinde üretimi artıran esnek iş modelini beğeniyoruz.

1972'de kurulan DESA, İstanbul ve Düzce'deki üretim tesisleri ve Çorlu'daki tabakhane ile dikey entegre bir yapı sunarken; 2023'te Toscana'da faaliyete geçen Ar-Ge ve butik merkezle "Made in Italy" etiketiyle yüksek katma değerli ürünler üretebiliyor. Prada, Miu Miu, Bulgari, Tumi ve Chloé gibi lüks markaların uzun süreli üretim partneri olan şirket, Türkiye'de Samsonite distribütörlüğünün yanı sıra 2007'den beri Azerbaycan, Gürcistan, Ermenistan ve KKTC'de bölgesel bir JV modeliyle faaliyet gösteriyor. Şirketin 2025 ilk çeyrek itibarıyla 110 mağazası bulunurken, mağaza alanı ise 14,7 bin m²'ye ulaştı.

DESA'nın 1Ç25 finansallarını olumlu karşılamıştık. Şirket, 1Ç25'te satışlarını yıllık bazda %2 artışla 759 mn TL'ye taşıırken brüt kâr marjını %53,5'te, FAVÖK marjını ise %25,4'te korudu. Net dönem kârı 122 mn TL'ye yükseldi. Net nakit pozisyonu aynı dönemde 1,58 mlr TL'ye (41,6 mn USD) çıkarak tarihî zirveye ulaştı. Ocak 2025'te sermayesini iç kaynaklardan bedelsiz olarak 490 mn TL'ye yükselten şirket, Nisan'da onaylanan 100 mn TL nakit temettüyü Eylül - Kasım 2025 arasında üç taksitte dağıtacak.

Önümüzdeki dönemde şirketin büyüme ivmesini birkaç unsur belirleyecek. Pandemi öncesi yaklaşık %50 olan ihracat payı, iç talep ve turist trafiği artışına rağmen bugünlerde %15 – 20 aralığında seyrediyor. Bu anlamda E-ihracat B2C hamleleriyle Avrupa'daki zayıf tüketimi telafi etme; Erbil ve Bağdat mağazalarıyla Körfez pazarına genişleme; ABD'li markaların Asya'dan tedarik kaydırması sonucu Ralph Lauren ve Marc Jacobs gibi müşterilerle ek sipariş fırsatları önemli katalistler konumunda bulunuyor. Döviz kuru oynaklığı ve global tüketimde ani daralma başlıca risk unsurlarımız arasında yer alıyor. Tüm veriler ışığında, DESA'nın ihracat payını yeniden yukarı taşıyarak, iç talepteki toparlanma ile birlikte karlılığını artırabileceğini düşünüyoruz.

DESA

AL

Hedef fiyat 16,00 TL
Getiri potansiyeli %66

Pay bilgileri

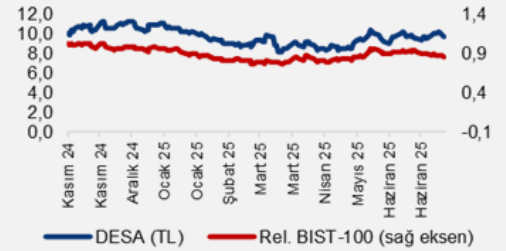
Pay Kodu	DESA T1
Pay fiyatı (08.07.2025)	9,61
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	8,0 / 11,1
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	4.709 - 118
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	490 - 22%
Yabancı Takas Oranı	10.36%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Deri Giyim

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
miloyon ABD doları	0,3	0,6	0,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	5%	-10%
USD	-2%	0%	-21%
BIST-100'e göre performans	-5%	0%	-12%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	3.536	2.980	3.904
FAVÖK	1.162	870	1.132
Net kâr	716	313	484

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	6,6x	15,0x	9,7x
F/DD	2,0x	1,6x	1,4x
FD/FAVOK	2,0x	2,6x	2,0x



DESA – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	943	26	463
Ticari alacaklar	296	386	447
Stoklar	465	706	763
Finansal yatırımlar	471	1.586	1.586
Maddi duran varlıklar	603	675	780
Diğer duran varlıklar	961	1.047	1.183
Toplam varlıklar	3.739	4.427	5.222
Kısa vadeli borçlanmalar	135	151	159
Ticari borçlar	602	683	837
Uzun vadeli borçlanmalar	154	167	169
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	504	477	625
Uzun vadeli yükümlülükler	658	644	794
Özkaynaklar	2.345	2.948	3.432
Ödenmiş sermaye	245	245	245
Diğer özkaynaklar	2.100	2.703	3.187
Toplam kaynaklar	3.739	4.427	5.222
Net borç	-654	292	-136
Net işletme sermayesi	160	409	373
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%41,5	%11,8	%15,2
Net kâr	%20,3	%10,5	%12,4
Aktif devri	1,2x	0,7x	0,8x
Kaldıraç	1,8x	1,5x	1,5x
Aktif kârlılığı	%23,6	%7,7	%10,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%8	%7	%6
Net borç/özsermaye	-0,28	0,10	-0,04
Net borç/FAVÖK	-0,56	0,34	-0,12
Hisse başına (TL)			
Net kâr	1,46	0,64	0,99
Özkaynak	4,78	6,02	7,00
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	3.536	2.980	3.904
Brüt kâr	1.757	1.710	2.239
Faaliyet giderleri	-1.008	-1.168	-1.529
Esas faaliyet kâr	749	541	710
FAVÖK	1.162	870	1.132
Net diğer gelir	144	8	15
Net finansman geliri	-144	-281	-356
Vergi öncesi kâr	913	496	683
Vergi gideri	-197	-183	-200
Net kâr	716	313	484
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	1.162	870	1.132
Vergi gideri	-187	-135	-178
Yatırımlar	85	42	51
İşletme sermayesi değişimi	66	250	-37
Serbest nakit akışı	993	527	1.042
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%39	-%16	%31
FAVÖK	%50	-%25	%30
Net kâr	%264	-%56	%54
Brüt marj	%49,7	%57,4	%57,4
Esas faaliyet kâr marjı	%21,2	%18,2	%18,2
FAVÖK marjı	%32,8	%29,2	%29,0
Net marj	%20,3	%10,5	%12,4
Serbest nakit akışı marjı	%23,3	%14,9	%24,1
Değerleme			
F/K	6,7x	15,2x	9,9x
F/DD	2,0x	1,6x	1,4x
FD/FAVOK	2,0x	2,6x	2,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Doğan Holding

Doğan Holding (DOHOL) için 12 aylık hedef fiyatımızı 23,10 TL'ye yükseltiyor ve cari fiyata göre yaklaşık %50 yükseliş potansiyeli sunduğu için "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. Yaklaşık 650 mn USD'lik solo net nakit pozisyonu ve düşük borçluluk, temettü ile pay geri alımı yanında seçici şirket alımları için önemli bir finansal esneklik sağlarken; 2,5 mlr USD seviyesindeki Net Aktif Değer'in orta vadede 4 mlr USD'ye çıkarılmasına yönelik plan, hisse üzerindeki değer açığının kapanmasını tetikleyebilecek ana katalizör konumunda. Stratejik büyüme alanları (yenilenebilir enerji, finansal hizmetler, madencilik) için 1 mlr USD'lik iştirak değerlendirme hedefleri, Galata Wind'in 1.100 + MW kapasite vizyonu, dijital sigortada 533 mn USD portföy büyüklüğü ve genişleyen maden lisanslarıyla destekleniyor.

Doğan Holding, portföyünü Galata Wind'in yenilenebilir enerji projelerinden Gümüştaş'ın madencilik yatırımlarına, Hepiyi Sigorta ve D Yatırım Bankası'nın finansal hizmetlerine ve Daiichi ile Karel'in teknoloji odaklı girişimlerine kadar geniş bir yelpazede konumlandırıyor. 2025'in ilk çeyreğinde şirketin Net Aktif Değeri 2,5 milyar dolar seviyesine ulaşırken, şirketin piyasa değeri 1,0 milyar dolar olarak gerçekleşti. 1Ç'de şirketin konsolide gelirleri 19,0 milyar TL olarak gerçekleştirirken, FAVÖK'ü 1,8 milyar TL olarak gerçekleştirdi. Madencilik segmenti %55'lik yüksek marjıyla kârlılığı desteklerken, Doğan Trend'deki ciro daralması ve Karel'deki zayıf görünüm toplam performansı baskılayarak dönem sonunda 520 milyon TL net zarar kaydedilmesine yol açtı; buna karşın solo bazda 646 milyon dolar net nakit pozisyonu bilanço gücünü korudu.

Yönetim, portföyü uzun vadeli büyüme potansiyeli yüksek alanlara kaydırma stratejisini kararlı biçimde sürdürüyor. Galata Wind, yurt içi rüzgâr projelerinin yanı sıra İtalya ve Almanya'daki yatırımlarla küresel ayak izini genişletiyor; Gümüştaş'ın 90 mn USD'lik yatırım programının ilk fazı 2025'te devreye alındı. Finansal hizmetlerde Hepiyi Sigorta kasko pazar payını %1,9'dan %4,3'e çıkarırken, D Yatırım Bankası sermaye artışıyla ölçek büyümesini hızlandırdı. Daiichi'nin %25 hissesinin alınması ve Karel'de yürütülen yeniden yapılanma, teknoloji kolunu güçlendiren diğer önemli adımlar.

2025'te şirket, yatırım ve finans segmentleri hariç ciroda reel %5-8, FAVÖK'te reel %6-10 büyüme ve dolar bazında Net Aktif Değer'de %5-10 artış öngörüyor. Bu veriler ışığında, güçlü net nakit pozisyonu ve dengeli portföyü sayesinde Doğan Holding'in değerinin hâlen tam fiyatlanmadığını düşünüyoruz. 23,10 TL hedef fiyatımız ~%50 getiri potansiyeli sunuyor ve operasyonel toparlanmayla bu potansiyelin açığa çıkacağına inanıyoruz.

DOHOL

AL

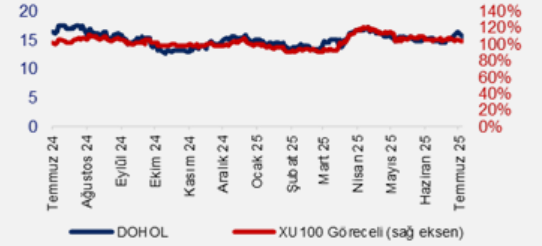
12 Aylık Hedef Fiyat 23,10 TL
Getiri Potansiyeli %50

Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL TI
Pay fiyatı (8 Temmuz 2025)	15,43
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	13 / 17
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	38077,3 - 987,2
Pay adedi (mn) % halka açıklık oranı	2.617
Yabancı Takas Oranı	18,53%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Holding

Ortalama işlem hacmi mn USD	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	7,9	10,0	10,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-11%	8%	0%
USD	-13%	0%	-8%
BIST-100'e göre performans	-12%	14%	5%



Doğan Holding – NAD Tablosu

DOHOL Hedef Net Aktif Değer Tablosu - Tacirler Yatırım							
Segment	Değerleme Yöntemi	Cari Piyasa Değeri	Holding Payı (%)	Holding Payı (mn TL)	% of NAD	Holding Payı Hedef Değer (mn TL)	% of NAD
Elektrik Üretimi							
Galata Wind	Piyasa Değeri	12.852	70%	8.996	11%	11.650	11%
Total				8.996		11.650	11%
Elektronik, Sanayi ve Teknoloji							
Ditaş	Piyasa Değeri	2.338	68%	1.595	2%	2.066	2%
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	160	100%	160	0%	207	0%
Sesa Ambalaj	7,9x FD/FAVÖK	3.870	70%	2.709	3%	3.508	3%
KAREL	Piyasa Değeri	6.689	40%	2.676	3%	3.465	3%
Daiichi	İşlem Değeri	2.401	25%	600	1%	777	1%
Total				7.740		10.024	9%
Otomotiv							
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri @ 1.9x	1.321	100%	1.321	2%	1.710	2%
Total				1.321		1.710	2%
Finans ve Yatırım							
D Yatırım Bank	Defter Değeri @ 1.5x	1.441	100%	1.441	2%	1.866	2%
Doruk Faktoring	Defter Değeri @ 1.5x	2.001	100%	2.001	3%	2.591	3%
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri @ 2,0x	9.015	85%	7.663	10%	9.923	10%
Öncü Girişim Sermaye	Insider Hisse Değeri	934	100%	934	1%	1.210	1%
Total				12.039		15.590	15%
İnternet ve Eğlence							
Kanal D Romania	3,8 FD/FAVÖK	1.522	100%	1.522	2%	1.971	2%
Glokal (Hepsi Emlak)	7,4x FD/FAVÖK	3.191	79%	2.528	3%	3.274	3%
Total				4.050		5.245	5%
Gayrimenkul							
D Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	7.291	100%	7.291	9%	9.441	9%
D Yapı - Romanya	Ekspertiz Değeri	910	100%	910	1%	1.178	1%
Dogan Holding İstanbul	Ekspertiz Değeri	301	100%	301	0%	390	0%
Kandilli Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	2.552	50%	1.276	2%	1.652	2%
M Investment	Ekspertiz Değeri	2.910	22%	644	1%	835	1%
Total				10.422		13.496	13%
Diğer							
Milta Turizm	Alım Bedeli	3.562	100%	3.562	4%	4.613	5%
Doğan Yayıncılık	Alım Bedeli	25	100%	25	0%	32	0%
Total				3.587		4.645	5%
Madencilik							
Gümüştaş	Alım Bedeli	6.564	75%	4.923	6%	6.375	6%
Doku	Alım Bedeli	720	75%	540	1%	700	1%
Total				5.463		7.075	7%
Toplam				53.618		69.436	
Halka Açık				13.267		17.181	17%
Halka Açık Olmayan				40.351		52.255	52%
Net Nakit				25.854		31.137	31%
Net Aktif Değer (mn TL)				79.473		100.573	
Doğan Holding Piyasa Değeri (mn TL)				40.380		40.380	
İskonto / Prim				-49%		-60%	
Uygulanan İskonto (%)						40%	
Hisse Fiyatı						15,43	
Hedef Fiyat						23,10	
Yükseliş Potansiyeli						50%	

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

Doğuş Otomotiv

Baskılı geçen birinci çeyreğinden ardından ikinci çeyrekte yıllık bazda ivme kazanan otomobil satışları beraberinde Doğuş Otomotiv için tahminlerimizi güncelleyerek 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 231,70 TL'den (temettü etkisi hariç 259 TL), 235,00 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımızın hem endeks beklentimize paralel ölçüde getiri potansiyeli işaret etmesi hem de sektör geneli karlılık marjlarındaki beklediğimiz toparlanmaların daha kademeli gerçekleşeceği öngörüsüyle "TUT" tavsiyemizi koruyoruz. Şirket, 2025 yılı tahminlerimize göre 8.6x F/K ve 1.8x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

1Ç25 finansalların ardından 2025 yılı beklentileri korunuyor. Şirket, 2024 yılını 1,28mn adetle tamamlayan yurt içi toplam araç pazarını, 2025 yılında 1mn adet bandında olmasını (Tacirler Yatırım beklenti: 1.146mn adet) Doğuş Otomotiv satışlarının ise Skoda hariç 115 bin adet (Tacirler Yatırım: 136,8 bin adet) olmasını beklemektedir. DOAS'ın 2025 yılı gelirlerinin nominal %11 artışla 208,8 milyar TL'ye ulaşmasını, buna karşılık %7 marj ile 14,5 milyar TL FAVÖK yaratımı öngörüyoruz. Şirket, 2024 yılını 7,6 milyar TL net kar ile tamamlarken, 2025 yılı beklentimiz 4,6 milyar TL net karlılık yönünde.

Gelecek görünümde katma değerli segmentlerde büyüme öne çıkıyor. Doğuş Otomotiv, araç distribütörlüğündeki ana rolünü sürdürürken, farklı segmentlerdeki faaliyetleriyle ürün ve hizmet çeşitliliğini artırmaya devam etmektedir. Şirket, Doğuş Marine Services çatısı altında denizcilik alanında satış, satış sonrası hizmet ve yedek parça operasyonlarını kurumsal bir yapıyla sürdürmekte, Novamarine ve Aerofoils gibi premium markalarla yaptığı yeni distribütörlük anlaşmalarıyla bu alandaki varlığını pekiştirmektedir. Ayrıca Meiller ve Wielton markalarıyla yarı römork segmentinde, Scania ile endüstriyel ve deniz motorları, Thermo King ile soğutma sistemleri pazarında rekabetçi bir rol üstlenmektedir. MATE.Bike markasıyla elektrikli mobilite alanında da yer alan şirket, 2023 yılında faaliyetlerine başlayan Doğuş Şarj Sistemleri aracılığıyla elektrikli araç altyapısına yönelik hizmetler sunmaya başlamıştır. Bisiklet ve denizcilik gibi katma değerli segmentlerdeki bu genişlemenin, uzun vadeli gelecek görünümde şirketin hem ürün gamı çeşitlendirmesine hem de karlılık marjlarına olumlu katkı sağlayabileceğini öngörüyoruz.

İstikrarlı temettü performansı devam ediyor... Yıl sonu finansallarının ardından Doğuş Otomotiv, 2024 yılı kârından pay başına 27,27 TL brüt temettü dağıtımını gerçekleştirdi. Borsada işlem görmeye başladığı 2004 yılından bu yana geçen 21 yılın 16'sında düzenli temettü ödeyen şirket, bu dönemde ortalama %66 temettü dağıtım oranına ulaşarak yatırımcılarına yıllık ortalama %9,6 temettü verimi sundu. Bu oran, BIST geneline kıyasla oldukça yüksek seviyede. Temettü geçmişi ve güçlü nakit üretimi göz önünde bulundurulduğunda, 2026 yılında da yaklaşık %60 seviyelerinde bir dağıtım oranı ile temettü politikasını sürdürmesini bekliyoruz.

DOAS

TUT

Hedef fiyat	TL 235
Getiri potansiyeli	%32

Pay bilgileri

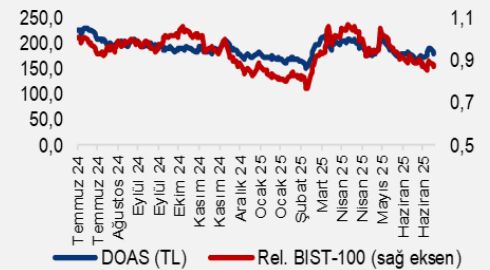
Pay Kodu	DOAS TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	178,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	150,3 / 229,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	39.160 - 981
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	220 - 39%
Yabancı Takas Oranı	20.21%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	7,6	11,4	12,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	-12%	4%
USD	-2%	-17%	-8%
BIST-100'e göre performans	-5%	-17%	2%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	215.478	188.375	208.776
FAVÖK	35.627	16.740	14.506
Net kâr	28.330	7.592	4.578

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	1,4x	5,2x	8,6x
F/DD	0,7x	0,7x	0,7x
FD/FAVÖK	2,5x	2,1x	1,8x



Doğuş Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	11.036	9.414	6.450
Ticari alacaklar	18.595	15.853	25.696
Stoklar	15.376	15.410	18.684
Finansal yatırımlar	1.816	0	0
Maddi duran varlıklar	17.675	20.889	24.017
Diğer duran varlıklar	33.487	30.643	37.097
Toplam varlıklar	97.985	92.209	111.944
Kısa vadeli borçlanmalar	6.634	6.200	11.467
Ticari borçlar	12.302	14.335	22.020
Uzun vadeli borçlanmalar	8.931	5.904	5.376
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	10.434	10.814	18.970
Uzun vadeli yükümlülükler	38.301	37.253	57.834
Özkaynaklar	59.685	54.956	54.110
Ödenmiş sermaye	220	200	200
Diğer özkaynaklar	59.465	54.757	53.910
Toplam kaynaklar	97.985	92.209	111.944
Net borç	4.529	2.691	10.394
Net işletme sermayesi	21.668	16.929	22.360
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%54,1	%13,2	%8,4
Net kâr	%13,1	%4,0	%2,2
Aktif devri	2,5x	2,0x	2,0x
Kaldıraç	1,6x	1,7x	1,9x
Aktif karlılığı	%33,4	%8,0	%4,5
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%16	%13	%15
Net borç/özsermaye	0,08	0,05	0,19
Net borç/FAVÖK	0,13	0,16	0,72
Hisse başına (TL)			
Net kâr	128,77	34,51	20,81
Özkaynak	271,29	249,80	245,95
Temettü	43,59	59,75	27,27

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	215.478	188.375	208.776
Brüt kâr	46.389	30.232	31.459
Faaliyet giderleri	-12.517	-15.696	-20.263
Esas faaliyet kârı	33.872	14.536	11.196
FAVÖK	35.627	16.740	14.506
Net diğer gelir	4.577	1.708	2.502
Net finansman geliri	-7.657	-3.252	-5.962
Vergi öncesi kâr	37.366	12.698	8.772
Vergi gideri	-8.833	-5.055	-4.194
Net kâr	28.330	7.592	4.578

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025T
FAVÖK	35.627	16.740	14.506
Vergi gideri	-8.833	-5.055	-4.194
Yatırımlar	-1.111	-3.763	-4.116
İşletme sermayesi değişimi	12.159	-4.739	2.869
Serbest nakit akışı	13.524	12.662	3.328

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025T
Net satışlar	%69	-%13	%11
FAVÖK	%82	-%53	-%13
Net kâr	%26	-%73	-%40
Brüt marj	%21,5	%16,0	%15,1
Esas faaliyet kâr marjı	%15,7	%7,7	%5,4
FAVÖK marjı	%16,5	%8,9	%6,9
Net marj	%13,1	%4,0	%2,2
Serbest nakit akışı marjı	%6,3	%6,7	%1,6

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	1,4x	5,2x	8,6x
F/DD	0,7x	0,7x	0,7x
FD/FAVOK	2,5x	2,1x	1,8x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Ford Otomotiv

Yüksek üretim maliyetleri ve EUR/Dolar paritesindeki zayıflıkla zorlu geçen yılın birinci çeyreğinin ardından Ford Otosan (FROTO) için gelecek görünümüne ilişkin genel beklentimizi korumakla birlikte, tahminlerimizi güncelliyoruz. FROTO için 12 aylık pay başına 139,5 TL (temettü ve bölünme etkisi dahil) olan hedef fiyatımızı 135 TL'ye revize ediyor, "AL" tavsiyemizi ve model portföyümüzdeki yerini korumayı sürdürüyoruz. Şirket, 2025T dönemi tahminlerimize göre 6.6x F/K ve 3.6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup; artan üretim kapasitesi, yeni model lansmanları, elektrifikasyon dönüşümü ve güçlü ihracat kası, uzun vadeli görünümde toparlanmayı gerçekleştirecek ana katalistler olarak öne çıkmaktadır.

Beklentiler korunuyor. Şirket, 2025 yılına ilişkin beklentilerini korurken toplam satış adetlerinin 700–760 bin (Tacirler Yatırım: 735 bin adet), üretimin ise 700–750 bin adet aralığında gerçekleşmesi öngörülmektedir. Türkiye operasyonlarından 460–490 bin, Romanya'dan ise 240–260 bin adet üretim hedeflenirken; 2024'te 546 bin adet olan toplam yurtdışı satışın 610–660 bin adede çıkması beklenmektedir. (Tacirler Yatırım: 629 bin adet) İhracatın 410–440 bin adedi Türkiye, 200–220 bin adedi ise Romanya üzerinden olması öngörülmektedir. Yurt içi perakende satış beklentisi 90 -100 bin adet olup, önceki yıla göre sınırlı bir iyileşme beklenmektedir. (Tacirler Yatırım: 106 bin adet) Şirketin toplam otomotiv pazarı beklentisi ise 2024 yılında gerçekleşen 1.279 bin adetten 950–1.050 bin adet aralığındadır. (Tacirler Yatırım: 1.146 bin adet). 2025 yılı için yatırım harcaması beklentisi 750–850 milyon EUR (2024: 739 milyon EUR). Şirket, 2025 yılında %7-8 bandında FAVÖK marjı öngörmektedir. (Tacirler Yatırım: %7,1)

Ford Otosan, 2025 ve sonrası için ihracat odaklı büyüme stratejisini elektrifikasyon yatırımları, ürün gamı çeşitliliği ve uluslararası iş birlikleriyle desteklemeye devam etmektedir. Yeni nesil Courier ve E-Truck modellerinin üretime alınması, Puma'nın elektrikli versiyonunun Avrupa pazarına sunulması ve yıl sonuna doğru VW için ticari araç üretiminin devreye girmesiyle birlikte şirketin hem teknolojik dönüşüm kapasitesi hem de küresel rekabet gücü artmaktadır. Elektrifikasyon alanındaki bu adımlar, Avrupa'da giderek sıkılaştan çevresel regülasyonlara uyumu da güçlendirirken, sürdürülebilirlik hedefleriyle uyumlu uzun vadeli bir dönüşüm çizgisine işaret etmektedir. Bu kapsamda, Avrupa Birliği'nde 2028 itibarıyla yürürlüğe girecek olan Doğrudan Görüş Standardı (GSR D) kapsamında Iveco ile imzalanan 343 milyon Euro'luk ortak geliştirme anlaşması, şirketin mühendislik gücünü pekiştirirken, ağır ticari segmentte de ileriye dönük stratejik pozisyonunu güçlendirmektedir. Kur dalgalanmalarına karşı Euro bazlı ihracat sözleşmeleri ile görece korunaklı yapısını sürdüren Ford Otosan, iç ve dış pazarda dengeli büyüme odağını koruyarak, uzun vadede katma değeri yüksek üretimle Avrupa otomotiv sanayisindeki konumunu daha da pekiştirmeyi hedeflemektedir.

FROTO

AL

Hedef fiyat	TL 135
Getiri potansiyeli	%45

Pay bilgileri

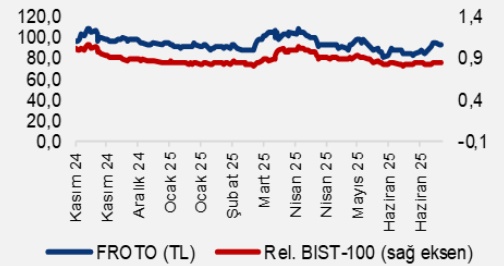
Pay Kodu	FROTO TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	92,85
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	80,2 / 108,3
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	325.820 - 8.159
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	3.509 - 18%
Yabancı Takas Oranı	27.43%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	26,3	27,0	31,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	-10%	1%
USD	4%	-15%	-11%
BIST-100'e göre performans	1%	-15%	-1%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	654.549	654.868	833.167
FAVÖK	67.870	43.880	58.806
Net kâr	77.953	42.774	49.249

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	4,2x	7,6x	6,6x
F/DD	2,8x	2,6x	1,9x
FD/FAVOK	5,2x	4,2x	3,6x



Ford Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	24.193	24.577	51.846
Ticari alacaklar	72.445	75.092	84.618
Stoklar	46.643	43.958	75.277
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	119.429	130.091	153.036
Diğer duran varlıklar	82.130	85.935	86.222
Toplam varlıklar	344.840	359.653	450.999
Kısa vadeli borçlanmalar	53.971	49.372	63.594
Ticari borçlar	83.530	72.805	91.408
Uzun vadeli borçlanmalar	66.409	86.839	88.360
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	24.916	23.819	40.029
Uzun vadeli yükümlülükler	228.826	232.835	283.391
Özkaynaklar	116.014	126.818	167.608
Ödenmiş sermaye	386	351	351
Diğer özkaynaklar	115.628	126.468	167.257
Toplam kaynaklar	344.840	359.653	450.999
Net borç	96.188	111.633	100.109
Net işletme sermayesi	35.559	46.245	68.488

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%79,0	%35,2	%33,5
Net kâr	%11,9	%6,5	%5,9
Aktif devri	2,1x	1,9x	2,1x
Kaldıraç	3,2x	2,9x	2,8x
Aktif kârlılığı	%25,1	%12,1	%12,2

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%35	%38	%34
Net borç/özsermaye	0,83	0,88	0,60
Net borç/FAVÖK	1,42	2,54	1,70

Hisse başına (TL)

Net kâr	22,21	12,19	14,03
Özkaynak	33,06	36,14	47,76
Temettü	8,11	7,38	1,71

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	654.549	654.868	833.167
Brüt kâr	87.793	60.099	74.397
Faaliyet giderleri	-29.560	-28.010	-34.289
Esas faaliyet kârı	58.233	32.089	40.109
FAVÖK	67.870	43.880	58.806
Net diğer gelir	11.713	-188	-323
Net finansman geliri	972	1.869	953
Vergi öncesi kâr	75.367	40.731	47.096
Vergi gideri	2.586	2.043	2.153
Net kâr	77.953	42.774	49.249

Nakit akış tablosu

FAVÖK	67.870	43.880	58.806
Vergi gideri	2.586	2.043	2.153
Yatırımlar	-49.540	-44.022	-40.864
İşletme sermayesi değişimi	9.820	10.686	-3.744
Serbest nakit akışı	11.097	-8.786	23.839

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%28	%0	%27
FAVÖK	%34	-%35	%34
Net kâr	%77	-%45	%15
Brüt marj	%13,4	%9,2	%8,9
Esas faaliyet kâr marjı	%8,9	%4,9	%4,8
FAVÖK marjı	%10,4	%6,7	%7,1
Net marj	%11,9	%6,5	%5,9
Serbest nakit akışı marjı	%1,7	-%1,3	%2,9

Değerleme

F/K	4,2x	7,6x	6,6x
F/DD	2,8x	2,6x	1,9x
FD/FAVOK	5,2x	4,2x	3,6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Koton

Koton için hedef fiyatımızı 27,00 TL'ye çekmemize yol açan talep yumuşaması, BDT pazarındaki kur baskısı ve yüksek finansman giderleri büyüme görünümünü kısa vadede törpülüyor; buna karşın hisse hâlen cari fiyata göre yaklaşık %87 yükseliş alanı sunduğundan "AL" tavsiyemizi koruyoruz. E-ticaretin çift haneli reel büyümesi, Körfez merkezli franchise atağı ve yurt içi talebin kademeli toparlanması, yılın ikinci yarısından itibaren operasyonel ivmeyi yeniden güçlendirecek temel katalizörler olarak öne çıkıyor.

Türkiye'nin önde gelen moda perakendecilerinden Koton, doğrudan yatırımların yanı sıra sermaye gereksinimini hafifleten franchise modeliyle coğrafi ağını genişletiyor. 31 Mart 2025 itibarıyla 242'si Türkiye'de, 207'si yurt dışında olmak üzere toplam mağaza sayısı 449'a ulaştı; yönetim yıl sonuna kadar en az 466 mağazaya çıkmayı ve büyümenin ağırlıklı olarak uluslararası pazarlarda sürmesini hedefliyor. Körfez'de Apparel Group ile kurulan ortaklık sayesinde Kuveyt, Katar ve Umman'a girilirken, mevcut 16 mağazanın verimliliği artırmayı hedefliyor.

Yurt içinde perakende tarafında 2Ç'de hafif bir reel küçülme olasılığı masadayken, agresif indirimlerden kaçınan strateji e-ticarette kârlılığı korurken hacmi bir miktar aşağı çekebilir. Buna karşılık, Körfez'de Apparel Group ortaklığıyla açılan 16 mağaza capex yükünü Koton'un bilançosuna yansıtmazken verimliliği yukarı taşıyor; yatırımın geri ödeme süresi yaklaşık 2,5 yıl. Uluslararası e-ticaret satışları 1Ç25'te reel %65 artarak fiziksel mağazalardaki durgunluğu kısmen telafi etti. Sadakat programı Koton Club'ın 7,2 milyon üyeye ulaşması veri odaklı pazarlama ve sepet büyüklüğü açısından ilave kaldıraç sağlıyor.

Şirket, IAS 29 uygulanmamış bazda 2025 için konsolide satışlarda yaklaşık %40 büyüme, yıl sonuna kadar en az 466 mağazaya ulaşma ve büyümenin ağırlıklı olarak uluslararası pazarlarda franchise modeliyle sürmesi hedeflerini yineliyor. Operasyonel giderler tarafında maaş zamlarının devreye girdiği 2Ç'ye rağmen sıkı maliyet disiplini uygulanıyor; yönetim 1Ç'deki 391 mn TL zararın bu çeyrekte daha sınırlı kalmasını, hatta kur farkı gelirlerinin desteğiyle alt satırın pozitifte dönebileceğini öngörüyor.

KOTON

AL

Hedef fiyat 27,00 TL
Getiri potansiyeli %87

Pay bilgileri

Pay Kodu	KOTONTI
Pay fiyatı (08.07.2025)	14,46
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	13,9 / 21,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	11.997 - 300
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	830 - 16%
Yabancı Takas Oranı	0.00%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
miloyon ABD doları	2,2	1,8	1,9

Fiyat performansı

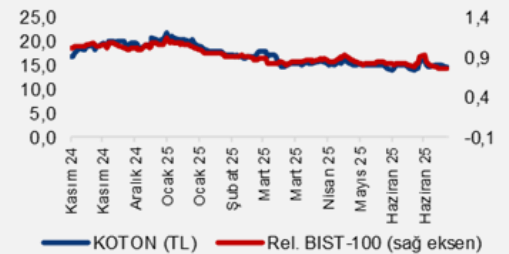
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-2%	-6%	-27%
USD	-4%	-11%	-36%
BIST-100'e göre performans	-7%	-11%	-28%

Tahminler (TL mn)

	2023	2024	2025T
Net satışlar	24.825	25.006	33.177
FAVÖK	5.378	4.510	5.993
Net kâr	2.606	-475	227

Değerleme

	2023	2024	2025T
F/K	4,6x	n.a.	52,9x
F/DD	2,1x	1,9x	1,9x
FD/FAVOK	2,0x	2,6x	2,0x



Koton – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	518	585	537
Ticari alacaklar	1.655	1.780	2.253
Stoklar	7.384	7.978	9.815
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	2.609	2.537	3.108
Diğer duran varlıklar	5.574	6.466	7.889
Toplam varlıklar	17.741	19.346	23.602
Kısa vadeli borçlanmalar	3.231	4.596	5.974
Ticari borçlar	4.814	5.212	6.853
Uzun vadeli borçlanmalar	2.134	1.854	2.411
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.735	1.509	1.962
Uzun vadeli yükümlülükler	3.869	3.363	4.372
Özkaynaklar	5.826	6.175	6.402
Ödenmiş sermaye	796	830	830
Diğer özkaynaklar	5.031	5.346	5.573
Toplam kaynaklar	17.741	19.346	23.602
Net borç	4.847	5.865	7.848
Net işletme sermayesi	4.225	4.546	5.215
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%51,2	-%7,9	%3,6
Net kâr	%10,5	-%1,9	%0,7
Aktif devri	1,4x	1,3x	1,5x
Kaldıraç	3,6x	3,1x	3,4x
Aktif kârlılığı	%14,3	-%2,6	%1,1
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%30	%33	%36
Net borç/özsermaye	0,83	0,95	1,23
Net borç/FAVÖK	0,90	1,30	1,31
Hisse başına (TL)			
Net kâr	3,14	n.a.	0,27
Özkaynak	7,02	7,44	7,72
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	24.825	25.006	33.177
Brüt kâr	12.919	13.426	17.779
Faaliyet giderleri	-10.488	-11.562	-15.209
Esas faaliyet kârı	2.431	1.863	2.570
FAVÖK	5.378	4.510	5.993
Net diğer gelir	-140	-1.824	-1.619
Net finansman geliri	953	-664	-641
Vergi öncesi kâr	3.234	-630	302
Vergi gideri	-628	156	-76
Net kâr	2.606	-475	227
Nakit akışı tablosu			
FAVÖK	5.378	4.510	5.993
Vergi gideri	-608	-466	-642
Yatırımlar	715	809	1.040
İşletme sermayesi değişimi	1.940	321	669
Serbest nakit akışı	3.546	4.532	5.721
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%9	%1	%33
FAVÖK	%39	-%16	%33
Net kâr	%20	n.a.	n.a.
Brüt marj	%52,0	%53,7	%53,6
Esas faaliyet kâr marjı	%9,8	%7,5	%7,7
FAVÖK marjı	%21,7	%18,0	%18,1
Net marj	%10,5	-%1,9	%0,7
Serbest nakit akışı marjı	%8,5	%11,7	%11,0
Değerleme			
F/K	4,6x	n.a.	52,9x
F/DD	2,1x	1,9x	1,9x
FD/FAVÖK	2,0x	2,6x	2,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Lider Faktoring

1Ç25 sonuçlarının ardından Lider Faktoring için pay başına 3,70 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı 4,20 TL'ye yükseltiyoruz. Cari fiyatlara göre %16 getiri potansiyeli sunan hisse için "TUT" tavsiyemizi koruyoruz. Ayrıca, Lider Faktoring'i araştırma kapsamımızdan çıkarıyoruz. 2025 yılının ilk yarısında devam eden dezenflasyon süreci ve yüksek faiz ortamı faktoring sektörünün gelir yaratma kapasitesini desteklerken, yılın ikinci yarısında başlamasını beklediğimiz faiz indirimi süreci karlılık marjları üzerinde yeniden baskı unsuru olabilir.

Gelir büyümesi güçlü, ancak marjlarda sınırlı gerileme. 1Ç25 itibarıyla şirketin esas faaliyet gelirleri yıllık bazda %72 artışla 1,02 milyar TL seviyesine ulaştı. Artan işlem hacmi, genişleyen müşteri tabanı ve şube ağı faktoring gelirlerini desteklerken, net kar %41 artışla 188 milyon TL olarak gerçekleşti. Ancak finansman giderlerindeki yükseliş nedeniyle brüt kar marjı %34,4'ten %27'ye, net kar marjı ise %22,6'dan %18,5'e geriledi. Bu da karlılık tarafında sınırlı baskının sürdüğüne işaret ediyor.

2025 yılına ilişkin beklentiler dengeli. Yıl genelinde esas faaliyet gelirlerinin %40 artışla 4,25 milyar TL'ye ulaşmasını, net karın ise %14 artışla 750 milyon TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Şirketin 2025 yılında %39,8 özkaynak karlılığı ile özkaynak maliyetinin (yaklaşık %24) oldukça üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyoruz. Ancak, faiz indirimi sürecinin erken ya da sert şekilde başlaması durumunda, net faiz marjı üzerinde baskı oluşturabilme riskini de göz ardı etmiyoruz.

Operasyonel verimlilik ve sermaye yapısı güçlü kalmaya devam ediyor. 2025 yılı ilk çeyrek itibarıyla şirketin faktoring alacakları 8 milyar TL'ye ulaşarak yıllık bazda %92 artış gösterdi. Aynı dönemde özkaynaklar %63 artışla 2,1 milyar TL seviyesine yükselirken, özkaynak/kaynaklar oranı %21,9 olarak gerçekleşti. Alacakların toplam varlıklar içindeki payı %92 ile yüksek seviyesini korurken, ortalama özkaynak karlılığı %42, ortalama aktif karlılığı ise %9,7 oldu. Bu görünüm, şirketin operasyonel karlılığını yalnızca hacim artışıyla değil, dengeli bilanço yönetimiyle de sürdürdüğüne işaret ediyor.

Tahminlerimizi güncelledik. Şirketi Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemiyle değerlendiriyoruz. %5 sonsuz büyüme oranı ve %24 özkaynak maliyeti ile ulaştığımız toplam değer 1,9 milyar TL olurken, hisse başına hedef fiyatımız 4,20 TL olarak hesaplanmıştır. Bu hedef, %15 getiri potansiyeline işaret ederken, kısa vadede yukarı yönlü sınırlı bir alan kalmış görünmektedir. Finansman talebinde oluşabilecek ani daralma, takipteki alacak oranında artış ve marjlarda bozulma olasılığı temel risk faktörleri arasında yer almaktadır.

LIDFA

TUT

Hedef fiyat	TL 4,20
Getiri potansiyeli	%16

Pay bilgileri

Pay Kodu	LIDFA TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	3,61
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	2,6 / 4,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	2.016 - 50,5
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	558 - 40%
Yabancı Takas Oranı	0,00%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Faktoring

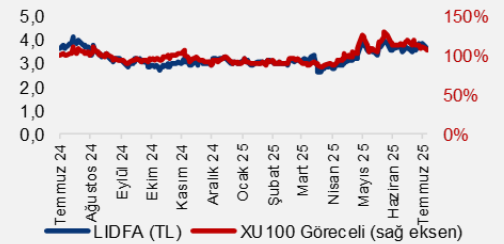
Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon USD	1,5	2,1	1,3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	25%	-3%
USD	-2%	19%	-29%
BIST-100'e göre performans	-5%	19%	-28%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Esas faaliyet gelirleri	1.267	3.040	4.248
Brüt faaliyet kâr	322	424	490
Net kâr	566	657	750

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	2,8x	3,1x	2,7x

Bilanço	2023	2024	2025T
Aktif Toplamı	4.340	7.674	11.130
Özkaynaklar	1.110	1.909	1.862



Lider Faktoring – Özet Tablolar

Bilanço	2020	2021	2022	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	20	10	34	66	167	204
Faktoring alacakları	737	1.008	1.796	3.477	6.233	8.585
Takipteki alacaklar	29	30	18	17	22	36
Beklenen zarar karşılıkları	-29	-30	-17	-17	-22	-39
Maddi duran varlıklar	60	67	176	247	417	467
Toplam varlıklar	945	1.231	2.283	4.340	7.674	11.130
Alınan krediler	710	918	1.480	2.347	4.758	6.483
Faktoring borçları	2	2	2	3	3	3
Kiralama işlemlerinden borçlar	44	28	107	227	349	374
İhraç edilen menkul kıymetler (net)	0	47	101	460	413	802
Borç ve gider karşılıkları	9	9	22	24	37	46
Toplam yükümlülükler	768	1.014	1.777	3.230	5.765	9.846
Özkaynaklar	176	216	506	1.110	1.909	1.862
Ödenmiş sermaye	90	90	135	254	558	558
Kar Yedekleri	86	126	371	856	1.350	1.303
Toplam kaynaklar	945	1.231	2.283	4.340	7.674	11.708

Gelir Tablosu	2020	2021	2022	2023	2024	2025T
Esas faaliyet gelirleri	144	223	509	1.267	3.040	4.248
Finansman giderleri	-124	-168	-304	-658	-2.095	-3.092
Brüt kar	19	55	206	609	945	1.155
Esas faaliyet giderleri	-51	-56	-115	-286	-521	-666
Brüt faaliyet kârı	-31	0	91	322	424	490
Diğer faaliyet giderleri	-3	-19	0	0	0	-61
Vergi öncesi kâr	7	50	282	813	930	1.039
Vergi gideri	0	-12	-75	-247	-273	-289
Net kâr	6	38	207	566	657	750

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Mavi Giyim

Mavi Giyim için 12 aylık 67,50 TL hedef fiyatımızı koruyoruz; hisse, cari seviyeden yaklaşık %60 yükseliş potansiyeli sunuyor. ABD’de devreye giren yeni mağaza yatırımları, Türkiye’de dezenflasyon sürecinin iç talebi canlandırması ve şirketin 6,1 milyar TL net nakit pozisyonu, kârlılığı destekleyecek temel unsurlar olarak öne çıkıyor. Bu bileşenler, yüksek baz nedeniyle zayıf geçen ilk çeyreğin ardından yılın geri kalanında satış büyümesi ve marj toparlanması beklentimizi güçlendiriyor.

Türkiye’nin lider denim ve genç giyim markalarından biri olan Mavi, 2024 sonunu 336 mağaza ile kapattıktan sonra 2025’e 352 mağaza ile başladı ve yıl içinde Türkiye’de net 20, yurtdışında ise 8 yeni mağaza açmayı hedefliyor. Şirket, New York merkezli bağlı ortaklığı “Mavi US Retail LLC” yoluyla Kuzey Amerika pazarında ölçek büyütmeyi hedefliyor; bu hamle, döviz bazlı gelir payını artırarak kur riskine karşı ek koruma sağlayacak. Türkiye’de nominal %35’in üzerinde konsolide ciro artışı ve %17,5’in üzerinde FAVÖK marjı hedefi, düşük borçluluk seviyesi sayesinde büyük ölçüde özkaynakla finanse edilen mağaza açılış programıyla tutarlı görünüyor.

Mavi’nin 1Ç25 sonuçlarını nötr karşılamıştık. Yüksek baz etkisi nedeniyle 1Ç25’te konsolide satışlar %14 daralarak 9,8 milyar TL’ye geriledi; buna rağmen brüt kâr marjı %52,2, IFRS-16 hariç FAVÖK marjı ise %20,6 seviyesinde korundu. Şirket aynı dönemde 810 milyon TL net kâr açıkladı. Mayıs verileri, Türkiye perakende satışlarında nominal %46 (LFL %41) ve online kanalda %35 büyümeye güçlü toparlanmaya işaret ediyor; bu ivmenin 2Ç’den itibaren gelir artışını hızlandırmasını bekliyoruz.

Mart ayındaki değerlendirmemizde, enflasyonla mücadele tedbirlerinin tüketici harcamalarını sınırlayabileceğine ve üretim maliyetlerinde artış yaratabileceğine dikkat çekmiştik. Bununla birlikte, yılın ikinci yarısında makro koşulların iyileşmesi, yönetimin etkin maliyet-fiyatlama politikaları ve ABD ile Avrupa’da açılacak yeni mağazaların sağlayacağı ek gelir akışı sayesinde Mavi’nin 2025-26 döneminde hem büyüme hem kârlılık hedeflerine sağlam bir zemin oluşturacağına inanıyoruz.

MAVI

AL

Hedef fiyat 67,50 TL
Getiri potansiyeli %60

Pay bilgileri

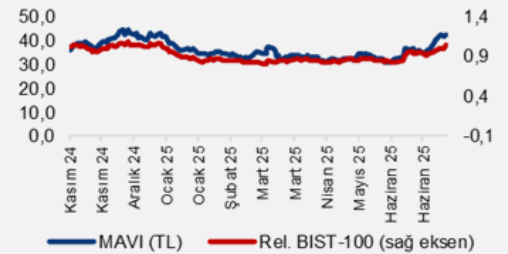
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	42,10
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	30,3 / 44,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	33.449 - 838
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	795 - 73%
Yabancı Takas Oranı	30.31%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
miloyon ABD doları	15,7	10,8	13,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	32%	27%	0%
USD	29%	21%	-12%
BIST-100’e göre performans	25%	21%	-2%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	37.368	38.519	51.541
FAVÖK	6.898	7.012	9.357
Net kâr	2.883	2.676	3.671

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	11,6x	12,5x	9,1x
F/DD	3,5x	3,0x	2,4x
FD/FAVÖK	4,1x	4,0x	3,0x



Mavi Giyim – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	6.899	6.833	9.376
Ticari alacaklar	1.865	2.217	2.683
Stoklar	5.130	5.518	7.053
Finansal yatırımlar	89	5	5
Maddi duran varlıklar	2.187	2.965	3.466
Diğer duran varlıklar	3.581	3.599	3.692
Toplam varlıklar	19.751	21.137	26.275
Kısa vadeli borçlanmalar	1.993	1.787	2.319
Ticari borçlar	4.829	5.204	6.783
Uzun vadeli borçlanmalar	1.320	780	1.031
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.132	2.119	2.141
Uzun vadeli yükümlülükler	3.452	2.899	3.171
Özkaynaklar	9.477	11.246	14.001
Ödenmiş sermaye	199	397	397
Diğer özkaynaklar	9.278	10.849	13.604
Toplam kaynaklar	19.751	21.137	26.275
Net borç	-3.585	-4.266	-6.026
Net işletme sermayesi	2.165	2.531	2.953
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%38,7	%25,8	%29,1
Net kâr	%7,7	%6,9	%7,1
Aktif devri	2,1x	1,9x	2,2x
Kaldıraç	2,3x	2,0x	1,9x
Aktif kârlılığı	%16,5	%13,1	%15,5
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%17	%12	%13
Net borç/özsermaye	-0,38	-0,38	-0,43
Net borç/FAVÖK	-0,52	-0,61	-0,64
Hisse başına (TL)			
Net kâr	3,63	3,37	4,62
Özkaynak	11,93	14,15	17,62
Temettü	-1,17	-1,31	-1,03

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	37.368	38.519	51.541
Brüt kâr	18.011	19.371	25.919
Faaliyet giderleri	-13.401	-14.706	-19.677
Esas faaliyet kârı	4.610	4.665	6.242
FAVÖK	6.898	7.012	9.357
Net diğer gelir	371	175	273
Net finansman geliri	-1.231	-1.178	-1.550
Vergi öncesi kâr	3.796	3.671	4.975
Vergi gideri	-913	-995	-1.304
Net kâr	2.883	2.676	3.671
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	6.898	7.012	9.357
Vergi gideri	-1.153	-1.166	-1.561
Yatırımlar	585	1.370	2.474
İşletme sermayesi değişimi	1.605	366	422
Serbest nakit akışı	4.725	6.850	9.848
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%25	%3	%34
FAVÖK	%16	%2	%33
Net kâr	-%1	-%7	%37
Brüt marj	%48,2	%50,3	%50,3
Esas faaliyet kâr marjı	%12,3	%12,1	%12,1
FAVÖK marjı	%18,5	%18,2	%18,2
Net marj	%7,7	%6,9	%7,1
Serbest nakit akışı marjı	%11,5	%9,9	%9,5
Değerleme			
F/K	11,6x	12,5x	9,1x
F/DD	3,5x	3,0x	2,4x
FD/FAVOK	4,1x	4,0x	3,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Migros

Güncellediğimiz makro ve mikro tahminler ışığında, araştırma kapsamımızda bulunan ve aynı zamanda model portföyümüzde yer alan Migros için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 715 TL'ye yükseltiyor, AL görüşümüzü koruyoruz. Şirketin online iş hacmindeki genişlemesi ve bu alanda karlılığın iyileşmesi, müşteri tabanındaki çeşitlilik ve gelecek döneme ilişkin makro beklentiler doğrultusunda, 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 10,0 F/K ve 4,2 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Çok Kanallı Büyüme Stratejisi Migros'u Destekliyor. Migros, 2025 yılının ilk çeyreğinde operasyonel anlamda beklentilerle uyumlu bir performans sergilerken, net kâr tarafında piyasa beklentilerinin üzerinde bir sonuç açıkladı. Yıllık bazda net kârda gerileme yaşansa da, bu güçlü gerçekleşmede enflasyon muhasebesi kapsamında elde edilen parasal kazançların etkisi hissedildi. Ancak amortisman ve personel giderlerindeki artış ile enflasyondaki düşüşe bağlı olarak bu kalemin etkisi sınırlı kaldı. Şirket, yılın ilk çeyreğinde %8,5 oranında reel satış büyümesi yakalayarak güçlü bir gelir performansı sergiledi. Satış alanının artması, sepet büyüklüğündeki yükseliş ve hafif de olsa müşteri trafiğindeki artışın yanı sıra, yeni mağaza açılışları ve rekabetçi fiyat politikası bu büyümeyi destekledi. Online satışların toplam içindeki payı artmaya devam ederken, bu alandaki mağaza sayısı da genişledi. FAVÖK tarafında ise brüt karlılıktaki iyileşme ve giderlerin kontrol altında tutulması sayesinde marjlarda belirgin bir toparlanma görüldü.

İlk çeyrekte 56 yeni mağaza açan Migros'un toplam mağaza sayısı 3.642'ye, satış alanı ise yıllık %5 arttı. Migros, toplam ve modern FMCG pazarlarında pazar payını artırarak sırasıyla %10,2 ve %16,3 seviyelerine ulaşmıştır. Şirket, yılın ilk üç ayında TMS 29 etkisiyle birlikte 1.587 milyon TL yatırım gerçekleştirmiş; bu yatırımlar mağaza açılışları, online kanal genişlemeleri, dijitalleşme projeleri ve lojistik altyapıya yönelmiştir.

2025 yılı boyunca yaklaşık 250 yeni mağaza açmayı ve 8.000'den fazla personel istihdam etmeyi planlayan Migros, %8-10 arası reel satış büyümesi, yaklaşık %6 FAVÖK marjı ve %2,5-3,0 seviyesinde yatırım harcaması hedefini korumakta. Zayıf tüketici talebine rağmen yılın ilk çeyreğinde dirençli performans sergileyen şirketin katalizörleri arasında yeni mağaza yatırımları, online kanalların büyümesi, çok formatlı yapı, rekabetçi fiyatlandırma ve Moneypay gibi fintek girişimlerinin katkısı öne çıkarken; vadeli alım faiz giderleri, müşteri trafiğinde hafif gerileme ve personel maliyetleri ise temel risk unsurları olarak dikkat çekmektedir.

MGROS

AL

Hedef fiyat 715.00 TL
Getiri potansiyeli %50

Pay bilgileri

Pay Kodu	MGROS TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	478.00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	390.0 / 587.3
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	86,544 - 2,167
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	181.1 - 51%
Yabancı Takas Oranı	28.6%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Perakende Ticaret

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	19.1	20.4	26.1

Fiyat performansı

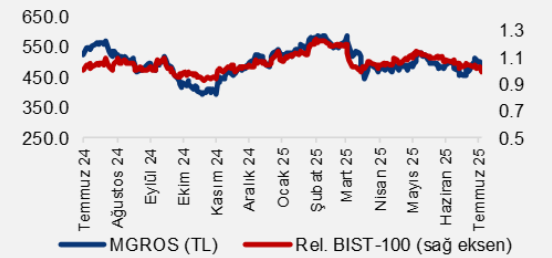
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-3%	0%	-11%
USD	-5%	-5%	-22%
BIST-100'e göre performans	-8%	-5%	-13%

Tahminler (TL mn)

	2023	2024	2025T
Net satışlar	262,132	293,780	407,099
FAVÖK	4,537	15,796	22,065
Net kâr	12,820	6,539	8,656

Değerleme

	2023	2024	2025T
F/K	6.8x	13.7x	10.0x
F/DD	1.7x	1.4x	1.2x
FD/FAVÖK	20.5x	5.9x	4.2x



Migros – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	17,838	24,791	36,740
Ticari alacaklar	3,633	2,776	5,577
Stoklar	31,661	34,287	51,930
Finansal yatırımlar	668	24	4
Maddi duran varlıklar	50,629	59,936	62,172
Diğer duran varlıklar	28,587	43,346	52,923
Toplam varlıklar	133,016	165,159	209,345
Kısa vadeli borçlanmalar	4,301	5,309	6,477
Ticari borçlar	53,984	63,516	90,878
Uzun vadeli borçlanmalar	10,527	17,910	20,596
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	11,861	14,938	20,355
Uzun vadeli yükümlülükler	22,388	32,848	40,951
Özkaynaklar	52,012	63,076	70,782
Ödenmiş sermaye	181	181	181
Toplam kaynaklar	133,016	165,159	209,345
Net borç	-3,678	-1,596	-9,671
Net işletme sermayesi	-18,690	-26,453	-33,371
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%32.3	%11.4	%12.9
Net kâr	%4.9	%2.2	%2.1
Aktif devri	2.4x	2.0x	2.2x
Kaldıraç	2.7x	2.6x	2.8x
Aktif kârlılığı	%11.9	%4.4	%4.6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%11	%14	%13
Net borç/özsermaye	-0.07	-0.03	-0.14
Net borç/FAVÖK	-0.81	-0.10	-0.44
Hisse başına (TL)			
Net kâr	70.81	36.11	47.81
Özkaynak	287.27	348.38	390.94
Temettü	5.29	11.12	5.25

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	262,132	293,780	407,099
Brüt kâr	48,962	68,004	91,190
Faaliyet giderleri	-53,359	-62,185	-83,374
Esas faaliyet kârı	-4,397	5,818	7,816
FAVÖK	4,537	15,796	22,065
Net diğer gelir	-5,241	-15,294	-11,532
Net finansman geliri	24,669	17,148	13,434
Vergi öncesi kâr	15,539	7,942	10,532
Vergi gideri	-2,719	-1,403	-1,876
Net kâr	12,820	6,539	8,656
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	4,537	15,796	22,065
Vergi gideri	-2,719	-1,403	-1,876
Yatırımlar	-7,355	-8,793	-12,213
İşletme sermayesi değişimi	-4,429	-7,763	-6,918
Serbest nakit akışı	-1,109	13,363	14,894
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%87	%12	%39
FAVÖK	%21	%248	%40
Net kâr	%40	-%49	%32
Brüt marj	%18.7	%23.1	%22.4
Esas faaliyet kâr marjı	-%1.7	%2.0	%1.9
FAVÖK marjı	%1.7	%5.4	%5.4
Net marj	%4.9	%2.2	%2.1
Serbest nakit akışı marjı	-%0.4	%4.5	%3.7
Değerleme			
F/K	6.8x	13.7x	10.0x
F/DD	1.7x	1.4x	1.2x
FD/FAVOK	20.5x	5.9x	4.2x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

MLP Sağlık

Güçlü geçen yılın ilk çeyreğinin ardından güncellediğimiz makro varsayımlar doğrultusunda MLP Sağlık için pay başına 476,60 TL olan hedef fiyatımızı 450,00 TL'ye revize ediyor, "TUT" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Tarihi zirvelere ulaşan karlılık marjlarıyla büyümesini sürdüren MPARK için, 2025 yılı genelinde marjlarda sınırlı bir normalleşme öngörüyoruz. Yurt içi hasta gelirlerindeki güçlü seyir, yeni hastane yatırımlarıyla desteklenen kapasite artışı, operasyonel verimlilikteki istikrar ve İstanbul'daki stratejik satın alma adımı, şirketin uzun vadeli büyüme görünümünü desteklemeye devam edecektir.

1Ç25'te yıllık bazda güçlü sonuçlar açıklandı. Şirket, 2025 yılının ilk çeyreğinde Ramazan ayının yatan hasta trafiğinde yarattığı sezonsal etkisine rağmen, yurt içi hasta gelirlerindeki güçlü artışla birlikte %7 ciro, %5 FAVÖK ve %24 net kar büyümesi açıkladı. Yeni hastanelerin gider tarafındaki seyreltici etkisine ve personel giderlerindeki artışa rağmen, operasyonel marjlar büyük ölçüde korundu. FAVÖK marjı %25,0 ile güçlü seyrini sürdürüyor. Yurt içi hasta gelirleri, hasta trafiğindeki artış ve işlem başı fiyatlardaki yükseliş sayesinde %12,6 büyüdü. Özellikle ayaktan hasta kanalında %17,2'lik güçlü artış, sağlık sigortası yaygınlığındaki artışla birlikte desteklendi. Yabancı hasta gelirlerinde ise, döviz kurundaki yatay seyir ve azalan hasta sayısına bağlı olarak %24,6'lık bir daralma gerçekleşti. Buna rağmen şirket, artan yerli hasta hacmi sayesinde gelir büyümesini istikrarlı şekilde sürdürdü..

Organik ve inorganik büyüme adımları devam ediyor. Toplam yatak kapasitesi halihazırda 6.300 seviyesine ulaşmış durumda, yılın kalanında devreye alınacak hastanelerle birlikte bu rakamın kısa vadede 6.700'ün üzerine çıkması bekleniyor. Topkapı ve Bursa'daki yeni yatırımların yanı sıra, deprem riski nedeniyle kapatılan Çanakkale hastanesinin 2026 ortasında yeniden faaliyete geçmesi planlanıyor. Böylece MLP, coğrafi yayılımını genişletirken orta vadeli organik büyüme potansiyelini koruyor. Öte yandan, şirketin büyüme stratejisi yalnızca organik yatırımlarla sınırlı değil. İstanbul'un en büyük özel hastanelerinden biri olan Özel Gaziosmanpaşa Hastanesi'nin devri için görüşmelere başlandığı açıklandı. 403 yatak kapasitesi ve 60 bin m²'lik kapalı alana sahip bu tesisin devri tamamlandığında, MLP'nin toplam kapasitesi ve segment yapısı daha da güçlenecek. Bu satın alma, şirketin bugüne kadar gerçekleştirdiği en stratejik adımlardan biri olma potansiyeli taşıırken, özellikle İstanbul özelindeki lider konumunu pekiştirecek önemli bir hamle olarak değerlendiriyoruz.

2025 yılı tahminlerimizi güncelledik. Yıl genelinde toplam 51,5 milyar TL hasılat, yaklaşık 13 milyar TL FAVÖK ve 4,7 milyar TL net karlılık öngörüyoruz. Özellikle yurt içi hasta gelirlerindeki artışın, ayaktan hasta segmentinin büyümesiyle desteklenmesi sayesinde, şirketin gelir dağılımında daha dengeli bir kompozisyon oluşmasını bekliyoruz. Sağlık turizminde yılın ilk çeyreğinde yaşanan baskılara rağmen, dış talepteki toparlanmayla birlikte bu segmentin önümüzdeki yıllarda yeniden ivme kazanacağını öngörüyoruz.

MPARK

TUT

Hedef fiyat	TL 450
Getiri potansiyeli	%29

Pay bilgileri

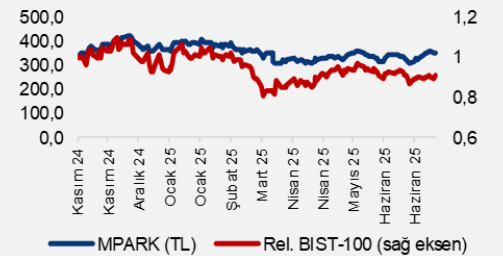
Pay Kodu	MPARK TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	349,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	302,0 / 420,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	66.663 - 1.669
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	191 - 27%
Yabancı Takas Oranı	21.49%
Pazar	Yıldız
Sektör	Sağlık ve Sosyal Hizmetler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	3,2	3,6	4,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	9%	-9%
USD	1%	4%	-19%
BIST-100'e göre performans	-2%	4%	-10%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	35.674	43.684	51.515
FAVÖK	9.191	11.230	12.974
Net kâr	7.198	5.734	4.688

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	9,3x	11,6x	14,2x
F/DD	3,3x	2,7x	2,2x
FD/FAVOK	4,5x	3,9x	3,4x



MLP Sağlık – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	4.469	3.002	4.020
Ticari alacaklar	5.812	6.700	7.427
Stoklar	1.711	1.105	1.352
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	12.468	17.850	20.971
Diğer duran varlıklar	20.694	23.393	28.277
Toplam varlıklar	45.154	52.050	62.048
Kısa vadeli borçlanmalar	4.866	4.483	1.937
Ticari borçlar	6.487	6.594	7.114
Uzun vadeli borçlanmalar	4.757	4.310	7.573
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	8.902	11.760	15.791
Uzun vadeli yükümlülükler	25.012	27.146	32.415
Özkaynaklar	20.142	24.904	29.633
Ödenmiş sermaye	229	191	191
Diğer özkaynaklar	19.913	24.713	29.442
Toplam kaynaklar	45.154	52.050	62.048
Net borç	5.154	5.791	5.490
Net işletme sermayesi	1.035	1.211	1.666
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%40,1	%25,5	%17,2
Net kâr	%20,2	%13,1	%9,1
Aktif devri	0,9x	0,9x	0,9x
Kaldıraç	2,3x	2,2x	2,1x
Aktif kârlılığı	%17,8	%11,8	%8,2
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%21	%17	%15
Net borç/özsermaye	0,26	0,23	0,19
Net borç/FAVÖK	0,56	0,52	0,42
Hisse başına (TL)			
Net kâr	37,68	30,02	24,54
Özkaynak	105,45	130,38	155,14
Temettü	0,37	1,13	31,41

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	35.674	43.684	51.515
Brüt kâr	10.218	11.951	14.309
Faaliyet giderleri	-3.478	-3.706	-4.636
Esas faaliyet kârı	6.740	8.246	9.673
FAVÖK	9.191	11.230	12.974
Net diğer gelir	207	-398	-201
Net finansman geliri	2.993	-1.349	-1.889
Vergi öncesi kâr	10.047	8.523	7.576
Vergi gideri	-2.502	-2.155	-2.423
Net kâr	7.198	5.734	4.688
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	9.191	11.230	12.974
Vergi gideri	-2.502	-2.155	-2.423
Yatırımlar	-2.169	-3.864	-5.233
İşletme sermayesi değişimi	666	175	-337
Serbest nakit akışı	3.854	5.036	5.654
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%19	%22	%18
FAVÖK	%35	%22	%16
Net kâr	-%4	-%20	-%18
Brüt marj	%28,6	%27,4	%27,8
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%18,9	%18,8
FAVÖK marjı	%25,8	%25,7	%25,2
Net marj	%20,2	%13,1	%9,1
Serbest nakit akışı marjı	%10,8	%11,5	%11,0
Değerleme			
F/K	9,3x	11,6x	14,2x
F/DD	3,3x	2,7x	2,2x
FD/FAVOK	4,5x	3,9x	3,4x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Suwen

Yakın dönemde 15,60TL'lik hedef fiyatımıza ulaşılması, yaklaşan mevsimselliğin satışları destekleyecek olması ve dezenflasyon sürecinin maliyetleri hafifletip kârlılığı yukarı çekeceği beklentimiz doğrultusunda Suwen Tekstil için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 19,80TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyat cari fiyata göre yaklaşık %51 yükseliş potansiyeli sunuyor; bu nedenle "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

2025'in ilk çeyreğinde sektör genelinde artan maliyet baskılarına rağmen şirket, satış adetlerinde %21 artışla 2,33 milyon adede, TMS 29 uygulaması öncesi ciroda ise %16 büyümeye ulaştı. Ancak uygun maliyetli stokların tükenmesi, zayıf tüketici güveni ve beklenenin altında kalan asgari ücret artışıyla fiyat hassasiyeti belirginleşti; rekabetçi fiyatlama ve stok eritme kampanyaları hacmi korusa da brüt kâr marjını gerilettili.

İkinci çeyrekte tablonun kayda değer biçimde toparlanmış olmasını bekliyoruz. Ramazan sonrası canlanan talep, yeni sezon koleksiyonları ve agresif kampanyalar sayesinde mağaza trafiği ile dönüşüm oranlarının artmış olacağını tahmin ediyor; TMS 29 öncesi satışlarda yıllık bazda yaklaşık %40 civarında bir büyüme öngörüyoruz. Brüt kâr marjının 1Ç'deki geçici daralmayı telafi ederek geçen yılın aynı dönemindeki seviyelerine yaklaşmasını, Haziran ayında ise sınırlı da olsa üzerine çıkmasını bekliyoruz.

Yılın ikinci yarısı için yönetimin TMS 29 öncesi %35-40 nominal satış büyümesi beklentisini makul buluyoruz. Kampanya oranlarının kademeli azaltılması, fiyatlama disiplininin korunması ve kârlılığı yüksek yeni sezon ürün karması sayesinde mevcut marjların korunması hedefleniyor. Dezenflasyonla birlikte hammadde maliyetindeki baskının hafiflemesi ve TL faizlerinde beklenen geri çekilme, finansman giderlerinin ciroya oranını aşağı çekecek.

Yatırım tarafında, 1Ç'de bir, 2Ç'de üç yeni mağaza açan Suwen, 2025'te 15 (±3) yeni mağaza hedefini koruyor; buna ek olarak üç mağaza yer değişikliğiyle metrekare büyütüldü ve 16 mağaza yeni konseptle yenilendi. Yenileme dönemlerinde satışa kapalı kalınan günler kısa vadeli ciroyu sınırlasa da uzun vadede mağaza verimliliğini artıracak. Yurt dışında düşük sermaye gerektiren franchise modeliyle Romanya, KKTC ve Suudi Arabistan'da büyüme sürerken, Kosova gibi yeni pazar görüşmeleri de şirketi bölgesel oyuncu konumuna taşıyor.

SUWEN

AL

Hedef fiyat 19,80 TL
Getiri potansiyeli %51

Pay bilgileri

Pay Kodu	SUWEN TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	13,10
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	7,8 / 15,7
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	7.336 - 184
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	560 - 50%
Yabancı Takas Oranı	10,47%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	2,5	3,2	1,8

Fiyat performansı

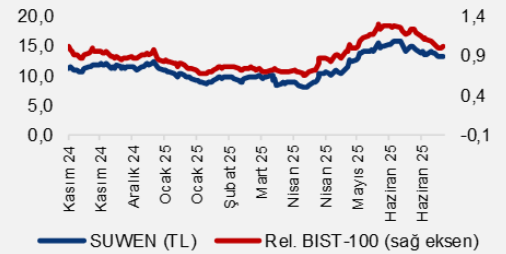
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-17%	64%	7%
USD	-18%	56%	-6%
BIST-100'e göre performans	-21%	55%	5%

Tahminler (TL mn)

	2023	2024	2025T
Net satışlar	3.615	4.358	6.049
FAVÖK	789	975	1.319
Net kâr	281	237	368

Değerleme

	2023	2024	2025T
F/K	26,1x	30,9x	19,9x
F/DD	6,1x	5,3x	4,2x
FD/FAVÖK	10,5x	8,5x	6,3x



Suwen – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	266	252	1.168
Ticari alacaklar	62	121	168
Stoklar	719	1.304	1.168
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	331	356	460
Diğer duran varlıklar	737	868	879
Toplam varlıklar	2.115	2.901	3.843
Kısa vadeli borçlanmalar	263	824	1.114
Ticari borçlar	192	173	256
Uzun vadeli borçlanmalar	239	289	401
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	224	231	320
Uzun vadeli yükümlülükler	463	520	721
Özkaynaklar	1.197	1.384	1.752
Ödenmiş sermaye	224	224	560
Diğer özkaynaklar	973	1.160	1.192
Toplam kaynaklar	2.115	2.901	3.843
Net borç	237	861	347
Net işletme sermayesi	589	1.252	1.080
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%29,8	%18,4	%23,5
Net kâr	%7,8	%5,4	%6,1
Aktif devri	2,1x	1,7x	1,8x
Kaldıraç	1,8x	1,9x	2,2x
Aktif kârlılığı	%16,2	%9,5	%10,9
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%24	%38	%39
Net borç/özsermaye	0,20	0,62	0,20
Net borç/FAVÖK	0,30	0,88	0,26
Hisse başına (TL)			
Net kâr	0,50	0,42	0,66
Özkaynak	2,14	2,47	3,13
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	3.615	4.358	6.049
Brüt kâr	1.873	2.322	3.223
Faaliyet giderleri	-1.520	-1.788	-2.482
Esas faaliyet kârı	354	533	740
FAVÖK	789	975	1.319
Net diğer gelir	-19	-40	-53
Net finansman geliri	148	-162	-222
Vergi öncesi kâr	486	343	489
Vergi gideri	-206	-106	-121
Net kâr	281	237	368

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025T
FAVÖK	789	975	1.319
Vergi gideri	-88	-133	-185
Yatırımlar	195	102	135
İşletme sermayesi değişimi	256	663	-172
Serbest nakit akışı	639	281	1.440

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025T
Net satışlar	%106	%21	%39
FAVÖK	%91	%24	%35
Net kâr	%23	-%15	%55
Brüt marj	%51,8	%53,3	%53,3
Esas faaliyet kâr marjı	%9,8	%12,2	%12,2
FAVÖK marjı	%21,8	%22,4	%21,8
Net marj	%7,8	%5,4	%6,1
Serbest nakit akışı marjı	%6,9	%1,8	%19,4

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	25,8x	30,6x	19,7x
F/DD	6,1x	5,2x	4,1x
FD/FAVOK	10,5x	8,5x	6,3x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Tab Gıda

TAB Gıda, sektördeki lider konumu, büyüme odağı ve dijitalleşme çalışmaları ile dikkat çekiyor. Güncellediğimiz makro ve mikro tahminler ışığında, araştırma kapsamımızda bulunan TAB Gıda için varsayımlarımızı güncellerken, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 241 TL (temettü etkisi hariç 244,5 TL) seviyesinde koruyor, AL görüşümüzü sürdürüyoruz. Şirketin birinci çeyrek sonuçları ve gelecek döneme ilişkin beklentileri, mevcut hedef fiyatımızı destekler niteliktedir. 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 20,8 F/K ve 5,6 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

TAB Gıda, Dijitalleşme ve Franchise Odaklı Büyümesiyle Güçlü Performansını Sürdürüyor. TAB Gıda, 2025 yılının ilk çeyreğinde zorlu sektör koşulları ve mevsimsellik etkilerine rağmen reel büyüme sergilemiştir. Satış geliri yıllık %11 artışla 8.714 milyon TL'ye ulaşarak piyasa beklentileriyle paralel gerçekleşirken, FAVÖK %14 artışla 1.451 milyon TL olmuş ve marj 0,4 puan artışla %16,7'ye yükselmiştir. Net kâr ise yıllık bazda %69 artışla 310 milyon TL olarak açıklanmış, ancak muhasebe değişikliği nedeniyle 164 milyon TL'lik parasal kayıp etkisi oluşmuştur. Enflasyon muhasebesi uygulanmamış sistem geneli satışlar yıllık %59 artışla 12,2 milyar TL'ye ulaşırken, fiş sayısı %16 artışla 52,3 milyona, ortalama fiş büyüklüğü ise %37 artışla 234 TL'ye yükselmiştir. İlk çeyrekte açılan 31 yeni restoranın %81'i franchise olup, franchise satış payı yıllık bazda 2 puan artarak %46'ya çıkmıştır. Şirket yılbaşından bu yana 89 yeni restoran açmıştır. Dijitalleşme alanında ilerleme kaydeden şirket, Burger King, Popeyes ve Arby's restoranlarının yaklaşık %60'ında self-servis ekranlar bulundurmakta, bu sayede dijital satışlar toplam satışların %35'inden fazlasını oluşturmaktadır. Toplam satış içinde paket servis kanalının payı %28 olurken, ilgili fiş sayısı %13 artmıştır. Dışarıda yeme-içmenin pahalılaşması nedeniyle tüketicilerin evde tüketim ve uygun fiyatlı alternatiflere yöneldiği bir dönemde, TAB Gıda müşteri odaklı fiyatlandırma stratejisi ve pazar payı kazanımı sayesinde büyümesini sürdürmüştür. Şirketin pazar payı, halka arzdan bu yana %26'dan %30'lara yaklaşmış, ayrıca Pizza Hut ve KFC'nin marka haklarını elinde bulunduran Yum! Brands'in Türkiye'den çıkması TAB Gıda'nın büyümesini %1,5 civarında desteklemiştir.

2025 yılı için, enflasyon muhasebesi hariç bazda %40'ın üzerinde hasılat büyümesi, 8,0 – 8,2 milyar TL aralığında düzeltilmiş FAVÖK ve yaklaşık 180 yeni restoran açılışı hedeflenmektedir. Dijital kanalların yaygınlaşması hem müşteri deneyimini iyileştirmekte hem de operasyonel verimliliği artırmaktadır. Şirketin Türkiye'deki lider konumu, güçlü iş modeli ve dijital dönüşüm stratejisi finansallarına yansımaya devam ederken; hızlı servis restoran segmentindeki yoğun rekabet, tüketici harcamalarındaki dalgalanmalar ve gıda/enerji enflasyonu, öne çıkan risk unsurları arasında yer almaktadır.

TABGD

AL

Hedef fiyat 241.00 TL
Getiri potansiyeli %28

Pay bilgileri

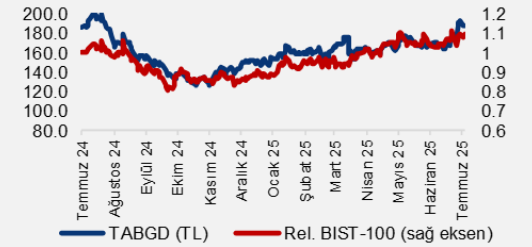
Pay Kodu	TABGD TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	187.60
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	126.1 / 199.5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	49,018 - 1,228
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	261.3 - 20%
Yabancı Takas Oranı	20.5%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Hızlı Tüketim Restoranları

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	3.7	3.9	4.4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	12%	17%	28%
USD	9%	11%	13%
BIST-100'e göre performans	6%	11%	26%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	28,858	32,009	40,314
FAVÖK	6,112	6,865	8,173
Net kâr	3,549	1,912	2,080

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	13.8x	25.6x	20.8x
F/DD	3.5x	2.8x	2.5x
FD/FAVOK	7.5x	6.7x	5.6x



Tab Gıda – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	5,696	6,640	9,411
Ticari alacaklar	942	1,563	1,546
Stoklar	407	433	465
Maddi duran varlıklar	8,390	10,627	10,722
Diğer duran varlıklar	6,422	7,543	8,063
Toplam varlıklar	21,858	26,807	30,206
Kısa vadeli borçlanmalar	1,136	1,547	1,562
Ticari borçlar	2,162	2,161	2,787
Uzun vadeli borçlanmalar	1,939	2,491	2,534
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,645	3,171	3,628
Uzun vadeli yükümlülükler	4,584	5,662	6,163
Özkaynaklar	13,976	17,437	19,694
Ödenmiş sermaye	261	261	261
Toplam kaynaklar	21,858	26,807	30,206
Net borç	-2,621	-2,603	-5,314
Net işletme sermayesi	-812	-164	-776

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%41.2	%12.2	%11.2
Net kâr	%12.3	%6.0	%5.2
Aktif devri	1.7x	1.3x	1.4x
Kaldıraç	1.9x	1.5x	1.5x
Aktif karlılığı	%21.4	%7.9	%7.3

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%14	%15	%14
Net borç/özsermaye	-0.19	-0.15	-0.27
Net borç/FAVÖK	-0.43	-0.38	-0.65

Hisse başına (TL)

Net kâr	13.58	7.32	7.96
Özkaynak	53.49	66.73	75.37
Temettü	0.00	0.56	0.37

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	28,858	32,009	40,314
Brüt kâr	4,901	5,530	6,404
Faaliyet giderleri	-2,317	-2,622	-3,357
Esas faaliyet kârı	2,584	2,908	3,047
FAVÖK	6,112	6,865	8,173
Net diğer gelir	-130	-87	-123
Net finansman geliri	871	-1,890	-1,823
Vergi öncesi kâr	3,911	2,877	3,390
Vergi gideri	-362	-966	-1,037
Net kâr	3,549	1,912	2,080

Nakit akış tablosu

FAVÖK	6,112	6,865	8,173
Vergi gideri	-362	-966	-1,037
Yatırımlar	-2,053	-3,118	-4,051
İşletme sermayesi değişimi	-1,123	648	-612
Serbest nakit akışı	4,820	2,133	3,696

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%74	%11	%26
FAVÖK	%167	%12	%19
Net kâr	%91	-%46	%9
Brüt marj	%17.0	%17.3	%15.9
Esas faaliyet kâr marjı	%9.0	%9.1	%7.6
FAVÖK marjı	%21.2	%21.4	%20.3
Net marj	%12.3	%6.0	%5.2
Serbest nakit akışı marjı	%16.7	%6.7	%9.2

Değerleme

F/K	13.8x	25.6x	20.8x
F/DD	3.5x	2.8x	2.5x
FD/FAVÖK	7.5x	6.7x	5.6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

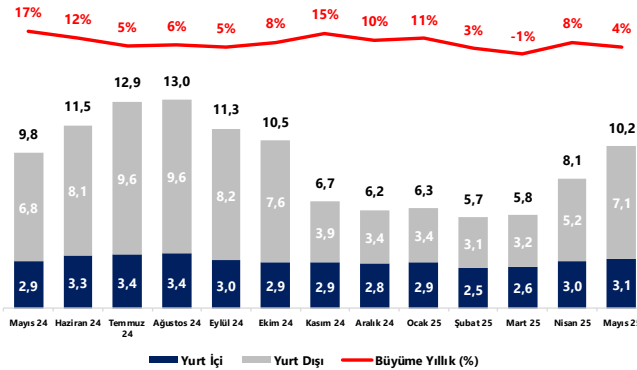
* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

TAV Havalimanları

Yakın dönemde güncellediğimiz tahminlerimiz doğrultusunda TAV Havalimanları için 12 aylık pay başına 360,00 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız, BIST endeksi için öngördüğümüz getiri beklentisinin üzerinde bir potansiyele işaret ettiği ve TAVHL'nin sürdürdüğü kapasite artırım yatırımlarıyla uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklediği için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz, şirket model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Yaz sezonu ile birlikte yolcu trafiğinde tekrardan başlayan canlanma, Antalya Havalimanı'ndaki kapasite artırım yatırımının tamamlanması, ülke ve bölge bazında çeşitlendirilmiş portföy yapısı, güçlü birim gelirler ile organik büyüme fırsatlarının yakından takip edilmesi, değerlememizde ana katalistler olarak öne çıkmaktadır.

Tamamlanan kapasite artırım yatırımları ve olası yeni fırsatlar, TAV Havalimanları'nın organik büyümesini desteklemeye devam edecek. Antalya Havalimanı'nın kapasite artırım ve modernizasyonuna yönelik birinci faz yatırımları, 2025 yılının ikinci çeyreğinde başarıyla tamamlandı. Terminal alanlarının yaklaşık iki katına çıkarılması, apron kapasitesinin artırılması ve yeni yolcu salonlarının devreye alınmasıyla birlikte havalimanı, 2024 yılında 38 milyon yolcuya hizmet vererek tarihindeki en yüksek trafiğe ulaştı. Diğer yandan, Ankara Esenboğa Havalimanı yatırımları tamamlanmış olup, resmi açılışın Temmuz 2025'te gerçekleştirilmesi öngörülmektedir. Almatı Havalimanı'na ilişkin kapasite artırım süreci ise devam etmekte olup, yatırımın 2025-2029 yılları arasında 5 yıla yayılmış şekilde yaklaşık 300 milyon EUR harcamayla tamamlanması planlanmaktadır. Mevcut ve planlanan kapasite artırımlarına ek olarak, TAV Havalimanları'nın potansiyel gördüğü yeni ihalelere katılarak portföyünü daha da çeşitlendirmesini ve organik büyümesini sürdürmesini bekliyoruz.

TAVHL Yolcu Sayısı (mn kişi)



2025 yılı beklentileri korunuyor. Şirket, 2025 yılında; 1,75 – 1,85 milyar EUR ciro (2024:1,660mn EUR), 110 – 120 milyon yolcu trafiği (2024:106,5mn), 75 – 83 (2024:71,2mn) milyon dış hat yolcu trafiği, 520 – 590 milyon EUR FAVÖK (2024: 489,4mn) yaratımı beklentisini korudu. **2025 yılı geneline ilişkin güçlü beklentilerin korunmasını, hisse performansı açısından orta ve uzun vadede destekleyici bir faktör olarak değerlendiriyoruz.**

TAVHL

AL

Hedef fiyat	TL 360
Getiri potansiyeli	%36

Pay bilgileri

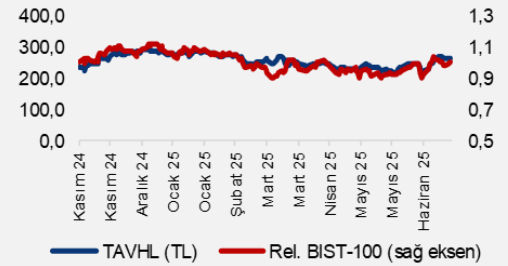
Pay Kodu	TAVHL TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	264,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	214,5 / 291,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	95.906 - 2.402
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	363 - 48%
Yabancı Takas Oranı	50.29%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	18,3	17,2	17,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	13%	9%	-4%
USD	10%	4%	-15%
BIST-100'e göre performans	7%	4%	-5%

Tahminler (EUR mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	1.339	1.668	1.823
FAVÖK	396	473	482
Net kâr	293	185	136

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	7,0x	11,1x	15,0x
F/DD	1,4x	1,3x	1,2x
FD/FAVOK	1,5x	1,2x	0,9x



TAV Havalimanları – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	539	353	542
Ticari alacaklar	121	137	162
Stoklar	34	45	87
Finansal yatırımlar	181	154	169
Maddi duran varlıklar	2.273	2.450	2.415
Diğer duran varlıklar	1.606	1.725	1.874
Toplam varlıklar	4.753	4.863	5.249
Kısa vadeli borçlanmalar	532	462	502
Ticari borçlar	72	95	113
Uzun vadeli borçlanmalar	1.254	1.387	1.443
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.483	1.312	1.464
Uzun vadeli yükümlülükler	3.342	3.255	3.522
Özkaynaklar	1.411	1.608	1.728
Ödenmiş sermaye	11	10	9
Diğer özkaynaklar	1.400	1.598	1.719
Toplam kaynaklar	4.753	4.863	5.249
Net borç	1.248	1.496	1.403
Net işletme sermayesi	82	86	136
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%22,7	%12,2	%8,2
Net kâr	%21,9	%11,1	%7,5
Aktif devri	0,3x	0,3x	0,4x
Kaldıraç	3,5x	3,2x	3,0x
Aktif karlılığı	%6,5	%3,8	%2,7
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%38	%37
Net borç/özsermaye	0,88	0,93	0,81
Net borç/FAVÖK	3,15	3,16	2,91
Hisse başına (TL)			
Net kâr	0,81	0,51	0,37
Özkaynak	3,88	4,43	4,76
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	1.339	1.668	1.823
Brüt kâr	517	605	672
Faaliyet giderleri	-263	-340	-367
Esas faaliyet kârı	253	265	305
FAVÖK	396	473	482
Net diğer gelir	0	27	9
Net finansman geliri	-134	-170	-197
Vergi öncesi kâr	329	242	210
Vergi gideri	-26	-43	-61
Net kâr	293	185	136

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025T
FAVÖK	396	473	482
Vergi gideri	-26	-43	-45
Yatırımlar	-212	-250	-229
İşletme sermayesi değişimi	35	14	-18
Serbest nakit akışı	123	166	226

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025T
Net satışlar	%27	%25	%9
FAVÖK	%25	%19	%2
Net kâr	%168	-%37	-%26
Brüt marj	%38,6	%36,3	%36,9
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%15,9	%16,8
FAVÖK marjı	%29,6	%28,4	%26,5
Net marj	%21,9	%11,1	%7,5
Serbest nakit akışı marjı	%9,9	%11,1	%12,4

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	7,0x	11,1x	15,0x
F/DD	1,4x	1,3x	1,2x
FD/FAVOK	1,5x	1,2x	0,9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon EUR olarak ifade edilmiştir.

Teknosa

Zayıflayan tüketici elektroniği talebi ile yoğun promosyon rekabetinin marjlar üzerindeki baskısı nedeniyle 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 39,00 TL'ye indiriyoruz; buna karşın hisse hâlen cari fiyata göre yaklaşık %75'lik yükseliş alanı sunduğundan "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Uzun vadede dijital dönüşüm yatırımlarının kârlılığı yeniden güçlendireceği görüşümüz değişmedi.

Sabancı Holding çatısı altındaki Teknosa, geniş fiziksel mağaza ağı ve çok kanallı satış altyapısıyla Türkiye teknoloji perakendesinin öncülerinden biri. 1Ç25'te net satışlar yıllık %18 düşüşle 16,5 milyar TL'ye gerilerken, şirket rekabetçi fiyat savaşına girmeyip selektif yaklaşımını koruyarak brüt kâr marjını 1,4 puan artırıp %12,7'ye, FAVÖK'ünü 412 milyon TL'ye ve FAVÖK marjını %2,5'e yükseltti. Yüksek faizler ve TMS 29 etkisiyle net zarar 414 milyon TL olarak gerçekleşti. 1Ç25 itibarıyla Teknosa 172 mağaza ve 105 bin m² satış alanı ile faaliyetlerini sürdürüyor.

Baz etkisinin zayıflayacağı yılın ikinci yarısında "okula dönüş" dönemi ve yıl sonu kampanyalarının desteğiyle satışların kademeli toparlanmasını bekliyoruz. Şirket stok optimizasyonu ve kampanya yönetimiyle bu döneme hazırlanırken, pazaryeri hacmini büyütürken daha sermaye-hafif bir iş modeline geçmeyi hedefliyor; 1Ç25'te pazaryeri GMV'si toplam online GMV'nin %34'ünü oluşturdu. Disiplinli maliyet ve nakit yönetimi, e-ticaret ile CRM altyapısına yapılan yatırımlarla birleşerek dijital kabiliyetleri güçlendiriyor; TeknoClub üye sayısı aynı dönemde %12 artışla 4,8 milyona ulaştı.

Önümüzdeki dönemde brüt kâr marjının %12-13 bandında korunmasını, FAVÖK marjının ise %3'e yaklaşmasını temel senaryo olarak görüyoruz. Dijital dönüşüm hızlandıkça ve pazaryeri gelirleri ölçek kazandıkça Teknosa'nın çoklu kanal stratejisinden, mağaza içi deneyim iyileştirmesinden ve online kanalın büyümesinden faydalanacağını düşünüyoruz. Buna karşın tüketici elektroniği talebinin beklenenden uzun süre zayıf kalması, döviz kurlarındaki sert oynaklık, pazaryeri rekabetinin marjlarda aşınma yaratması ve yüksek faiz ortamının finansman maliyetleri ile stok devir hızını baskılaması başlıca risk unsurları olarak öne çıkıyor.

Genel olarak, kısa vadeli kâr baskısına rağmen güçlü marka bilinirliği, yaygın dağıtım ağı ve dijitalleşme yatırımları Teknosa'yı cazip bir toparlanma hikayesi haline getiriyor; 39,00 TL'lik hedef fiyatımız bu potansiyeli yansıtmaya devam ediyor.

TKNSA

AL

Hedef fiyat	39,00 TL
Getiri potansiyeli	%75

Pay bilgileri

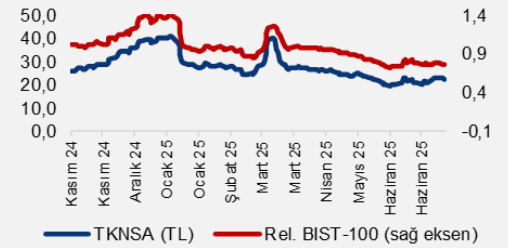
Pay Kodu	TKNSA TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	22,26
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	18,9 / 40,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	4.474 - 112
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	201 - 50%
Yabancı Takas Oranı	1,77%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Teknoloji Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	3,9	2,7	3,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	11%	-17%	-44%
USD	8%	-21%	-51%
BIST-100'e göre performans	5%	-22%	-45%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	68.322	69.436	90.267
FAVÖK	1.496	2.851	3.653
Net kâr	1.079	-1.420	5

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	4,1x	n.a.	828,6x
F/DD	1,2x	1,8x	1,8x
FD/FAVÖK	4,3x	2,2x	1,8x



Teknosa – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	3.954	2.814	2.439
Ticari alacaklar	1.345	1.330	1.391
Stoklar	12.074	11.760	13.164
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	1.441	2.026	2.330
Diğer duran varlıklar	2.395	2.075	2.063
Toplam varlıklar	21.210	20.005	21.387
Kısa vadeli borçlanmalar	1.205	848	891
Ticari borçlar	14.313	15.060	16.039
Uzun vadeli borçlanmalar	629	496	520
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.356	1.098	1.427
Uzun vadeli yükümlülükler	1.985	1.593	1.948
Özkaynaklar	3.707	2.503	2.509
Ödenmiş sermaye	201	201	201
Diğer özkaynaklar	3.506	2.302	2.308
Toplam kaynaklar	21.210	20.005	21.387
Net borç	-2.121	-1.470	-1.028
Net işletme sermayesi	-894	-1.970	-1.483
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%38,9	-%45,7	%0,2
Net kâr	%1,6	-%2,0	%0,0
Aktif devri	4,2x	3,4x	4,4x
Kaldıraç	5,8x	6,6x	8,3x
Aktif kârlılığı	%6,7	-%6,9	%0,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%9	%7	%7
Net borç/özsermaye	-0,57	-0,59	-0,41
Net borç/FAVÖK	-1,42	-0,52	-0,28
Hisse başına (TL)			
Net kâr	5,37	-7,06	0,03
Özkaynak	18,44	12,45	12,48
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	68.322	69.436	90.267
Brüt kâr	7.283	8.913	11.587
Faaliyet giderleri	-6.937	-7.449	-9.684
Esas faaliyet kârı	346	1.464	1.903
FAVÖK	1.496	2.851	3.653
Net diğer gelir	-1.404	-3.268	-3.731
Net finansman geliri	2.530	115	1.829
Vergi öncesi kâr	1.520	-1.685	7
Vergi gideri	-441	265	-2
Net kâr	1.079	-1.420	5
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	1.496	2.851	3.653
Vergi gideri	-87	-366	-476
Yatırımlar	835	827	1.075
İşletme sermayesi değişimi	235	-1.076	487
Serbest nakit akışı	2.010	4.388	3.766
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%109	%2	%30
FAVÖK	%2341	%91	%28
Net kâr	%106	-%232	-%100
Brüt marj	%10,7	%12,8	%12,8
Esas faaliyet kâr marjı	%0,5	%2,1	%2,1
FAVÖK marjı	%2,2	%4,1	%4,0
Net marj	%1,6	-%2,0	%0,0
Serbest nakit akışı marjı	%0,5	%3,9	%1,8
Değerleme			
F/K	4,1x	-3,2x	828,6x
F/DD	1,2x	1,8x	1,8x
FD/FAVOK	4,2x	2,2x	1,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Turkcell

Turkcell, etkin fiyatlama politikası, TL temasının devam etmesi, güçlü ARPU büyümeleri ve Techfin segmentindeki agresif büyüme ile 2025 yılına olumlu bir başlangıç yaptı. Turkcell için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 154,48 TL'den (temettü etkisi hariç 156,30 TL) 143 TL'ye revize ediyoruz. Hedef fiyatımız %52 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Ağırlıklı olarak taahhütlü sözleşmelere dayalı iş modeli nedeniyle, enflasyonun geriden gelen etkisinin önümüzdeki çeyreklerde de finansallar üzerinde olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz... Şirketin gelecek dönemlerde normalleşmesi beklenen enflasyon koşullarından, iş modeli sebebiyle pozitif etkileneceğini düşünüyoruz. 2025 yılının kalanında ise; mobil ve sabit segmentlerdeki ARPU artışının, Paycell ve Financell markalarının öncülüğünde Techfin tarafında süren güçlü büyümenin, faturalı abone bazındaki genişlemenin ve yeşil enerji yatırımlarının devreye alınmasının, şirketin mali performansını desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Mobil ARPU ve TÜFE makasındaki genişleme devam ediyor... Geçmiş dönemdeki yüksek enflasyonun şirket hasılatına dolaylı yansımalarının enflasyondaki düşüş eğilimi ile desteklenerek ARPU ve TÜFE makasındaki genişlemenin şirketin gelecek finansal görünümüne olumlu yansımaları bekliyoruz. 1Ç25 döneminde TÜFE %39,7 düzeyinde gerçekleşirken Mobil ARPU büyümesi %62, Bireysel fiber ARPU büyümesi %64,5 olarak gerçekleşti. Bu sonuçlara göre mobil tarafta ARPU yıldan yıla reel olarak %15,9 büyürken bireysel fiber ARPU büyümesi ise %17,7 olarak satış büyümesinin üzerinde gerçekleşti. 1Ç25 döneminde 153 bin yeni faturalı abone kazanılırken, ön ödemeli abone sayısı ise 177 bin kişi geriledi. Bu dönemde bileşik mobil ARPU, müşterileri daha yüksek paketlere geçirme performansı sayesinde 317,6 TL düzeyine yükseldi.

FAVÖK marjında iyileşme ve gelirlerde reel büyüme... Turkcell, 1Ç25 döneminde 47,9 milyar TL gelir ile bir önceki yılın aynı dönemine göre satışlarını reel olarak %12,7 büyüttü. Bir önceki yılın aynı dönemine göre %19 artışla 21 milyar TL düzeyinde FAVÖK yaratımı gerçekleşti ve FAVÖK marjı %41,4'ten %43,7'ye genişledi. Şirket yönetimi 2025 yıl geneli %41 – 42 aralığında marj beklentisini korumaktadır.

Stratejik odak alanlarındaki agresif büyüme... Şirketin temel stratejik öncelik alanı olan fiber altyapıya yönelik yatırımlar devam etmekte olup, BOTAŞ ile yapılan 15 yıllık yeni anlaşma sayesinde sabit hizmetler pazarındaki konum daha da güçlendirilmiştir. Stratejik odak alanları arasında olan toplam gelirdeki payı %6 civarında olan Techfin servisleri önceki yılın aynı dönemine göre %31,5 artarak büyüme üzerinde pozitif katkı sağlarken veri ve bulut iş kolundaki gelirler %47,5 büyüme kaydetti. POS komisyonlarında artışın olumlu etkisinin devam etmesi Veri merkezi pazarına erken girmesinin etkisiyle şirketin lider konumunu sürdürmesini bekliyoruz.

Riskler: i) Jeopolitik belirsizlikler, ii) Dezenflasyon sürecindeki bozulmalar, iii) Kurdaki ani değişimler

TCELL

AL

Hedef fiyat TL 143.00
Getiri potansiyeli %52

Pay bilgileri

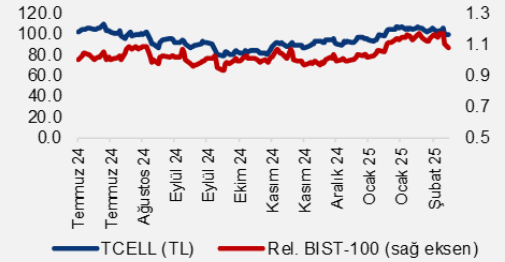
Pay Kodu	TCELL TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	94.00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	78.2 / 109.0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	206,800 - 5,179
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2200.0 - 54%
Yabancı Takas Oranı	66.86%
Pazar	Yıldız
Sektör	Telkomünikasyon

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	51.8	47.9	64.7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	6%	3%
USD	-3%	1%	-9%
BIST-100'e göre performans	-6%	0%	2%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	170,215	183,443	234,709
FAVÖK	74,771	77,799	97,453
Net kâr	21,551	27,015	23,333

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	9.6x	7.7x	8.9x
F/DD	1.1x	1.0x	0.9x
FD/FAVÖK	3.2x	3.1x	2.4x



Turkcell – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	79,420	75,871	135,984
Ticari alacaklar	17,634	18,391	27,292
Stoklar	859	742	1,300
Finansal yatırımlar	14,095	7,573	8,331
Maddi duran varlıklar	198,243	204,617	213,223
Diğer duran varlıklar	82,383	71,724	83,354
Toplam varlıklar	392,633	378,919	469,483
Kısa vadeli borçlanmalar	41,534	57,128	74,406
Ticari borçlar	22,523	25,051	23,739
Uzun vadeli borçlanmalar	92,081	57,712	97,636
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	42,233	33,248	43,810
Uzun vadeli yükümlülükler	198,373	173,139	239,591
Özkaynaklar	194,261	205,781	229,892
Ödenmiş sermaye	2,421	2,200	2,200
Diğer özkaynaklar	191,839	203,581	227,692
Toplam kaynaklar	392,633	378,919	469,483
Net borç	40,101	31,395	27,726
Net işletme sermayesi	-4,030	-5,917	4,852
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%11.7	%13.5	%10.7
Net kâr	%12.7	%14.7	%9.9
Aktif devri	0.4x	0.5x	0.6x
Kaldıraç	2.1x	1.9x	1.9x
Aktif karlılığı	%5.6	%7.0	%5.5
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%34	%30	%37
Net borç/özsermaye	0.21	0.15	0.12
Net borç/FAVÖK	0.54	0.40	0.28
Hisse başına (TL)			
Net kâr	9.80	12.28	10.61
Özkaynak	88.30	93.54	104.50
Temettü	1.79	3.66	2.73

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	170,215	183,443	234,709
Brüt kâr	36,069	45,267	62,612
Faaliyet giderleri	-14,479	-19,667	-24,478
Esas faaliyet kârı	21,590	25,601	38,133
FAVÖK	74,771	77,799	97,453
Net diğer gelir	15,909	13,387	23,916
Net finansman geliri	-40,350	-21,099	-37,041
Vergi öncesi kâr	10,956	18,682	30,688
Vergi gideri	7,430	-5,356	-7,352
Net kâr	21,551	27,015	23,333
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	74,771	77,799	97,453
Vergi gideri	7,430	-5,356	-7,352
Yatırımlar	-46,346	-53,955	-57,557
İşletme sermayesi değişimi	-1,989	-1,887	1,165
Serbest nakit akışı	37,845	20,376	31,378
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%15	%8	%28
FAVÖK	%18	%4	%25
Net kâr	%81	%25	-%14
Brüt marj	%21.2	%24.7	%26.7
Esas faaliyet kâr marjı	%12.7	%14.0	%16.2
FAVÖK marjı	%43.9	%42.4	%41.5
Net marj	%12.7	%14.7	%9.9
Serbest nakit akışı marjı	%22.2	%11.1	%13.4
Değerleme			
F/K	10.1x	8.0x	9.3x
F/DD	1.1x	1.1x	0.9x
FD/FAVOK	3.3x	3.2x	2.5x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Tüpraş

Brent petrol fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik gerilimler hisse üzerinde baskı yaratmaya devam etse de, 200,30 TL'lik 12 ay hedef fiyatımızı koruyor ve cari seviyeye göre yaklaşık %43 yükseliş alanı sunduğu için "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. İkinci yarıda rafineri marjlarının zayıf kalma olasılığı risk oluştursa da, şirketin güçlü nakit üretimi, düşük borçluluk yapısı ve enerji dönüşüm projeleri uzun vadeli yatırım hikâyesini destekliyor.

Türkiye'nin en büyük sanayi kuruluşu ve tek rafineri operatörü olan Tüpraş, 2025'e rafinaj marjlarında normalleşme temasının ve enerji dönüşüm yatırımlarının ön plana çıktığı bir ortamda girdi. 1Ç25'te net rafineri marjı 8,4 \$/varil seviyesinden 4,1 \$/varile gerilerken, net satışlar yıllık bazda %30 düşüşle 158,6 milyar TL'ye, FAVÖK ise %25 azalışla 9,75 milyar TL'ye indi. Bununla birlikte, stok değerlemelerinin katkısı ve etkin operasyonel yönetim sayesinde FAVÖK marjı %6,1 ile geçen yılın hafif üzerinde gerçekleşti. Yüksek vergi giderleri ve finansman maliyetleri net kârı 97 milyon TL ile sınırladı.

Yönetim 2025 için 5-6 \$/varil net rafineri marjı, %90-95 kapasite kullanım oranı, yaklaşık 26 milyon ton üretim ve 30 milyon ton satış hedeflerini koruyor. Yılın ikinci yarısında akaryakıt talebindeki canlanma ve ürün spread'lerindeki toparlanmanın marjları yukarı çekmesini, 1Ç25'te %83 olan kapasite kullanımının yıl boyunca yüksek seyretmesini bekliyoruz. 25,6 milyar TL net nakit pozisyonu, yüksek temettü ödemeleri ve geçici işletme sermayesi ihtiyacına rağmen düşük borçluluk profilini pekiştiriyor. 2025 toplam yatırım harcaması hedefi yaklaşık 600 milyon USD.

Uzun vadede, Tüpraş'ın 2050'ye kadar net sıfır emisyon hedefi doğrultusunda biyoyakıt, yeşil hidrojen ve karbon yakalama projelerine odaklanması çevresel sürdürülebilirlik açısından kritik. Şirket 2024 sonunda operasyonel emisyonlarını %18 düşürdü; İzmit rafinerisindeki güneş enerjisi santrali yatırımı bu ilerlemenin somut göstergesi. 2025 yatırım bütçesinin büyük kısmı da enerji verimliliği ve çevreci projelere ayrılmış durumda. Kısa vadeli marj baskısına rağmen, yüksek kapasite kullanımı, sağlam nakit pozisyonu ve stratejik enerji dönüşüm planı Tüpraş'ı cazip bir savunma-büyüme bileşimi olarak konumlandırıyor; 200,30 TL hedef fiyatımız bu potansiyeli yansıtmaya devam ediyor.

TUPRS

AL

Hedef Fiyat	200,30 TL
Getiri Potansiyeli	%43

Pay bilgileri

Pay Kodu	TUPRS T1
Pay fiyatı (8 Temmuz 2025)	140,50
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	117 / 153
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	270714,8 - 6779,2
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927
Yabancı Takas Oranı	23.5%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Petrol

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	88,1	62,5	72,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	7%	8%	5%
USD	5%	3%	-7%
performans	2%	3%	3%

TL mn	2022	2023	2024
Net satışlar	916.751	991.203	810.386
FAVÖK	103.202	138.950	50.704
Net kâr	61.314	77.354	18.315

Değerleme	2022	2023	2024
F/K	11,3x	3,7x	4,4x
F/DD	3,4x	2,9x	1,8x
FD/FAVOK	4,4x	1,6x	2,1x



Tüpraş – Özet Tablolar

Bilanço	2022	2023	2024
Nakit ve benzerleri	82.008	141.525	80.934
Ticari alacaklar	35.290	58.386	40.802
Stoklar	59.453	64.197	66.343
Diğer dönen varlıklar	20.759	26.309	16.187
Dönen varlıklar	197.510	290.418	204.267
Finansal yatırımlar	7.701	12.479	15.075
Maddi duran varlıklar	128.588	193.236	248.919
Maddi olmayan duran varlıklar	2.807	6.141	6.699
Diğer duran varlıklar	11.094	27.300	24.866
Duran varlıklar	150.191	239.156	295.559
Toplam varlıklar	347.700	529.573	499.826
Kısa vadeli borçlanmalar	19.764	43.268	9.965
Ticari borçlar	86.839	141.428	114.334
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	23.401	39.483	39.440
Kısa vadeli yükümlülükler	130.004	224.179	163.739
Uzun vadeli borçlanmalar	35.055	7.736	10.934
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3.230	4.655	10.100
Uzun vadeli yükümlülükler	38.284	12.391	21.035
Özkaynaklar	179.413	293.004	315.053
Ana ortaklığa ait	177.884	289.860	310.615
Kontrol gücü olmayan paylar	1.528	3.144	4.438
Toplam kaynaklar	347.700	529.573	499.826
Net borç	-27.190	-90.522	-60.035
Net işletme sermayesi	5.262	-32.019	-30.441
Oranlar			
Karlılık			
Özsermaye karlılığı	%61,8	%32,7	%6,0
Net kâr	%6,7	%7,8	%2,3
Aktif devri	4,0x	2,3x	1,6x
Kaldıraç	2,3x	1,9x	1,7x
Aktif karlılığı	%27,0	%17,6	%3,6
Kaldıraç			
Net borç/toplam varlıklar	%16	%10	%4
Net borç/özsermaye	-0,15	-0,31	-0,19
Net borç/FAVÖK	-0,26	-0,65	-1,18

Kaynak: Tacirler Yatırım

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2022	2023	2024
Net satışlar	916.751	991.203	810.386
Brüt kâr	113.080	158.431	68.030
Faaliyet giderleri	16.159	28.235	26.942
Esas faaliyet kârı	96.921	130.196	41.088
FAVÖK	103.202	138.950	50.704
Net diğer gelir	-28.216	-23.774	-5.394
Net finansman geliri	-181	-24.459	-5.391
Vergi öncesi kâr	68.508	83.480	31.746
Vergi gideri	6.963	5.700	12.712
Net kâr - Ana ortaklık	61.314	77.354	18.315
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	103.202	138.950	50.704
Vergi gideri	9.851	8.890	16.453
Yatırımlar	4.283	17.880	13.790
İşletme sermayesi değişimi	13.123	-37.281	1.578
Serbest nakit akışı	75.945	149.461	18.883
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%501	%8	-%18
FAVÖK	%670	%35	-%64
Net kâr	%1654	%26	-%76
Brüt marj	%12,3	%16,0	%8,4
Esas faaliyet kâr marjı	%10,6	%13,1	%5,1
FAVÖK marjı	%11,3	%14,0	%6,3
Net marj	%6,7	%7,8	%2,3
Serbest nakit akışı marjı	%6,7	%7,8	%2,3
Hisse başına (TL)			
Net kâr	31,82	40,15	9,51
Özsermaye	93,11	152,07	163,51
Temettü	0,00	14,01	22,32
Değerleme			
F/K	11,3x	3,7x	4,4x
F/DD	3,4x	2,9x	1,8x
FD/FAVOK	4,4x	1,6x	2,1x

Türk Hava Yolları

Düşük sezonun getirdiği görece zayıf karlılık performansına rağmen artan uçuş ağı ve yolcu trafiğiyle büyümesini sürdüren Türk Hava Yolları için tahminlerimizi güncelleyerek, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 428 TL'den 439 TL'ye yükseltiyoruz. AL tavsiyemizi yinelediğimiz Türk Hava Yolları'nı, 2025 yılı teması kapsamında Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. 2033 Stratejisi ışığında süren agresif filo genişlemesi, artan destinasyon sayısı ve yurt dışı yolcu trafiğinde devam eden ivmeyle birlikte; yetmiş insan kaynağı ve etkin organizasyon yapısı sayesinde Avrupa'lı rakiplerine kıyasla sürdürülebilir bir rekabet avantajı elde etmeyi sürdüreceğini düşünüyoruz. Türk Hava Yolları, 2025T dönemi tahminlerimizde 3,7x F/K ve 1,9x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

2033 Strateji kapsamında büyüme devam edecek. 2024 yılını 492 uçaklık filo, 352 noktaya ulaşan uçuş ağı ve 85,2 milyon yolcu ile tamamlayan bayrak taşıyıcı, 2023 Stratejisi kapsamında ortaya koyduğu hedefler doğrultusunda istikrarlı büyümesini sürdürüyor. Artan yolcu kapasitesi ve genişleyen operasyonel altyapı ile birlikte şirket, 2033 vizyonu doğrultusunda filosunu 800'ün üzerine çıkarmayı, uçulan havalimanı sayısını 400'e yükseltmeyi ve yıllık ortalama %7 kapasite artışıyla yolcu sayısını 170 milyonun üzerine taşımayı hedeflemektedir. Aynı dönemde konsolide gelirin 50 milyar USD seviyesine ulaşması ve FAVÖK (EBITDAR) marjının %20–25 bandında korunması planlanırken, gelirlerini çeşitlendirdiği kargo segmenti, dijital dönüşüm ve sürdürülebilirlik alanlarındaki yatırımları da belirlenen yol haritasındaki büyümeyi destekleyici katalistler olarak öne çıkmaktadır. Uzun vadeli stratejik planlamanın, Türk Hava Yolları'nın küresel ölçekte rekabet gücünü artırarak sürdürülebilir büyümesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

Gelirlerin çeşitlendirildiği kargo segmentinde zirve hedefi sürüyor. Şirket, kargo operasyonları tarafında 2033 yılı itibarıyla 3.9 milyon tona ulaşarak, dünyanın en büyük üç havayolu kargo firmasından biri olmayı hedeflemektedir. Filo genişlemesine paralel olarak artan yolcu uçaklarındaki artış, kargo segmentinin kapasitesini desteklemektedir. 2024 yılında dolar bazlı yolcu gelirleri yıllık %4 artış kaydederken, kargo gelirleri %34,6 büyüyerek 3,5 milyar USD'ye ulaştı. Toplam taşınan kargo-posta hacmi ise 2024'te yıllık %20,6 artışla 498 bin tona yükseldi. Yükte hafif, pahada yüksek ürünlerin katkısıyla Türk Hava Yolları'nın önümüzdeki dönemde de kargo segmentinde büyümesini sürdürmesini bekliyoruz.

2025 yılı beklentilerinin korunmasını olumlu karşılıyoruz. Şirket yönetimi, 2024'e kıyasla yolcu kapasitesinde %6-8 oranında artış öngörürken, toplam yolcu sayısının 91 milyonun üzerine çıkmasını hedefliyor. (2024: 85,2 milyon). Dolar bazlı gelirlerde de benzer şekilde %6–8 aralığında bir büyüme beklenirken (2024: 22.669 milyon USD), EBITDAR marjının %22–24 bandında korunması planlanıyor. (2024: %25,3). Yakıt hariç birim maliyetlerde ise orta tek haneli artış öngörüldürken, yıl sonunda toplam filonun 515–525 uçak seviyesine ulaşması bekleniyor.

THYAO

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 439
%57

Pay bilgileri

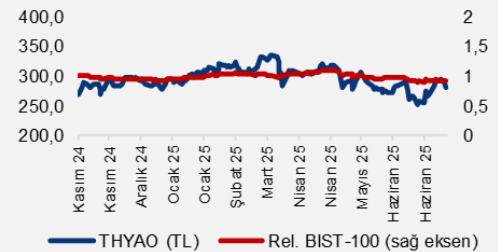
Pay Kodu	THYAO TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	280,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	252,0 / 333,3
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	387.090 - 9.693
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.380 - 50%
Yabancı Takas Oranı	26.11%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	200,7	197,9	242,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-8%	1%
USD	-3%	-12%	-11%
BIST-100'e göre performans	-6%	-13%	-1%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	504.398	745.430	940.035
FAVÖK	115.397	136.256	164.669
Net kâr	163.003	113.378	104.801

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	2,4x	3,4x	3,7x
F/DD	0,8x	0,6x	0,5x
FD/FAVÖK	2,8x	2,3x	1,9x



Türk Hava Yolları – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	20.115	95.992	122.620
Ticari alacaklar	25.192	31.908	51.802
Stoklar	12.311	23.661	30.807
Finansal yatırımlar	157.311	118.030	129.833
Maddi duran varlıklar	181.406	252.852	357.226
Diğer duran varlıklar	652.608	877.163	1.051.797
Toplam varlıklar	1.048.943	1.399.606	1.744.085
Kısa vadeli borçlanmalar	109.810	130.410	155.230
Ticari borçlar	38.060	52.792	67.394
Uzun vadeli borçlanmalar	310.362	359.529	423.360
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	133.454	176.988	274.134
Uzun vadeli yükümlülükler	591.686	719.719	920.120
Özkaynaklar	457.257	679.887	823.965
Ödenmiş sermaye	1.380	1.380	1.380
Diğer özkaynaklar	455.877	678.507	822.585
Toplam kaynaklar	1.048.943	1.399.606	1.744.085
Net borç	400.057	393.947	455.971
Net işletme sermayesi	-557	2.777	15.215
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%51,0	%19,9	%13,9
Net kâr	%32,3	%15,2	%11,1
Aktif devri	0,6x	0,6x	0,6x
Kaldıraç	2,5x	2,2x	2,1x
Aktif kârlılığı	%20,0	%9,3	%6,7
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%40	%35	%33
Net borç/özsermaye	0,87	0,58	0,55
Net borç/FAVÖK	3,47	2,89	2,77
Hisse başına (TL)			
Net kâr	118,12	82,16	75,94
Özkaynak	331,35	492,67	597,08
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	504.398	745.430	940.035
Brüt kâr	119.446	142.908	160.782
Faaliyet giderleri	-52.523	-78.958	-102.316
Esas faaliyet kârı	66.923	63.950	58.466
FAVÖK	115.397	136.256	164.669
Net diğer gelir	4.502	16.443	21.050
Net finansman geliri	-9.381	-17.731	-21.559
Vergi öncesi kâr	91.282	121.421	111.733
Vergi gideri	71.716	-8.064	-7.076
Net kâr	163.003	113.378	104.801
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	115.397	136.256	164.669
Vergi gideri	71.716	-8.064	-7.076
Yatırımlar	-24.549	-43.499	-56.762
İşletme sermayesi değişimi	-2.889	3.334	6.546
Serbest nakit akışı	165.453	81.359	94.285
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%62	%48	%26
FAVÖK	%47	%18	%21
Net kâr	%244	-%30	-%8
Brüt marj	%23,7	%19,2	%17,1
Esas faaliyet kâr marjı	%13,3	%8,6	%6,2
FAVÖK marjı	%22,9	%18,3	%17,5
Net marj	%32,3	%15,2	%11,1
Serbest nakit akışı marjı	%32,8	%10,9	%10,0
Değerleme			
F/K	2,4x	3,4x	3,7x
F/DD	0,8x	0,6x	0,5x
FD/FAVOK	2,8x	2,3x	1,9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

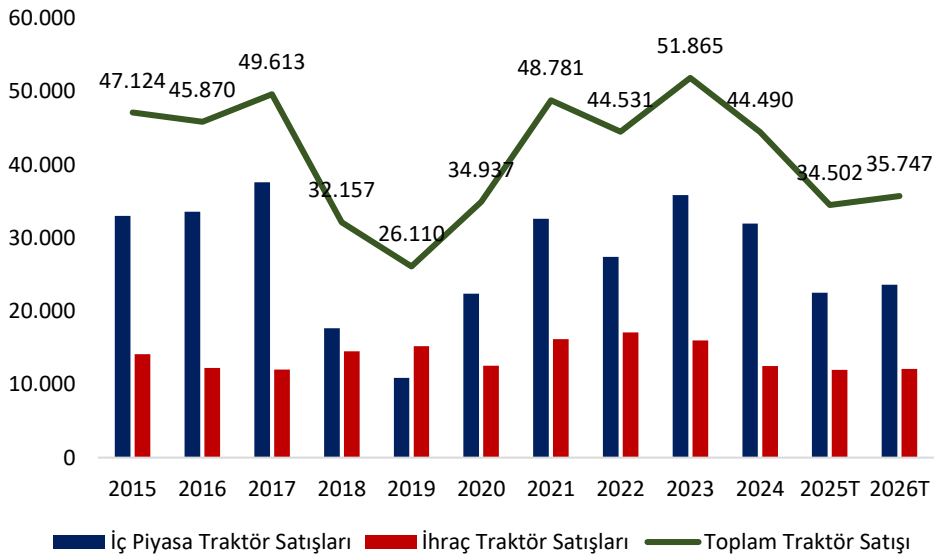
* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Türk Traktör

Zorlu 1Ç25 döneminin ardından Türk Traktör için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 839,80 TL'den (temettü etkisi hariç 888,3 TL) 737' TL'ye revize ediyoruz. Şirket için 12 aylık revize hedef fiyatımız, hem endeks paralelinde bir getiri potansiyeline işaret etmesi hem de yakın vadeli katalistlerin sınırlı olması sebebiyle TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. 2025 yılı genel görünümünde, yüksek maliyet baskıları, finansman sübvansiyonlarındaki güçlükler ve iç pazarda ertelenen talebe bağlı olarak azalan hacimlerin etkisi hissedilmeye devam ediyor. Kısa vadede normalleşme eğiliminin sürerken, uzun vadede ürün karmasındaki gelişim, dijital tarım çözümleriyle yaratılabilecek katma değer ve şirketin pazar liderliği pozisyonunun sağladığı rekabet avantajı, Türk Traktör'ün yeniden büyüme patikasına girmesini destekleyecektir.

2025 yılı beklentiler aşağı yönlü revize edildi. Şirket yönetimi, 1Ç25 finansal sonuçlarının ardından yıl geneline ilişkin pazar öngörüsünü aşağı yönlü revize etti. Toplam traktör pazarı büyüklüğü beklentisi, önceki 48.000–56.000 adet aralığından 42.000–48.000 adede çekildi. Diğer taraftan, 23.000–28.000 adet olarak açıklanan yurt içi satış hedefi de 20.000–24.000 adet aralığına indirildi. (Tacirler Yatırım: 22,5 bin adet). Buna karşılık, ihracat tarafında görünüm korunurken, 11.000–13.000 adetlik ihracat hedefini teyit edildi. (Tacirler Yatırım: 12 bin adet). Şirket, zorlu talep ortamına rağmen yatırım planlarında değişikliğe gitmeyerek, 2025 yılında 140–160 milyon USD aralığında yatırım yapmayı planlamaktadır. (Tacirler Yatırım: 140 milyon USD)

Tablo: TTRAK Satış Adetleri (2025 – 2026T)



TTRAK

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TUT

TL 737
%28

Pay bilgileri

Pay Kodu	TTRAK TI
Pay fiyatı (08.07.2025)	578,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	554,0 / 805,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	57.839 - 1.448
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	100 - 24%
Yabancı Takas Oranı	27.43%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	2,4	3,4	4,9

Fiyat performansı

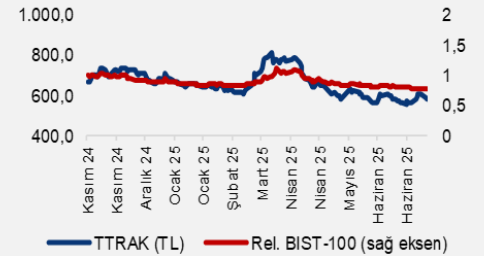
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-4%	-22%	-18%
USD	-6%	-26%	-28%
BIST-100'e göre performans	-8%	-26%	-19%

Tahminler (TL mn)

	2023	2024	2025E
Net satışlar	92.857	73.709	66.509
FAVÖK	20.964	10.806	7.248
Net kâr	14.845	6.318	3.226

Değerleme

	2023	2024	2025E
F/K	3,9x	9,2x	17,9x
F/DD	2,4x	3,1x	3,4x
FD/FAVOK	4,6x	3,6x	3,0x



Türk Traktör – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024	2025T	Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	19.595	7.258	15.990	Net satışlar	92.857	73.709	66.509
Ticari alacaklar	3.839	4.767	6.454	Brüt kâr	24.775	14.219	10.520
Stoklar	13.818	10.724	12.622	Faaliyet giderleri	-5.685	-5.456	-5.576
Finansal yatırımlar	18	33	36	Esas faaliyet kârı	19.090	8.763	4.944
Maddi duran varlıklar	10.974	13.285	15.979	FAVÖK	20.964	10.806	7.248
Diğer duran varlıklar	3.331	3.483	3.674	Net diğer gelir	-1.122	-367	123
Toplam varlıklar	51.574	39.549	54.755	Net finansman geliri	1.292	370	469
Kısa vadeli borçlanmalar	7.902	8.533	13.053	Vergi öncesi kâr	19.287	8.779	5.550
Ticari borçlar	13.952	8.000	10.370	Vergi gideri	-4.442	-2.461	-2.324
Uzun vadeli borçlanmalar	1.297	2.244	6.076	Net kâr	14.845	6.318	3.226
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3.956	2.097	8.214				
Uzun vadeli yükümlülükler	27.106	20.874	37.713	Nakit akış tablosu			
Özkaynaklar	24.468	18.675	17.043	FAVÖK	20.964	10.806	7.248
Ödenmiş sermaye	110	100	100	Vergi gideri	-4.442	-2.461	-2.324
Diğer özkaynaklar	24.358	18.575	16.942	Yatırımlar	-2.715	-4.167	-4.402
Toplam kaynaklar	51.574	39.549	54.755	İşletme sermayesi değişimi	1.034	3.786	-107
Net borç	-10.396	3.520	3.139	Serbest nakit akışı	12.773	392	628
Net işletme sermayesi	3.705	7.491	8.707				
				Büyüme ve marjlar			
Oranlar				Net satışlar	%41	-%21	-%10
Karlılık				FAVÖK	%168	-%48	-%33
Özkaynak kârlılığı	%75,8	%29,3	%18,1	Net kâr	%117	-%57	-%49
Net kâr	%16,0	%8,6	%4,9				
Aktif devri	2,0x	1,6x	1,4x	Brüt marj	%26,7	%19,3	%15,8
Kaldıraç	2,4x	2,1x	2,6x	Esas faaliyet kâr marjı	%20,6	%11,9	%7,4
Aktif kârlılığı	%32,0	%13,9	%6,8	FAVÖK marjı	%22,6	%14,7	%10,9
				Net marj	%16,0	%8,6	%4,9
Kaldıraç				Serbest nakit akışı marjı	%13,8	%0,5	%0,9
Finansal borç/toplam varlıklar	%18	%27	%35				
Net borç/özsermaye	-0,42	0,19	0,18	Değerleme			
Net borç/FAVÖK	-0,50	0,33	0,43	F/K	3,9x	9,2x	17,9x
				F/DD	2,4x	3,1x	3,4x
Hisse başına (TL)				FD/FAVOK	4,6x	3,6x	3,0x
Net kâr	148,35	63,14	32,24				
Özkaynak	244,52	186,62	170,31				
Temettü	49,95	117,62	50,06				

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Araştırma Kapsamı

Şirket Adı	Hisse Kodu	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	Halka Açıklık (%)
Bankalar								
Akbank	AKBNK	67,70	80,20	18%	TUT	352.040	8.816	52
Albaraka Türk	ALBRK	8,25	9,40	14%	TUT	20.625	516	38
Garanti Bankası	GARAN	137,30	180,40	31%	AL	576.660	14.441	14
Halk Bankası	HALKB	25,88	23,00	-11%	TUT	185.942	4.656	9
İş Bankası	ISCTR	14,03	19,20	37%	AL	350.750	8.783	31
Şekerbank	SKBNK	6,76	7,00	4%	TUT	16.900	423	48
T.S.K.B.	TSKB	12,89	20,30	57%	AL	36.092	904	39
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	27,30	33,10	21%	TUT	270.705	6.779	6
Yapı Kredi Bankası	YKBNK	32,34	38,80	20%	TUT	273.178	6.841	39
Perakende								
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	BIMAS	488,00	705,00	44%	AL	292.800	7.332	68
Coca Cola İçecek	CCOLA	49,66	73,00	47%	AL	138.953	3.480	25
Desa Deri	DESA	9,61	16,00	66%	AL	4.709	118	22
Koton Mağazacılık	KOTON	14,46	27,00	87%	AL	11.997	300	16
Mavi Giyim	MAVI	42,10	67,50	60%	AL	33.449	838	73
Migros	MGROS	478,00	715,00	50%	AL	86.544	2.167	51
Suwen Tekstil	SUWEN	13,10	19,80	51%	AL	7.336	184	50
Tab Gıda	TABGD	187,60	241,00	28%	AL	49.018	1.228	20
Teknosa	TKNSA	22,26	39,00	75%	AL	4.474	112	50
Savunma								
Aselsan	ASELS	152,20	180,00	18%	TUT	694.032	17.380	26
Otomotiv & Beyaz Eşya								
Arçelik	ARCLK	122,60	170,00	39%	TUT	82.844	2.075	25
Doğuş Otomotiv	DOAS	178,00	235,00	32%	TUT	39.160	981	39
Ford Otosan	FROTO	92,85	135,00	45%	AL	325.820	8.159	18
Türk Traktör	TTRAK	578,00	737,00	28%	TUT	57.839	1.448	24
Havacılık								
Tav Havalimanları	TAVHL	264,00	360,00	36%	AL	95.906	2.402	48
Türk Hava Yolları	THYAO	280,50	439,00	57%	AL	387.090	9.693	50
Petrol & Gaz								
Tüpraş	TUPRS	140,50	200,30	43%	AL	270.715	6.779	49
Telekomünikasyon								
Turkcell	TCELL	94,00	143,00	52%	AL	206.800	5.179	54
Holdingler								
Doğan Holding	DOHOL	15,43	23,10	50%	AL	40.380	1.011	36
Sağlık								
MLP Sağlık Hizmetleri	MPARK	349,00	450,00	29%	TUT	66.663	1.669	27
Faktoring								
Lider Faktoring	LIDFA	3,61	4,20	16%	TUT	2.016	50	41

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Ekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Ali Berk Coşkuntuna

Gıda-içecek, perakende, çimento,
GYO, demir-çelik

berk.coskuntuna@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, rafineri & petrokimya, tekstil &
hazır giyim, teknoloji

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, madencilik, kağıt ve ambalaj

deniz.altıay@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu

omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Gime - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar.